

**BANQUE DES
RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX**

QUARANTIÈME RAPPORT ANNUEL

1^{ER} AVRIL 1969 – 31 MARS 1970

BÂLE

8 JUIN 1970

TABLE DES MATIÈRES.

	Page
Introduction	1
I. Examen de l'évolution de la conjoncture et des politiques économiques en 1969-70	3
Evolution de la situation monétaire internationale (p. 3); prix et salaires (p. 9); taux d'intérêt (p. 12); Etats-Unis (p. 16); Royaume-Uni (p. 20); France (p. 24); Allemagne fédérale (p. 27); Italie (p. 30); Japon (p. 33); Canada (p. 35); Belgique (p. 38); Pays-Bas (p. 40); Suède (p. 42); Suisse (p. 44); Europe de l'Est (p. 46); Union Soviétique (p. 47), Pologne (p. 48), République démocratique allemande (p. 48), Tchécoslovaquie (p. 48), Hongrie (p. 49), Roumanie (p. 49), Albanie (p. 49), Yougoslavie (p. 49).	
II. Monnaie, crédit et marchés des capitaux	51
Formation des avoirs liquides et crédits bancaires (p. 51); marchés nationaux des capitaux (p. 56); émissions étrangères et émissions internationales d'obligations (p. 59): émissions étrangères (p. 59), émissions internationales (p. 61); évolution du crédit dans les différents pays: Etats-Unis (p. 64), Royaume-Uni (p. 69), Canada (p. 74), Japon (p. 76), Allemagne fédérale (p. 78), Italie (p. 82), France (p. 84), Belgique (p. 86), Pays-Bas (p. 89), Suisse (p. 90), Autriche (p. 92), Suède (p. 94), Danemark (p. 96), Norvège (p. 98), Finlande (p. 100), Espagne (p. 101), Portugal (p. 103), Yougoslavie (p. 104).	
III. Échanges et paiements internationaux	105
Exportations mondiales (p. 105); exportations des principaux pays industriels vers les différentes zones (p. 106); balances des paiements (p. 108): Etats-Unis (p. 110), Canada (p. 114), Japon (p. 117), Europe occidentale (p. 118), Royaume-Uni (p. 119), France (p. 123), Allemagne fédérale (p. 125), Italie (p. 129), Union Economique Belgo- Luxembourgeoise (p. 132), Pays-Bas (p. 133), Autriche (p. 139), Suisse (p. 136), Suède (p. 138), Danemark (p. 139), Norvège (p. 140), Islande (p. 141), Finlande (p. 142), Portugal (p. 143), Espagne (p. 143).	

	Page
IV. Or, réserves monétaires et changes	145
<p>Or: production, marchés et réserves (p. 145); réserves globales (p. 152); mise en vigueur des Droits de Tirage Spéciaux (p. 154); mouvements monétaires: <i>Etats-Unis</i> (p. 156), <i>Royaume-Uni</i> (p. 159), <i>France</i> (p. 162), <i>Allemagne fédérale</i> (p. 163), <i>Italie</i> (p. 165), <i>Belgique</i> (p. 166), <i>Pays-Bas</i> (p. 167), <i>Suède</i> (p. 168), <i>Suisse</i> (p. 169), <i>Autriche</i> (p. 169), <i>Danemark</i> (p. 170), <i>Finlande</i> (p. 170), <i>Norvège</i> (p. 170), <i>Portugal</i> (p. 171), <i>Espagne</i> (p. 171), <i>Canada</i> (p. 171), <i>Japon</i> (p. 171); opérations du F.M.I. (p. 172); marchés des changes (p. 174); <i>livre sterling</i> (p. 175), <i>deutsche mark</i> (p. 177), <i>franc suisse</i> (p. 178), <i>franc français</i> (p. 179), <i>lire italienne</i> (p. 181), <i>franc belge</i> (p. 181), <i>florin néerlandais</i> (p. 182), <i>couronne suédoise</i> (p. 182), <i>couronne danoise</i> (p. 183), <i>couronne norvégienne</i> (p. 183), <i>schilling autrichien</i> (p. 183), <i>peseta espagnole</i> (p. 183), <i>dollar canadien</i> (p. 183); autres événements dans le domaine des changes (p. 184).</p>	
V. Le marché des Euro-Monnaies	190
<p><i>Positions globales envers l'étranger</i> (p. 195), <i>origines et utilisations des Euro-dollars</i> (p. 202), <i>évolution des taux d'intérêt</i> (p. 209).</p>	
VI. Accord Monétaire Européen	214
<p>Prorogation de l'Accord (p. 214); opérations effectuées au titre de l'Accord: <i>Fonds Européen</i> (p. 214), <i>Système Multilatéral de Règlements</i> (p. 216); situation des comptes (p. 218); administration de l'Accord Monétaire Européen (p. 221).</p>	
VII. Activités de la Banque	222
<p>Développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales (p. 222); opérations du Département bancaire (p. 223); <i>composition des ressources</i> (p. 224), <i>utilisation des ressources</i> (p. 228); la Banque comme Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux (p. 231); la Banque comme Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier (p. 234); la Banque comme Agent de l'O.C.D.E. (Accord Monétaire Européen) (p. 235); révision des Statuts de la Banque et aménagement de son capital et de ses réserves (p. 235); bénéfices nets et répartition (p. 238); modifications dans la composition du Conseil d'administration (p. 240).</p>	
Conclusion	241
<p>Bilan et compte de Profits et Pertes au 31 mars 1970.</p>	

LISTE DES TABLEAUX ET DES GRAPHIQUES.

(Les graphiques sont indiqués par un astérisque.)

	Page
I. Examen de l'évolution de la conjoncture et des politiques économiques en 1969-70	
Prix et salaires*	10
Taux d'intérêt à court et à long terme*	14
Origine et utilisation des ressources	25
Economies des pays de l'Europe de l'Est: Revenu National – Production industrielle et agricole	47
 II. Monnaie, crédit et marchés des capitaux	
Système bancaire: Evolution de la situation monétaire.	53
Modifications des taux d'escompte officiels	55
Marchés nationaux des capitaux: Montant net des émissions	58
Emissions étrangères et internationales d'obligations: Emissions publiques et autres	60
Emissions internationales d'obligations*	62
Rendements des obligations en dollars E.U. et en deutsche marks: émissions nationales et internationales*	63
Etats-Unis: Vitesse de circulation de la monnaie et flux de fonds*.	66
Royaume-Uni: Epargne, investissement et variations des avoirs et engagements financiers, par secteurs.	70
Japon: Variations des avoirs et des engagements financiers, par secteurs	77
Allemagne fédérale: Epargne, investissement et variations des avoirs et engagements financiers, par secteurs.	80
Suède: Flux net de crédits	95
 III. Échanges et paiements internationaux	
Commerce international	105
Principaux pays industriels: Progression des exportations à destination des différentes zones	106
Balances des paiements:	
Principales zones industrielles	108
Etats-Unis	111
Canada	115
Japon	117
Royaume-Uni	120
France	123
Allemagne fédérale	126
Italie	130
Union Economique Belgo-Luxembourgeoise	133
Pays-Bas	134
Pays d'Europe occidentale	137

IV. Or, réserves monétaires et changes

Production mondiale d'or	145
Estimations des utilisations de l'or	147
Cours de la barre d'or sur le marché de Londres*	148
Encaisses-or dans le monde	150
Variations des réserves monétaires globales.	152
Analyse des variations des réserves globales	154
Mouvements monétaires avec l'étranger:	
Etats-Unis	158
Royaume-Uni	160
France	162
Allemagne fédérale	163
Pays d'Europe continentale, Canada et Japon	164
Fonds Monétaire International: Tirages et rachats	173
Cours de la livre sterling, du deutsche mark et du franc suisse par rapport au dollar des Etats-Unis*	176
Cours du franc français, de la lire italienne, du franc belge et du florin néerlandais par rapport au dollar des Etats-Unis*	180

V. Le marché des Euro-Monnaies

Evaluation des effets des flux d'Euro-dollars sur les balances des paiements	192
Croissance du marché de l'Euro-dollar*	193
Engagements et avoirs à court terme des banques envers des non-résidents	197
Positions extérieures en dollars et en certaines monnaies étrangères des banques européennes	198
Engagements et avoirs à court terme de banques commerciales en certaines monnaies étrangères envers des non-résidents	200
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	201
Positions en dollars, envers des non-résidents, de banques européennes	204
Estimation des dimensions nettes du marché de l'Euro-dollar	206
Taux d'intérêt des dépôts en dollars sur les places de Londres et de New York*	211
Ecarts sur les arbitrages de taux d'intérêt*	211

VI. Accord Monétaire Européen

Fonds Européen: Utilisation des crédits consentis	215
Système Multilatéral de Règlements: Paiements effectués	217
Fonds Européen: Situation des comptes	219

VII. Activités de la Banque

Evolution du total du bilan	223
Comptes d'ordre	224
Passif*	224
Composition des ressources	226
Fonds empruntés d'après leur origine	226
Fonds empruntés d'après leur nature et leur durée	227
Actif*	228
Position-or	228
Encaisses et autres placements	229
Dépôts à terme et avances, titres à terme	230
Emprunt extérieur allemand 1924 (Emprunt Dawes):	
Obligations de conversion	232
Obligations de consolidation	232
Emprunt international 1930 du gouvernement allemand (Emprunt Young)	233
Emprunt international de la République fédérale d'Autriche 1930	233
Emprunts garantis de la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier	234

QUARANTIÈME RAPPORT ANNUEL

soumis à

l'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE

de la

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

tenue à

Bâle, le 8 juin 1970.

Messieurs,

J'ai l'honneur de vous soumettre le quarantième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux, relatif à l'exercice commencé le 1er avril 1969 et clos le 31 mars 1970.

Au cours de l'exercice, les décisions de l'Assemblée générale extraordinaire du 9 juin 1969, concernant l'augmentation du capital de la Banque et la révision de ses Statuts, ont été dûment mises à exécution. Le capital autorisé, qui s'élevait à 500 millions de francs or en une seule tranche de 200.000 actions émises, d'égale valeur-or nominale, a été porté en conséquence à 1.500 millions de francs or, divisés en trois tranches comprenant chacune 200.000 actions d'égale valeur-or nominale. En plus de la première tranche de 200.000 actions déjà émises et libérées de 25%, la totalité de la seconde tranche de 200.000 actions nouvelles, libérées du même pourcentage par prélèvement sur les fonds propres de la Banque, est maintenant émise; ces actions nouvelles ont été proposées aux actionnaires, conformément à la décision prise en juin 1969, à raison d'une action nouvelle par action de la première tranche inscrite à leur nom sur les registres de la Banque. En ce qui concerne la troisième tranche de 200.000 actions, dont la souscription est intégralement réservée aux banques centrales, il a été souscrit, le 2 janvier 1970, un total de 48.325 de ces actions, libérées de 25%. Les modalités détaillées de ces aménagements apportés au capital de la Banque sont exposées au Chapitre VII du présent Rapport.

Après déduction des montants transférés aux provisions, le bénéfice net s'élève à 83.179.570 francs or, contre 45.000.000 de francs or pour le précédent exercice.

Le Conseil d'administration recommande à la présente Assemblée générale d'affecter, en application de l'article 51 des Statuts révisés de la Banque, la somme de 23.179.570 francs or au paiement d'un dividende global de 56,25 francs or par action comprenant, à raison de 37,50 francs or, le dividende de 6%, et un montant de 18,75 francs or représentant le dividende supplémentaire maximum de 3%; ce dividende global sera payable au titre d'un exercice complet dans le cas des 400.000 actions émises de la première et de la seconde tranche, et au titre du quart d'un exercice dans le cas des 48.325 actions émises de la troisième tranche.

Le Conseil recommande en outre de transférer 30 millions de francs or au «Fonds de réserve générale», 12 millions de francs or au «Fonds spécial de réserve de dividendes» et 18 millions de francs or au «Fonds de réserve libre».

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 1969-70 s'élèvera à 56,25 francs or par action pour les 400.000 actions émises de la première tranche et de la seconde, et à 14,0625 francs or pour les 48.325 actions émises de la troisième tranche. Ces sommes seront payables aux actionnaires le 1er juillet 1970 à raison de 80,40 francs suisses par action et de 20,10 francs suisses par action respectivement; les actionnaires ayant conservé les nouveaux titres de la seconde tranche auxquels ils avaient droit toucheront donc cette année un dividende de 112,50 francs or, soit 160,80 francs suisses, pour deux actions présentement détenues, alors que ce dividende n'était que de 75 francs or, ou 107,15 francs suisses, par action détenue l'an dernier.

Le Chapitre I du présent Rapport traite de l'évolution de la conjoncture et des politiques économiques en Europe, aux Etats-Unis, au Canada et au Japon en 1969 et pendant les premiers mois de 1970. 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) d'emprunts internationaux.

I. EXAMEN DE L'ÉVOLUTION DE LA CONJONCTURE ET DES POLITIQUES ÉCONOMIQUES EN 1969-70.

Dans la plupart des pays industriels, le rythme d'expansion de l'activité économique s'est accéléré durant l'année écoulée et l'accroissement de la production globale a été plus marqué qu'au cours des douze mois précédents. Deux pays font principalement exception à la règle: les Etats-Unis, où l'évolution de l'activité a été freinée par l'application de mesures restrictives destinées à juguler l'inflation, et le Royaume-Uni, où la politique de restriction adoptée par les autorités a eu pour objectif d'assurer un redressement décisif des comptes extérieurs.

D'une façon générale cependant, l'attention ne s'est pas concentrée sur les tendances manifestées par la production, mais plutôt sur le climat de tension qui a caractérisé cette période. L'état de crise, qui a parfois dominé la scène monétaire internationale, a contribué à entretenir cette atmosphère mais, fort heureusement, le calme a pu être rétabli au début de 1970. En second lieu, on a assisté à une inflation accentuée des salaires et des prix dans la plupart des pays, et ce problème reste encore un sujet important de préoccupation. Enfin, les taux d'intérêt ont amorcé, tant sur les marchés nationaux qu'internationaux, un mouvement de hausse qui, jusqu'à présent, n'a été que partiellement enravé. Ces trois facteurs ont constitué la base commune sur laquelle a reposé l'évolution de la conjoncture dans les différents pays.

Évolution de la situation monétaire internationale.

Au cours des premiers mois de 1969, les marchés des changes se ressentaient encore de l'influence des facteurs qui avaient provoqué des perturbations l'année précédente. En décidant de ne pas modifier la parité de leur monnaie en novembre 1968, les autorités françaises et allemandes avaient certes réussi à surmonter l'atmosphère de crise; elles n'avaient pu, toutefois, étant donné que le déficit de paiements de la France et l'excédent de la balance des opérations courantes de l'Allemagne demeuraient considérables, convaincre les milieux du marché qu'un ajustement de leur taux de change ne se révélerait pas nécessaire le cas échéant. La livre sterling offrait également des perspectives incertaines: plus d'une année après la dévaluation, la balance commerciale britannique continuait à se solder par un déficit important et la balance des transactions courantes commençait à peine à devenir excédentaire.

Indépendamment de ces faiblesses héritées du passé, les marchés des changes se sont ressentis défavorablement des appels massifs adressés par les banques américaines au marché de l'Euro-dollar. Si cette ponction de fonds étrangers a renforcé la position du dollar sur le marché, elle a, en revanche, soumis plusieurs monnaies européennes à des pressions ou aggravé celles qui pesaient déjà sur elles.

Quant aux tensions qui se sont manifestées sur le marché de l'or au début de 1969, elles reflétaient pour partie les craintes éprouvées au sujet de certaines monnaies et notamment du franc français, mais aussi l'insuffisance de l'offre par rapport à la demande. En 1968 et au premier trimestre de 1969, l'important excédent de paiements de l'Afrique du Sud a permis à ce pays d'ajouter près de \$800 millions de sa production courante d'or à ses réserves, réduisant ainsi considérablement l'apport au marché de métal nouvellement extrait. Entre novembre 1968 et mars 1969, le cours de l'or est passé d'environ \$39 à près de \$44 l'once; l'importance de la prime ainsi dégagée par rapport au prix officiel a donné lieu à une liquidation accentuée des positions spéculatives.

En avril 1969, une nouvelle crise a secoué les marchés des changes. La démission du Général de Gaulle a accru les pressions qui s'exerçaient sur le franc français et, presque immédiatement après, ceci fut suivi d'une vague de rumeurs relatives à une réévaluation prochaine du deutsche mark. De fin avril à début mai, un peu plus de \$4 milliards de capitaux sont entrés en Allemagne fédérale. Ce mouvement a cessé à l'annonce, le 9 mai, du maintien de la parité du deutsche mark, et un certain reflux de fonds fut alors constaté. La plus grande partie des capitaux est toutefois restée en République fédérale, de sorte que la situation fondamentale du marché est demeurée instable.

La dévaluation de 11,1% du franc français le 8 août 1969, rapidement complétée par l'adoption d'un plan de stabilisation de l'économie interne, a constitué le premier pas dans la voie de l'élimination des causes fondamentales de perturbation du marché. Cette opération d'assainissement a été appuyée par la conclusion d'un accord avec le Fonds Monétaire, portant ouverture d'un crédit stand-by de \$1 milliard, et par un renforcement de l'aide accordée initialement à la France par certaines banques centrales à la suite de la crise monétaire de novembre 1968.

Pendant le reste du mois d'août, les tensions sur le franc se sont sensiblement relâchées mais, en septembre, l'approche des élections législatives en République fédérale d'Allemagne a fait renaître l'agitation sur les marchés, où la possibilité d'une réévaluation du deutsche mark après la consultation électorale était à nouveau envisagée. Au cours de la semaine précédant le scrutin notamment,

la Bundesbank dut absorber des quantités croissantes de dollars sur le marché puis, afin que soit évité un nouveau «vendredi noir», le marché de Francfort fut fermé le 25 septembre. Le dimanche suivant, le résultat des élections permit de conclure à la formation probable, dans les semaines à venir, d'un gouvernement favorable à la réévaluation; aussi, le problème qui se posa dans l'immédiat fut-il de savoir comment faire face à la situation en attendant qu'une décision définitive puisse être prise au sujet de la parité. La solution la plus pratique pour la Bundesbank fut de suspendre ses achats de dollars au cours-plafond d'intervention. Cette tactique se révéla excellente à la fois parce qu'il était certain que la progression des cours du deutsche mark sur le marché resterait dans des limites raisonnables et parce que les autres monnaies se trouvaient ainsi soulagées de toute pression exercée par la spéculation sur la nouvelle parité. Le cours du deutsche mark accusa immédiatement une hausse de près de 5% et, dans les semaines suivantes, la Bundesbank approvisionna même le marché en dollars, en vue de satisfaire la demande de devises étrangères aux fins de rapatriement de capitaux. Puis, le 27 octobre, une nouvelle parité impliquant une réévaluation de 9,3% fut déclarée. Cette décision, bien qu'elle fût suivie, dans la perspective de réévaluation d'autres monnaies européennes, de mouvements de courte durée sur les marchés des changes, constitue en fait la seconde étape, et la plus importante, sur le chemin d'une amélioration de la situation monétaire internationale.

Pendant les quelque quatre semaines qui ont précédé la réévaluation officielle du deutsche mark, un montant de \$1 milliard avait déjà reflué d'Allemagne fédérale vers d'autres pays. Ce mouvement s'est accéléré à partir du 24 octobre, de sorte qu'à la fin de l'année les sorties étaient légèrement supérieures au volume global des entrées enregistrées durant les neuf premiers mois. Les exportations de capitaux ont amélioré, dans une large mesure, les termes de paiements de plusieurs autres pays. La situation des réserves de la France et du Royaume-Uni, notamment, a bénéficié d'une façon considérable de la réévaluation du deutsche mark et, dans les deux cas, cet avantage s'est trouvé renforcé par l'apparition de signes manifestes de redressement de la balance de base des paiements. La balance commerciale du Royaume-Uni a enregistré une amélioration suffisante au cours du troisième trimestre de 1969 pour qu'un surplus appréciable des transactions courantes (marchandises et services) puisse être dégagé. En ce qui concerne la France, la fin de l'année vit apparaître certains indices montrant que la dévaluation et le plan de redressement qui l'avait accompagnée commençaient d'exercer leurs effets sur le déficit des opérations commerciales avec l'étranger. En outre, grâce aux entrées nettes de devises, le Royaume-Uni et la France ont été en mesure de réduire sensiblement leur endettement officiel à court terme, ce qui a contribué au rétablissement de la confiance.

Dans l'intervalle, et avant que le cours du deutsche mark ne commençât à monter, le prix de l'or sur le marché libre s'était inscrit en recul sensible pour atteindre un peu plus de \$40,5 l'once à la fin du mois de septembre, contre un niveau record de près de \$44 en mars 1969; cette baisse s'explique par l'entrée en jeu de plusieurs facteurs qui ont favorablement influencé la relation entre l'offre et la demande sur le marché. En premier lieu, sa balance des paiements étant redevenue déficitaire, l'Afrique du Sud a été amenée à vendre au marché une quantité d'or supérieure à sa production courante. En second lieu, la hausse des taux d'intérêt sur le marché de l'Euro-dollar a en fait signifié, pour certaines catégories de détenteurs de métal, un enchérissement très sensible du coût de financement de leurs avoirs, à un moment où la position du dollar sur le marché des changes et son rôle en tant qu'instrument de réserve se renforçaient considérablement. Enfin, la ratification du plan de création des Droits de Tirage Spéciaux à la fin du mois de juillet et la perspective de le voir rapidement et largement mis en œuvre ont laissé présager une atténuation des tensions s'exerçant sur les autres composantes des réserves officielles, l'or en particulier.

Dans ces conditions, et compte tenu du fait que quelques détenteurs européens avaient accumulé des stocks importants d'or en début d'année, le rétablissement de la confiance dans les monnaies après la revalorisation du deutsche mark a constitué une raison supplémentaire pour décourager les investisseurs à détenir du métal tout en leur offrant d'autres formules intéressantes de placement. A partir de la mi-octobre 1969, les vendeurs ont de toute évidence pris le pas sur les acheteurs et, en moins de deux mois, le cours de l'or est tombé à la parité officielle de \$35 l'once.

L'année 1969, riche en événements, s'est achevée par un accord conclu entre l'Afrique du Sud et le Fonds Monétaire, stipulant essentiellement l'engagement pris par cet organisme d'acheter de l'or nouvellement extrait à l'Afrique du Sud, dès que le cours sur le marché libre s'établit à \$35 l'once de fin ou à un niveau inférieur, afin de permettre à ce pays de faire face à ses paiements extérieurs. A la suite de la publication de cet accord, qui revient, en fait, à fixer un plancher de \$35 pour le prix de l'or vendu par l'Afrique du Sud, mais pas nécessairement pour le prix du marché, le cours a effectivement fléchi en deçà de \$35 pendant plusieurs jours en janvier 1970, le niveau le plus bas ayant été atteint à \$34,75. De la fin de janvier au milieu de mars, il a fluctué aux environs de la parité pour amorcer ensuite un léger redressement. Pendant le premier trimestre de 1970, le Fonds Monétaire a acheté la contre-valeur de quelque \$285 millions d'or à l'Afrique du Sud.

Un autre aspect de la situation monétaire internationale a trait à l'utilisation des facilités de crédit consenties par les autorités monétaires. Au cours de ces

dernières années, les réserves officielles en or et en dollars des différents pays ont enregistré, à quelques exceptions près, des variations relativement faibles par rapport à leurs excédents ou déficits de paiements. Le financement officiel a été assuré, dans une très large mesure, par le recours au réseau de swaps du Federal Reserve System, par l'utilisation d'autres facilités de crédit accordées par des banques centrales et par les changements apportés aux positions des pays membres envers le Fonds Monétaire International. Les événements de l'année écoulée mettent en relief l'importance du rôle que ces facilités internationales de crédit n'ont cessé de jouer. Conformément à l'objet même des crédits octroyés par les banques centrales, les emprunts ont été souvent remboursés dans un délai très court. Jusqu'à la fin du troisième trimestre de 1969, les prélèvements sur les lignes officielles de crédit avaient, par contre, accru de façon assez considérable la position débitrice ou créditrice de certains pays; fort heureusement, les changements intervenus récemment dans la situation des comptes extérieurs de la France, de l'Allemagne fédérale et du Royaume-Uni ont permis de réduire ces positions.

Le Royaume-Uni avait, par exemple, bien amorcé la liquidation de sa dette envers les autorités monétaires étrangères au cours des huit premiers mois de l'année 1969, et cela en dépit des prélèvements qu'il dut de nouveau effectuer, lors des crises monétaires de mai et d'août-septembre 1969, sur les crédits mis à sa disposition par un groupe de banques centrales. Après la décision allemande de laisser flotter librement le cours du deutsche mark, la situation a brusquement évolué. Grâce à un excédent fort appréciable de sa balance de base des paiements et surtout du fait que les décalages dans les règlements avaient évolué radicalement en faveur de la livre, le Royaume-Uni a été en mesure de réduire considérablement son endettement à l'égard de l'étranger. Au total, la position débitrice nette, y compris les engagements à moyen terme envers le Fonds Monétaire, a été ramenée de £2.354 millions à £525 millions entre le 1er janvier 1969 et le 31 mars 1970. Une amélioration de cette ampleur n'était guère concevable au début de l'année 1969.

En France, le déficit net des comptes extérieurs s'est élevé, au cours des neuf premiers mois de 1969, à \$1,3 milliard, dont \$1,1 milliard ont pu être financés grâce aux concours obtenus des banques centrales et au tirage effectué sur les ressources du F.M.I. Lorsque, par la suite, la position de la France a commencé de s'améliorer, les remboursements, en chiffres nets, de la dette extérieure ont même excédé le surplus des transactions officielles avec l'étranger, de sorte que le volume brut des réserves a légèrement fléchi. La totalité de l'aide des banques centrales est maintenant remboursée, les autorités françaises ayant, il est vrai, eu recours aux facilités de tirage sur le Fonds Monétaire.

Quant à l'Allemagne fédérale, son cas constitue, pour ainsi dire, l'autre face de la médaille. Les excédents de paiements et les entrées de capitaux étrangers enregistrés précédemment avaient permis aux autorités allemandes de constituer des positions créditrices considérables envers l'étranger au début de 1969 (octroi de crédits à d'autres banques centrales, renforcement de la position au F.M.I., acquisition de Bons libellés en deutsche marks émis par le Trésor américain). Elles ont encore amélioré leur position créditrice pendant la période janvier-septembre 1969, au cours de laquelle une partie importante de l'excédent de \$1,9 milliard des réserves officielles a été acheminée soit directement, soit par l'intermédiaire de la B.R.I., vers les pays dont la monnaie subissait des pressions sur le marché des changes. Puis, durant les six mois qui suivirent l'abandon de l'ancienne parité du deutsche mark, période au cours de laquelle les transactions officielles se soldèrent par un déficit de \$4,5 milliards, l'Allemagne fédérale obtint le remboursement de la plus grande partie des ressources de prêt qu'elle avait mises précédemment à la disposition de banques centrales; en outre, elle préleva \$1,1 milliard sur les crédits qu'elle avait accumulés au Fonds Monétaire et mobilisa \$0,8 milliard sur ses avoirs en valeurs du Trésor américain libellées en deutsche marks. Pouvant se permettre cette perte massive de réserves, les autorités allemandes ont fait face à la situation avec le plus grand sang-froid.

Les modifications esquissées ci-dessus revêtent une importance particulière par le fait qu'elles ont, d'une façon générale, entraîné une meilleure répartition des réserves. Les Etats-Unis ont également pris part à cette amélioration, non seulement grâce à l'excédent considérable de paiements dégagé en 1969 sur la base des règlements officiels, mais aussi par le fait que leur position s'est trouvée renforcée par une meilleure décomposition de leurs réserves. Le remboursement à la République fédérale d'Allemagne de Bons du Trésor libellés en deutsche marks a déjà été signalé. En outre, les avoirs officiels des Etats-Unis en livres sterling et en francs français ont très sensiblement diminué à la suite des remboursements des facilités accordées antérieurement à la Grande-Bretagne et à la France dans le cadre de l'assistance mutuelle. En dépit des tirages massifs effectués par l'Italie au début de 1970 sur sa ligne de crédit auprès de la Réserve fédérale, le montant total des avoirs officiels de change des Etats-Unis a fléchi en réalité de \$1,8 milliard de fin septembre 1969 à fin mars 1970. En revanche, la position créditrice au Fonds Monétaire s'est encore améliorée de \$0,8 milliard au cours de cette période, pour s'établir à près de \$2,6 milliards à la fin du mois de mars 1970, marquant ainsi une progression de \$2,3 milliards par rapport au chiffre le plus bas relevé à la fin de 1966. Enfin, la situation des réserves officielles américaines a également bénéficié, entre avril 1969 et mars 1970, d'un accroissement de \$1,1 milliard du stock d'or monétaire.

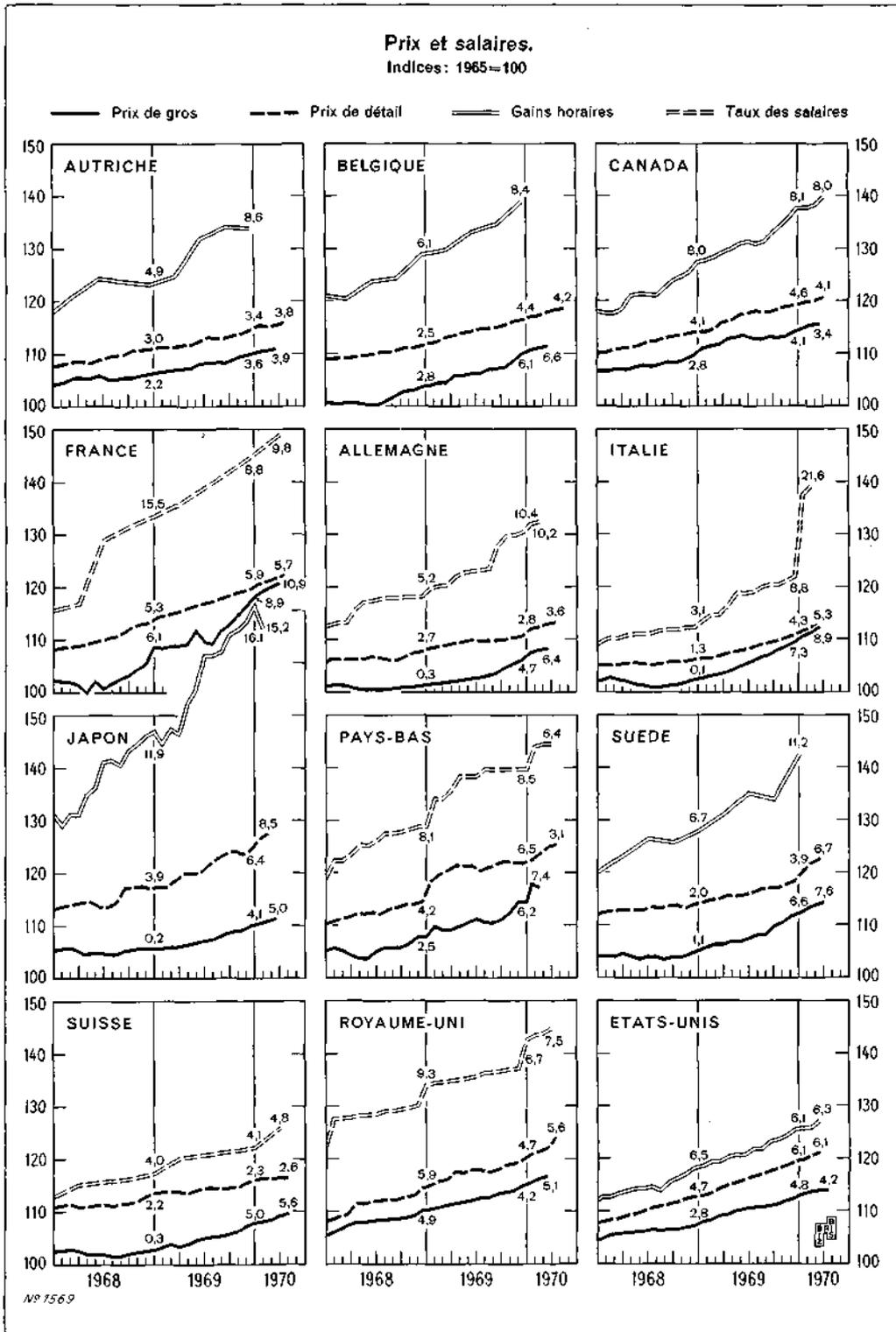
D'autres exemples récents soulignent l'importance du rôle joué par les facilités de crédit dans le flux et le reflux des capitaux à l'intérieur du système; il s'agit en particulier des tirages belge et néerlandais sur les lignes de swaps auprès du Federal Reserve System, suivis de leur remboursement avant et après la réévaluation du deutsche mark. En chiffres bruts, les tirages effectués par les partenaires des Etats-Unis sur les facilités de swaps auprès de la Federal Reserve ont atteint un montant global de \$2,4 milliards, contre \$3,4 milliards de remboursements. De leur côté, les Etats-Unis ont utilisé au total \$0,7 milliard, en chiffres bruts, de crédits réciproques et procédé à des remboursements à concurrence d'un montant à peu près identique.

Au début de février 1970, un système de soutien monétaire à court terme a été institué entre les banques centrales des pays de la Communauté Economique Européenne. Les facilités de première ligne s'élèvent au total à \$1 milliard, les parts respectives étant fixées à 30% pour l'Allemagne fédérale et la France, à 20% pour l'Italie, et à 10% pour la Belgique et les Pays-Bas. Toute banque centrale participante, dont la monnaie est soumise à des pressions, sera habilitée à recevoir la totalité de sa propre quote-part sous forme de crédits à trois mois renouvelables, qui lui seront accordés par ses partenaires au sein de la Communauté. Il est prévu, en outre, un système de rallonges débitrices et créditrices, dont le montant maximum est également fixé à \$1 milliard, et qui permet d'accorder des crédits supplémentaires à tout participant, en cas de nécessité, au-delà de sa quote-part. La B.R.I. assumera les fonctions d'Agent de ce système.

Prix et salaires.

L'ensemble des graphiques ci-après montre la puissance de propagation de la rapide hausse des prix et de celle encore plus vive des salaires qui ont caractérisé l'année passée et se sont poursuivies jusqu'à présent. A quelques rares exceptions près, la cadence de hausse a été supérieure à celle des douze mois précédents; la progression des indices des prix à la consommation a, dans tous les pays, avoisiné 5%, tandis que le taux le plus courant d'augmentation des salaires atteignait 8%. Ainsi, l'inflation a revêtu un caractère dépassant largement celui d'une inflation rampante.

La hausse générale des indices des prix de gros au cours de l'an dernier s'explique, dans une certaine mesure, par la montée des cours mondiaux de diverses matières premières, notamment des métaux non ferreux, provoquée par la demande soutenue émanant de l'industrie. Pour l'essentiel, toutefois, l'analogie dans l'évolution des salaires et des prix n'a pas résulté d'une similitude dans les



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

situations fondamentales des économies nationales, ni du simple jeu du mécanisme de l'offre et de la demande. A l'influence de facteurs propres à chaque pays s'est mêlé, sous diverses formes, un phénomène de diffusion, à l'échelle internationale, des augmentations des salaires et des prix.

On peut dire, d'une façon très générale, que l'excès de la demande a été le principal moteur de l'inflation dans la moitié environ des pays considérés, notamment le Japon, l'Allemagne, la Suède et les Pays-Bas. Les Etats-Unis entrent aussi dans cette catégorie, bien que la demande ait enregistré un recul vers la fin de l'année dernière; la poursuite de la montée des salaires et des prix reflète le décalage habituel après une période caractérisée par une demande excessive et la tendance quasi inévitable du vaste mouvement de revendications de salaires à continuer sur sa lancée, en dépit de l'évolution de la situation sur le marché du travail. En Suisse également, la demande a exercé une pression intense sur les ressources et, bien que les indices prouvant l'existence de tensions inflationnistes aient été moins marqués, les salaires ont probablement progressé, dans les divers secteurs de l'économie, à un rythme plus rapide que l'indice général ne le donne à penser.

Dans les autres pays, l'élément dominant a été récemment la poussée des salaires, sans que le problème se soit trouvé compliqué, le plus souvent, par l'existence d'une demande excessive. Toutefois, des salaires nominaux plus élevés stimulent à leur tour la demande, laquelle se porte notamment sur toutes les marchandises étrangères dont les prix ont moins monté que ceux des produits nationaux concurrents. La progression considérable qu'a fait récemment apparaître le taux de croissance des salaires en Italie et au Royaume-Uni témoigne sans conteste de la force du mouvement revendicatif, sans autre facteur en jeu. La France se trouvait en présence des séquelles de la course salaires-prix, dont le point de départ avait été marqué par les importants accords de salaires conclus en 1968; la hausse du coût de la vie qui en est résultée a préparé le terrain à de nouvelles revendications salariales. Comme d'habitude également, la dévaluation, outre les effets directs qu'elle avait sur les prix à l'importation, contribuait à provoquer une certaine mentalité inflationniste. Inversement, si la réévaluation a exercé, en Allemagne, une action anti-inflationniste, la hausse des prix exprimés en devises étrangères des marchandises en provenance de ce pays a été sensible pour les nations voisines dont une fraction importante des échanges commerciaux s'effectue avec la République fédérale.

D'autres facteurs contribuent à rendre l'inflation contagieuse. Avec des économies étroitement intégrées, comme celles d'Europe continentale, la domination qu'exercent sur les prix les principales entreprises du marché joue un rôle particulièrement marquant dans la propagation des hausses à la fois d'une branche

d'activité à l'autre et d'un pays à l'autre. En outre, dans maints pays, le comportement des travailleurs a été influencé par les augmentations de salaires, et même par le niveau des salaires constaté dans les régions voisines; cette influence a été particulièrement manifeste l'an dernier au Canada et en Belgique.

Il est donc plus facile d'observer que le climat international a été sujet à l'inflation que d'en fournir une explication simple. Assurément, le fait de n'avoir pas réussi à contenir les excès de la demande dès leurs premières manifestations a fréquemment joué un rôle considérable, car la pression persistante exercée sur le marché du travail conduisait à déclencher de larges vagues de revendications salariales. Un autre facteur, celui de l'alignement général des positions, dans l'ensemble des négociations de salaires, sur les résultats obtenus dans quelques secteurs-clés a également joué, provoquant ainsi l'extension, de proche en proche, à l'ensemble des travailleurs, des avantages acquis par certains, selon un processus de caractère plus social qu'économique. Ensuite, une fois le coût de la vie augmenté, chacun des partenaires sociaux estime plus ou moins normal que les hausses de prix soient compensées, et même au-delà, par de nouveaux relèvements de salaires. Même l'amplitude du supplément ainsi obtenu ne semble pas être véritablement affectée par les conditions de l'offre et de la demande sur le marché du travail.

Taux d'intérêt.

Dans le climat inflationniste qui a régné l'an passé, et du fait des restrictions monétaires appliquées dans nombre de pays pour le combattre, il n'est pas surprenant que les taux d'intérêt mondiaux se soient orientés à la hausse. L'ampleur de ce mouvement et les niveaux atteints sur de nombreux marchés sont cependant sans précédent dans l'histoire monétaire moderne. Plusieurs pays ont été soumis, il est vrai, à l'influence de facteurs de caractère particulier, mais les liens internationaux, au travers desquels l'escalade des taux s'est propagée, ont été encore plus directs que ceux qui ont affecté les relations des salaires et des prix.

Presque tout au long de l'année 1968, les taux d'intérêt étaient demeurés à des niveaux généralement stables et n'ayant rien d'anormal compte tenu des conditions économiques prévalant à ce moment-là. Les taux anglais faisaient toutefois exception à la règle, la Banque d'Angleterre ayant dû porter le taux d'escompte à 8% pour soutenir la dévaluation de la livre. En outre, les taux pratiqués sur la place de Paris avaient également été fortement relevés, après les événements de mai-juin, en vue de freiner l'exode de capitaux. Le retour à une politique de restriction monétaire aux Etats-Unis, à la fin de 1968, a donné le signal

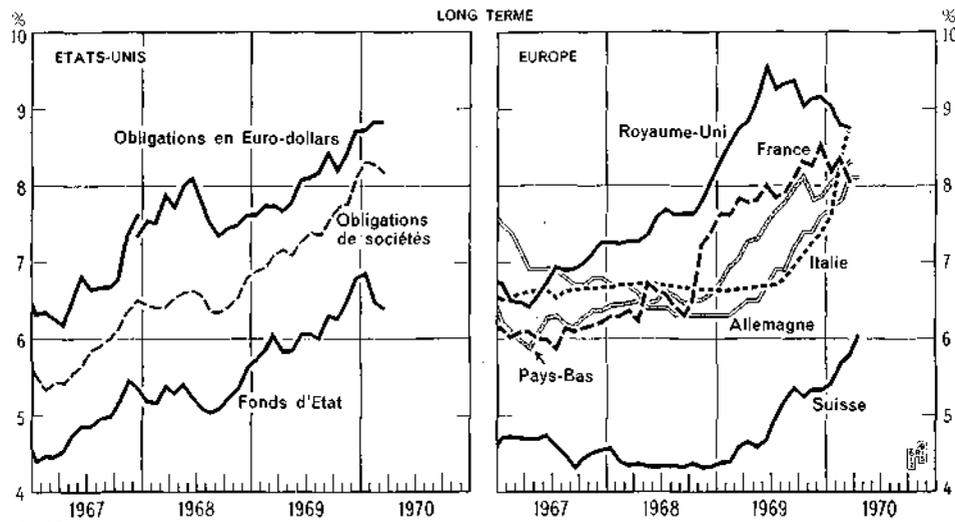
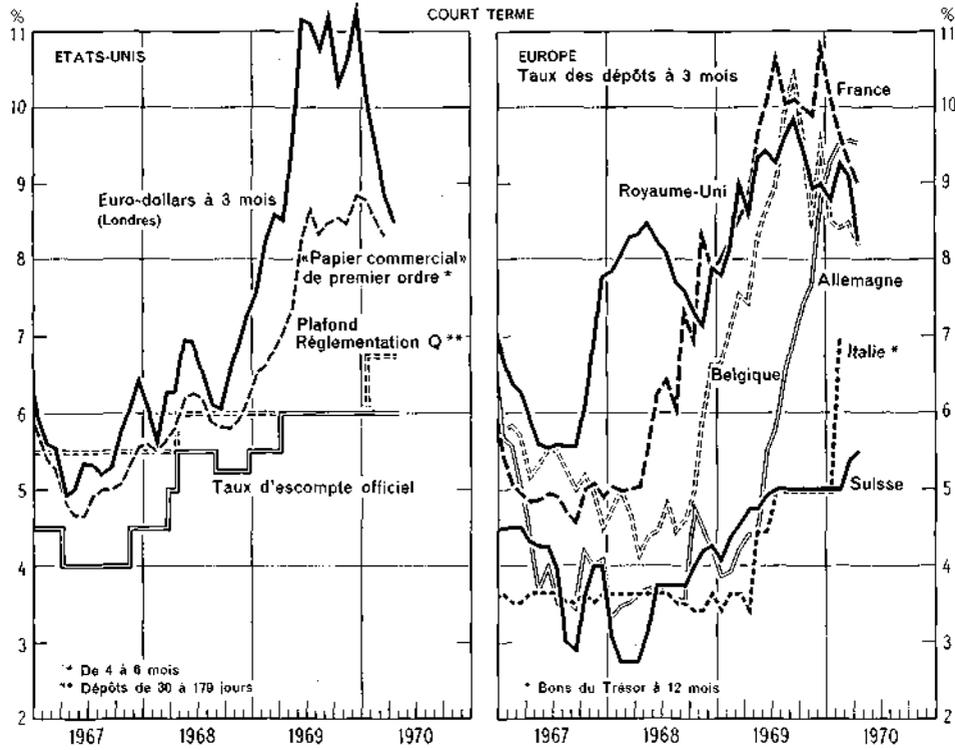
d'une montée en flèche des taux d'intérêt. De décembre 1968 au printemps de 1970, les taux officiels d'escompte des pays membres de l'O.C.D.E. ont subi trente-neuf ajustements en hausse, dont près de la moitié portent sur un point ou plus. Ces relèvements ont été dictés, dans certains cas, par la situation économique interne et, dans d'autres, par la nécessité d'harmoniser les taux du marché intérieur avec ceux pratiqués à l'étranger; ils sont généralement intervenus par vagues successives, ce qui atteste de leur étroite interdépendance. Comme il ressort du graphique ci-après, le loyer de l'argent aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, ainsi que sur le marché de l'Euro-dollar et sur différentes places d'Europe continentale, s'est fortement inscrit en hausse en suivant des courbes sensiblement parallèles. Pour des raisons d'ordre externe (en Allemagne fédérale) ou interne (en Italie), ce n'est que vers la fin de 1969 que les taux ont suivi la tendance générale. Seuls, le Japon et la Suisse, où la conjoncture justifiait un encouragement aux exportations de capitaux, ont connu une progression relativement modérée des taux d'intérêt.

La structure des taux à long terme a évolué de façon similaire, à une exception près: le renchérissement des taux à Londres a été plus hâtif que sur d'autres places, à la fin de 1968 et au début de 1969, par suite des efforts redoublés des autorités britanniques pour rétablir l'équilibre des comptes extérieurs.

Abstraction faite des conditions particulières qui ont régné dans certains pays, les principaux facteurs à l'origine de la flambée des taux et des niveaux exceptionnellement élevés qu'ils ont atteints ont leur source aux Etats-Unis. Cette situation s'explique, en grande partie, par les effets cumulatifs de l'inflation prolongée qu'a connue l'économie américaine et par la façon dont les restrictions monétaires ont été appliquées dans ce pays. Devant la recrudescence des demandes de prêt formulées par les chefs d'entreprises industrielles et commerciales, convaincus que l'inflation allait se poursuivre et désireux de ce fait de se prémunir contre un resserrement de la liquidité, les autorités monétaires se sont employées à limiter l'octroi de nouveaux concours bancaires en s'opposant au relèvement des plafonds fixés par la Réglementation Q. Les banques ont donc cherché tous les moyens possibles pour compenser leurs pertes de dépôts à terme et respecter leurs engagements envers leur clientèle industrielle, ce qui a eu pour effet de renchérir le loyer de l'argent sur le marché intérieur.

En fait, la Réglementation Q présentait la particularité de ne pas s'appliquer aux ressources obtenues par les banques américaines auprès de leurs filiales à l'étranger. Aussi, l'aspect «tranchant» du plafonnement imposé par cette Réglementation a-t-il exercé des répercussions profondes sur les taux de l'Euro-marché, les banques ayant multiplié leurs appels à l'emprunt sur ce marché pour couvrir leurs besoins marginaux de ressources. Les taux des Euro-dollars à trois mois

Taux d'intérêt à court et à long terme.



ont ainsi franchi, en juin, la cote de 12%, n'accusant ensuite aucun recul sensible durant le reste de l'année. Ces taux élevés ont attiré un volume considérable de fonds émanant de toutes les parties du monde, Etats-Unis compris. La hausse s'est répercutée sur les autres marchés et les banques centrales étrangères ont fréquemment été amenées à faire en sorte que les taux intérieurs suivent suffisamment le mouvement. En outre, le renchérissement des taux à long terme aux Etats-Unis s'étendait, par le biais du marché des Euro-obligations, aux marchés financiers des autres pays, soit du fait de nouvelles émissions, soit par le jeu des arbitrages effectués sur les marchés dits «secondaires».

Par ailleurs, l'Allemagne fédérale et l'Italie mises à part, la plupart des pays d'Europe occidentale ont eu tendance à s'appuyer sur une politique de restrictions quantitatives pour régler l'expansion du crédit bancaire. Au début de 1969, l'encadrement du crédit était déjà en place au Royaume-Uni, en France et aux Pays-Bas et, dans le courant de l'année, la plupart des autres pays ont eu, officiellement ou non, recours à ce moyen d'action. Bien que ne devant pas constituer, en principe, une mesure de caractère permanent, le plafonnement des encours bancaires a toutefois été utilisé comme un expédient de courte durée, afin de réussir rapidement à empêcher une expansion excessive du crédit. Une telle technique permet, en outre, d'atténuer les pressions à la hausse des taux et l'attrait exercé sur les capitaux étrangers. En général, une intervention plus directe sur les taux d'intérêt a été utilisée par les autorités lorsqu'elles ont été guidées par des considérations d'ordre externe.

Bien que des mesures de contrôle du crédit aient été étendues, l'an dernier, à l'ensemble de l'Europe occidentale, leur objet n'était pas, en général, de mettre en œuvre une politique résolument restrictive. Les seuls pays dans lesquels l'accent était mis de toute évidence sur un resserrement prononcé étaient le Royaume-Uni, la France et la Suède. Dans les autres, le volume des encours bancaires a progressé de 10 à 15% environ. De plus, si l'on considère que 1969 n'était que la première année au cours de laquelle l'expansion de l'activité dans la plupart des pays d'Europe commençait à atteindre la limite des ressources disponibles, la progression rapide des taux d'intérêt vers des niveaux exceptionnellement élevés revêtait un caractère quelque peu insolite. En d'autres termes, le mouvement de hausse des taux constituait, pour une bonne part, une mesure de défense contre des influences externes.

La hausse appelle la baisse, peut-on dire, sauf en matière de prix, de salaires et de population. Tout porte à croire que la décélération des taux d'intérêt sera beaucoup plus lente que leur progression vertigineuse.

Etats-Unis.

Les efforts déployés par les autorités américaines au cours de l'année écoulée pour freiner l'inflation ont abouti à un relâchement sensible de la pression de la demande et à un léger fléchissement de la production. Une tendance au ralentissement s'est manifestée au cours du troisième trimestre de 1969 dans l'industrie et, au premier trimestre de 1970, le produit national brut s'est contracté, en termes réels, de 0,8 % par rapport au niveau atteint pendant le semestre précédent. Sur le marché du travail, la situation s'est nettement détendue, le taux de chômage étant passé d'environ 3 ½ % à près de 5 % de la population active. Les salaires et les prix ont cependant poursuivi leur ascension.

Au moment où la nouvelle Administration est entrée en fonction au début de 1969, une politique restrictive avait déjà été mise en œuvre. Toutefois, l'économie se trouvait toujours en état de surchauffe avec, comme corollaire, le suremploi, une tendance à l'accélération de la course salaires-prix et la persistance d'une mentalité inflationniste dans tous les secteurs de l'économie, tant au niveau des prévisions que de celui des décisions. Dans ces conditions, l'Administration a souligné le caractère prioritaire qu'elle entendait donner au rétablissement de la stabilité monétaire.

Sur le plan financier, une révision des dispositions budgétaires a permis de proposer une réduction de \$4 milliards des dépenses publiques. En outre, il a été demandé au Congrès de supprimer, à partir d'avril, le crédit d'impôt dont bénéficiaient les entreprises, à concurrence de 7 % de leurs investissements, et de proroger au deuxième semestre de l'exercice financier, à un taux réduit à 5 %, la surtaxe temporaire sur le revenu des particuliers et les bénéfices des entreprises. Le train de mesures fiscales a finalement été voté en décembre.

C'est au cours du premier semestre de 1969 que le budget a recommencé à faire apparaître un excédent. Grâce à l'augmentation des recettes fiscales et au ralentissement des dépenses du gouvernement fédéral, succédant à un accroissement en flèche durant les trois années précédentes, le surplus, calculé sur la base des données de la comptabilité nationale, a atteint un rythme annuel de \$11,8 milliards contre un déficit de \$9 milliards et de \$1,5 milliard respectivement au cours du premier et du deuxième semestre de 1968. Il s'est réduit par la suite, en raison notamment de la progression de certaines charges, telles que le service de la dette publique et les prestations de la sécurité sociale. Mais, même ainsi, les dépenses du gouvernement fédéral ont progressé moins vite, en 1969, que le produit national brut aux prix du marché, et les achats de biens et de services ont marqué, en termes réels, une baisse notable par suite de la réduction des dépenses militaires.

Sur le plan monétaire, les banques ont été soumises, jusqu'au milieu de 1969, à une contraction prononcée de leurs liquidités. Par leurs interventions sur le marché libre, les autorités se sont employées à éviter un élargissement de la base de crédit; puis, en avril, elles ont relevé le pourcentage des réserves minima obligatoires et porté le taux d'escompte de $5\frac{1}{2}$ à 6%. Assaillies de nombreuses demandes de prêt, les banques ont été amenées, en juin, à porter leur «prime rate» (taux débiteur de base) à $8\frac{1}{2}$ %, procédant ainsi à la troisième majoration de ce taux depuis décembre.

Il n'entraînait cependant pas dans les intentions des autorités de provoquer un resserrement du crédit aussi rigoureux qu'en 1966, et il était beaucoup question du «gradualisme» comme moyen de rétablir progressivement l'équilibre économique. Il se peut d'ailleurs que l'ajustement de l'économie se soit révélé d'un caractère plus «graduel» que prévu et que son incidence sur la poussée des prix et des salaires s'en soit trouvée atténuée. L'objectif poursuivi était double; il s'agissait d'une part de restreindre le volume des prêts accordés par les grandes banques aux entreprises afin de modérer le rythme excessif de leurs investissements mais, d'autre part, d'atténuer les pressions restrictives qui risquaient de frapper les sociétés d'épargne et les crédits affectés à la construction de logements. Les autorités de tutelle maintenaient impitoyablement à $6\frac{1}{4}$ % le plafond fixé par la Réglementation Q pour les certificats de dépôt d'un montant nominal élevé, alors que les autres taux du marché monétaire dépassaient le niveau de 8% et que les taux sur le marché de l'Euro-dollar franchissaient allégrement le cap des 10%. L'efficacité de cette stratégie déployée pour freiner l'expansion du crédit n'a toutefois pas été en rapport avec la pression qui en a résulté sur les taux.

Alors qu'elles subissaient une contraction sévère de leurs ressources sous forme de dépôts à terme, les banques continuaient d'être accablées de demandes de prêt. En effet, les entreprises ne voulaient pas s'exposer à une pénurie de liquidités et leurs besoins en fonds de roulement allaient en se développant; d'autre part, la persistance de l'inflation et l'improbabilité d'une récession prolongée constituaient autant d'arguments à l'encontre de changements importants aux programmes d'investissement à long terme. En outre, l'appel à des capitaux empruntés n'atteignait pas finalement un coût très élevé pour l'industrie, après règlement des impôts. Les banques qui avaient contracté des engagements fermes d'octroi de prêts aux entreprises ont donc été amenées à trouver divers expédients pour satisfaire la demande: mobilisation d'une partie importante de leur portefeuille de titres d'Etat, recours massif à l'emprunt sur le marché de l'Euro-dollar, en particulier pendant les six premiers mois de l'année, développement considérable des émissions de «papier commercial» par les filiales des banques, notamment au

second semestre. Vers le milieu de 1969, les autorités américaines ont adopté des mesures destinées à accroître le coût des emprunts en Euro-dollars; elles ont ensuite envisagé de freiner la progression du volume de « papier commercial » mais y ont toutefois renoncé, en raison probablement des signes de détente qui se manifestaient dans l'économie. Enfin en janvier 1970, les plafonds des taux d'intérêt créditeurs, fixés par la Réglementation Q, ont été relevés. Entre-temps, l'impact exercé tant par le resserrement monétaire que par la hausse des taux du marché sur les institutions d'épargne a été atténué par des opérations de soutien de grande envergure des organismes fédéraux en faveur du marché hypothécaire.

Tout compte fait, le volume global des nouveaux crédits obtenus par l'économie en 1969 n'a que légèrement régressé (\$86 milliards en 1969, contre \$97 milliards l'année précédente) et ce fléchissement peut être expliqué, et au-delà, par le revirement de la situation budgétaire qui, de déficitaire, est devenue excédentaire. Entre la date d'application — vers le milieu de 1968 — des correctifs budgétaires, et la fin du premier semestre de 1969, l'expansion de l'activité ne s'est guère ralentie et l'inflation des prix et des salaires a pu suivre librement son cours pendant près de douze mois. Il est certain que des considérations sociales ont motivé en partie le jugement des autorités sur le degré d'intensité qu'il convenait d'imprimer aux mesures restrictives. Cependant, la crainte d'aboutir à un ajustement exagéré de l'économie à la suite de l'alourdissement de la fiscalité en 1968, et le penchant pour le « gradualisme », ont certainement émoussé le caractère prioritaire à donner à la stabilité monétaire parmi les objectifs de la politique économique générale.

Comme il a déjà été signalé, l'expansion économique s'est toutefois incontestablement ralentie pendant le deuxième semestre de 1969. A côté de la contraction des achats du gouvernement fédéral, il y a lieu de noter un recul d'activité dans le secteur de la construction de logements, à partir du premier trimestre de 1969, et un accroissement de 1% seulement, entre le deuxième et le quatrième trimestre, des dépenses des Etats et des collectivités locales. Les emprunts hypothécaires et les émissions d'obligations par les autorités publiques autres que le gouvernement fédéral ont été différés en raison de la progression des taux d'intérêt vers des niveaux dépassant les plafonds réglementaires dont certaines de ces émissions sont assorties. En automne, les dépenses de consommation des particuliers ont cessé de s'accroître et le pourcentage de l'épargne par rapport aux revenus disponibles s'inscrivait en hausse. Au début de 1970, les ventes de voitures neuves ont été inférieures de plus de 20% au niveau de l'année précédente, et le recul accentué des cours des actions cotées en bourse est venu ajouter une note sombre au tableau. Seuls, les investissements en capitaux fixes de l'industrie privée ont fait preuve de résistance, malgré les difficultés rencontrées par les entreprises et,

dans certains cas, l'amenuisement de leurs marges bénéficiaires. Au cours du premier trimestre de 1970, les dépenses d'équipement, à prix constants, donnaient elles-mêmes des signes de ralentissement et l'activité économique dans son ensemble était au bord de la récession. Les autorités devaient évidemment tenir compte de cette situation dans la mise au point de la politique économique future, tout comme elles ne pouvaient ignorer la persistance tenace de l'inflation des prix et des salaires.

Dans le projet de loi de finances pour l'exercice 1970-71, l'Administration s'est efforcée de maintenir une situation excédentaire de l'ensemble des comptes fédéraux, en dépit de la majoration de 15%, au 1er janvier 1970, des pensions de la sécurité sociale et de l'abolition, annoncée pour le 1er juillet, du reliquat de la taxe complémentaire de 5% sur les revenus. Le projet prévoit, en outre, la reconduction des droits d'accise sur les automobiles et le téléphone jusqu'à la fin de 1971, et la limitation à 1,5% de l'accroissement nominal des dépenses publiques, ce qui implique une nouvelle réduction, en termes réels, des programmes militaire et spatial.

Compte tenu de cette orientation de la politique financière et de l'atténuation de la pression de la demande, les autorités ont légèrement assoupli les mesures de restriction du crédit bancaire. A partir de la fin de l'année, les taux d'intérêt à court terme se sont légèrement détendus à la suite de l'entrée en jeu de facteurs saisonniers; en février 1970, le Federal Reserve System a quelque peu encouragé ce mouvement. Comme les taux du marché se sont inscrits en recul sensible, les banques ont abaissé le « prime rate » de 8½ à 8% à la fin du mois de mars.

Au printemps, il était généralement estimé que la pause du mouvement d'expansion serait de courte durée et que la production augmenterait pendant le second semestre. Non seulement la politique budgétaire et monétaire a revêtu une plus grande souplesse, mais les prévisions d'investissement des entreprises montraient que la demande de biens d'équipement devrait continuer d'augmenter. De surcroît, des conventions collectives, en nombre plus élevé qu'en 1969, doivent arriver à échéance cette année et un faisceau d'assez fortes majorations de salaires peut déjà être observé. Il est espéré toutefois que la demande globale ne s'emballera pas de nouveau et que le calme se maintiendra sur le marché du travail; il est donc escompté que, dans de telles conditions, la hausse des prix devrait se ralentir (en fait, certaines indications sur l'évolution des prix industriels laissent prévoir un tel ralentissement), mais qu'elle devrait encore demeurer aux alentours de 3,5% vers la fin de l'année.

Abstraction faite des aléas inhérents à toute prévision, l'évolution de la situation dans le sens indiqué dépend du caractère plus ou moins réaliste de l'excédent budgétaire prévu; le projet, que certains considèrent comme étant quelque

peu optimiste, n'a pas encore été approuvé par le Congrès. De nouvelles incertitudes se sont manifestées après le déclenchement soudain de la grève des employés des postes, au cours de la seconde quinzaine de mars, puisque celle-ci a été suivie d'un relèvement général de 6% des barèmes des salaires fédéraux qui avaient déjà été majorés une fois depuis le début de l'exercice financier. En mai, il a été officiellement établi que le budget fédéral se solderait par un déficit global. Dans ces conditions, on ne voit pas clairement comment il sera possible de maîtriser l'inflation.

En ce qui concerne la balance des paiements, l'excédent des échanges commerciaux, fort réduit pendant les deux années précédentes, s'est accru au premier trimestre de 1970. La balance générale fait toutefois apparaître un déficit considérable, tant sur la base des liquidités que sur celle des règlements officiels, et tout laisse prévoir que ce déficit persistera jusqu'à la fin de l'année.

Royaume-Uni.

Au Royaume-Uni, le fait marquant de l'année écoulée a été, dans le domaine économique, le retournement de la position de la livre sterling. Après la dévaluation de novembre 1967, le volume des importations avait fortement augmenté et la balance des paiements enregistrait peu d'amélioration, malgré une progression notable des exportations. Le second semestre de 1968 a été plus favorable que le premier: les importations ont cessé de s'accroître et le troisième trimestre a été, de plus, marqué par une entrée nette de capitaux à long terme, à la suite de plusieurs importantes opérations de prise de contrôle d'entreprises britanniques par des sociétés américaines. La situation fondamentale ne paraissant pas encore satisfaisante, le caractère restrictif de la politique financière a été fortement accentué en novembre 1968 et en avril 1969 par la majoration de divers impôts, l'aggravation des conditions de vente à crédit et l'abaissement du plafond des avances des banques. En outre, afin de resserrer la liquidité interne, les autorités ont instauré un système de dépôt préalable à l'importation. L'envolée des taux sur le marché de l'Euro-dollar les a également contraintes à adopter une attitude défensive. En février 1969, la Banque d'Angleterre a porté son taux d'escompte de 7 à 8% et réduit son soutien au marché des Fonds d'Etat; en conséquence, le rendement des valeurs à long terme est passé d'environ 7,6% en septembre 1968 à 9,5% en juin 1969.

En juin, le F.M.I. a approuvé un arrangement portant ouverture, au profit du Royaume-Uni, d'un nouveau crédit stand-by d'un montant de \$1 milliard pour une période de douze mois. Dans une « lettre d'intention » adressée au Fonds,

le gouvernement britannique précisait comme objectif la réalisation d'un excédent minimum de £300 millions de la balance de base des paiements, au cours de l'exercice financier s'achevant en mars 1970, grâce à un excédent budgétaire d'au moins £850 millions et au plafonnement à £400 millions de l'expansion du crédit à l'économie interne. Le but à atteindre en matière de paiements extérieurs représentait, pour la période avril 1969—mars 1970, une amélioration de £500 millions à £550 millions par rapport aux douze mois précédents. En fait, la balance des paiements avait déjà cessé d'être déficitaire quand la lettre d'intention a été écrite et, au cours des douze mois auxquels cette lettre se référerait, le solde positif a été environ deux fois plus important que le montant prévu. Depuis le milieu de 1969, l'excédent des opérations courantes a dépassé le rythme annuel de £500 millions; l'amélioration notée par rapport à la période correspondante de l'année précédente a été surtout obtenue grâce à la balance commerciale. La balance des mouvements de capitaux à long terme s'est également soldée par des entrées nettes qui ont atteint près de £100 millions au second semestre de 1969. Les sorties massives de capitaux qui avaient eu lieu précédemment à destination de l'Australie ont cessé, les étrangers ont accru leurs achats de valeurs mobilières britanniques, et le Royaume-Uni a émis plusieurs emprunts publics sur les marchés financiers étrangers.

La politique suivie a donc commencé de donner des résultats très satisfaisants dix-huit mois environ après la dévaluation. Il est intéressant de chercher à savoir comment ces résultats ont été obtenus, et pourquoi ils ont tant tardé à se manifester.

La bonne tenue des exportations a été due pour beaucoup à la croissance exceptionnellement rapide des échanges commerciaux internationaux, la valeur des exportations mondiales de produits manufacturés ayant, en 1969, dépassé de 16% le chiffre de 1968. Si la dévaluation n'était pas venue améliorer sa capacité de concurrence, l'industrie britannique aurait été, il est vrai, bien moins à même de tirer profit de l'environnement favorable. La preuve en est que, pour la première fois depuis de nombreuses années, la part du Royaume-Uni dans les exportations mondiales de produits manufacturés n'a pratiquement pas diminué en 1969, alors qu'auparavant, elle s'amenuisait d'autant plus vite que l'expansion du commerce mondial était plus rapide. Si la dévaluation a donc eu un effet déterminant, il était, semble-t-il, inévitable aussi qu'un certain délai s'écoulât avant que ses effets puissent se faire sentir pleinement sur le comportement des ventes à l'étranger.

L'autre raison, aussi importante, est qu'après la dévaluation les autorités avaient laissé la demande interne se développer notablement pendant quelques

mois; à partir du moment où des mesures restrictives plus énergiques ont été prises, leur effet s'est fait sentir progressivement. Le budget a été le principal moyen d'action, sous forme d'une aggravation de la fiscalité et d'un arrêt de la progression des dépenses du secteur public. L'exercice budgétaire 1969-70 a laissé un surplus de £1.130 millions pouvant servir à réduire l'endettement, et l'excédent global des opérations financières du secteur public a atteint environ £600 millions, alors qu'en 1968-69, il avait été nécessaire de recourir à l'emprunt à concurrence de £450 millions. En outre, le plafonnement des encours bancaires a été fort efficace, et le total des crédits à l'économie interne, loin de s'accroître comme prévu de £400 millions, s'est quelque peu contracté. Bien que la tension soit devenue très forte sur le marché financier, les autorités ont pu placer d'importantes quantités de valeurs d'Etat auprès d'acheteurs privés n'appartenant pas au secteur bancaire. Dans la seconde partie de l'année 1969, en revanche, le montant net des nouvelles émissions de sociétés est tombé à un peu plus d'un quart du chiffre du premier semestre.

L'impact de ces mesures a été largement ressenti. Une comparaison entre le second semestre de 1969 et la période correspondante de 1968 permet de constater un fléchissement sensible dans la construction de logements, et une progression de 3,5% seulement des investissements des entreprises privées (contre 18% en 1968). Le processus de reconstitution des stocks a également marqué le pas, et la consommation des ménages n'a de nouveau enregistré, en termes réels, qu'une très faible augmentation. Au total, du second semestre de 1968 aux six derniers mois de 1969, la demande interne n'a pas augmenté en valeur réelle, alors qu'en 1967-68, elle s'était accrue de 2,25%. De larges possibilités se sont donc trouvées offertes pour une réorientation des ressources tendant au rétablissement de l'équilibre extérieur. Malgré l'expansion des exportations, la production industrielle, après avoir augmenté de mois en mois en 1968, n'a depuis lors marqué aucun progrès notable. Le rythme de hausse des prix, bien que s'étant quelque peu ralenti, a encore atteint 5% environ.

Le retour de la confiance en la livre, qui a déterminé un reflux massif de capitaux vers Londres et permis une amélioration considérable de la situation des réserves, est exposé dans une autre partie du présent Rapport.

Dans cette atmosphère idyllique de stabilisation, le problème des salaires est malheureusement apparu. Il était clair, pour les autorités, que l'amélioration apportée par la dévaluation à la capacité de concurrence britannique ne devait pas être réduite à néant par une hausse excessive des charges salariales; aussi ont-elles mis l'accent, avec une particulière fermeté, sur la politique des revenus. Au cours

de la première année qui a suivi la dévaluation, les salaires avaient augmenté de 6% tandis que, de novembre 1968 à novembre 1969, leur progression s'est établie à 5%. Simultanément, les autorités se sont courageusement efforcées de doter la politique des revenus d'un statut légal et d'entamer la modernisation de la législation fondamentale du travail. A mesure que l'année s'avancait, l'opposition des syndicats contraignait toutefois le gouvernement à faire machine arrière en ce qui concerne ces deux derniers objectifs et, en décembre, il devint évident que la période de modération des salaires était révolue. Ce mois a été marqué par la conclusion de plusieurs conventions collectives allant bien au-delà des conditions prévues dans les directives officielles, et le premier trimestre de 1970 a donné le signal d'une nouvelle série d'augmentations excessives, ponctuées de fréquents conflits sociaux. Le taux des relèvements consentis correspond à une hausse annuelle des salaires d'au moins 10%. Ces résultats sont uniquement dus à la puissance de négociation des organisations ouvrières; en effet, comme le chômage se maintenait à un niveau égal à 2,5% de la population active et que le nombre des offres d'emplois déclinait quelque peu, le marché du travail n'était pas soumis à de fortes pressions.

Le gouvernement, prévoyant les inévitables répercussions des augmentations de salaires sur la demande, et estimant qu'il fallait sauvegarder autant que possible l'amélioration de la balance des paiements, a adopté une attitude prudente qui s'est reflétée, à la mi-avril, dans la présentation d'un projet de budget ne laissant entrevoir qu'une légère atténuation de la rigueur fiscale et monétaire. Des réductions de l'impôt sur le revenu, qui entraîneront une perte de recettes d'environ £200 millions en année pleine, sont envisagées, mais l'excédent budgétaire devrait rester important. Le Chancelier a également déclaré que l'expansion du crédit intérieur serait limitée à £900 millions pour le nouvel exercice financier. Le taux des dépôts à l'importation, déjà réduit en décembre, a été ramené de 40 à 30%. La Banque d'Angleterre a abaissé son taux d'escompte à deux reprises, en mars et en avril, mais cette mesure reflète plutôt la détente générale des taux d'intérêt dans le monde. Pour rappeler qu'elle maintenait l'orientation générale restrictive de sa politique, elle a invité les «clearing banks» et les banques écossaises à accroître le volume de leurs dépôts spéciaux en portant les taux de ces derniers de 2 à 2½% et de 1 à 1¼% respectivement. Compte tenu des changements apportés à la conduite de leur politique économique, les autorités ont tablé sur une progression probable de 4% de l'ensemble des dépenses finales, en termes réels, pour le nouvel exercice et, comme elles s'attendent à un certain développement des importations, elles ont établi le budget à partir d'une prévision de croissance de 3,5% du produit national brut, sans toutefois préciser quel était, à prix courants, le taux prévu d'expansion globale.

France.

Au début de 1969, les autorités françaises avaient à résoudre deux problèmes essentiels: freiner la course salaires-prix et ramener le déficit des paiements à un niveau supportable.

En dépit du changement complet d'orientation qui était en train de s'opérer, les répercussions de la politique trop fortement expansionniste de 1968, conjuguées avec une progression accentuée des salaires et autres revenus, avaient, vers le milieu de 1969, provoqué une recrudescence de la demande. Les dépenses des ménages comme les investissements en capitaux fixes avaient marqué un accroissement prononcé, et même les exportations s'étaient fortement orientées à la hausse. Les prix de gros s'étaient stabilisés après le renchérissement spectaculaire de l'année précédente. La progression des prix à la consommation s'était néanmoins poursuivie à un rythme annuel de plus de 6%, provoquée en partie par le relèvement des taux de la T.V.A., et ce mouvement contribuait aux revendications salariales.

Dans de telles conditions, des efforts furent entrepris par les autorités pour accentuer la tournure restrictive de leur politique économique. Vers la fin du printemps et au cours de l'été, la réglementation des ventes à tempérament et les conditions d'octroi de prêts à la construction furent rendues plus sévères, tandis que les mesures d'encadrement du crédit bancaire étaient reconduites et renforcées par la limitation quantitative de la progression des nouveaux encours de crédit à moyen terme réescomptable, en particulier pour les prêts destinés à l'équipement et à la construction. En outre, pour des raisons d'ordre à la fois interne et externe, les taux du marché monétaire étaient étroitement maintenus en ligne avec ceux des marchés des Euro-monnaies. En juillet, le gouvernement décida de «geler» les trois quarts des autorisations de programmes inscrits au budget au titre du reste de l'année 1969. En dépit de ces mesures, qui freinaient quelque peu le rythme d'expansion de l'activité, le climat inflationniste n'était pas sensiblement altéré.

Au regard des finances extérieures, la balance des paiements se soldait par un déficit considérable. La balance commerciale enregistrait une détérioration provoquée par le gonflement de la demande interne, mais également par un fléchissement de la capacité de concurrence. A noter, toutefois, qu'une partie importante du déficit des opérations courantes, calculé sur la base des règlements, était imputable à l'action défavorable des phénomènes de décalage dans les paiements. En dépit de l'application du contrôle des changes et de la réglementation restrictive affectant la position en devises des banques, certaines ressources nationales, en quête de refuge, se sont détournées des circuits de l'épargne, pour donner lieu

Origine et utilisation des ressources.

Pays	Années	Origine des demandes					Ressources		
		Consommation		Formation intérieure brute de capital fixe			Exportations de biens et de services	Importations de biens et de services	Produit national brut
		des particuliers	des administrations publiques	Total	Installations et équipements	Logement			
variations de volume, en pourcentage									
Allemagne fédérale	1967	0,6	3,3	- 8,4	- 9,1	- 6,0	8,5	- 1,3	- 0,3
	1968	4,0	- 0,9	8,0	9,9	1,3	13,4	14,7	7,2
	1969	7,7	4,1	12,8	17,0	- 2,5	11,9	16,2	8,0
Autriche	1967	3,2	4,5	- 0,1	- 0,2	1,3	5,8	1,2	3,1
	1968	3,6	3,9	- 1,2	- 1,4	- 0,4	10,1	8,3	4,1
	1969	2,8	3,4	4,8	.	.	16,4	8,9	6,4
Belgique	1967	2,7	5,9	1,1	2,4	- 3,4	6,7	3,5	3,4
	1968	4,9	6,7	- 1,3	- 1,1	- 2,4	11,3	12,9	3,8
	1969	5,1	4,9	9,5	9,3	10,0	16,0	15,5	6,0
Canada	1967	4,7	2,5	0,3	- 0,4	4,0	10,5	5,1	3,3
	1968	4,5	4,6	0,3	- 1,8	10,6	11,9	9,3	4,8
	1969	5,6	5,9	1,1	- 0,6	8,1	7,5	9,8	4,8
Danemark	1967	3,4	8,3	7,0	3,5	23,2	6,1	6,1	4,0
	1968	1,9	4,3	- 0,6	1,6	- 9,5	8,9	3,9	3,4
	1969	7,5	7,9	16,1	14,1	25,0	9,7	15,0	7,5
Etats-Unis	1967	2,9	12,3	- 1,0	- 0,1	- 4,6	4,7	6,6	2,5
	1968	5,2	6,6	5,0	2,9	14,4	8,3	16,1	4,9
	1969	3,0	1,3	4,5	5,1	2,1	5,3	7,4	2,8
Finlande	1967	2,1	5,5	- 3,3	- 3,5	1,0	5,9	- 1,4	2,7
	1968	0,2	5,2	- 3,4	- 4,1	- 2,8	11,9	- 2,4	2,4
	1969	7,4	4,4	13,0	13,2	12,0	16,0	21,3	6,0
France	1967	4,6	3,8	6,4	7,1	4,4	6,6	7,5	4,6
	1968	4,8	5,2	5,9	6,1	5,3	7,4	10,3	4,3
	1969	6,9	4,6	9,6	12,0	3,0	16,1	19,3	8,3
Italie	1967	7,1	4,3	11,8	12,8	9,5	6,7	13,1	6,8
	1968	4,7	4,1	7,7	5,9	11,9	15,4	7,5	6,0
	1969	5,7	3,1	8,2	3,7	17,6	14,1	20,7	5,0
Japon	1967	9,5	5,4	18,1	18,8	15,3	6,3	22,4	13,1
	1968	8,6	7,2	21,5	22,4	17,6	22,5	12,8	14,3
	1969	9,8	6,0	19,0	19,8	15,6	20,4	13,8	12,8
Norvège	1967	4,4	8,0	11,8	11,6	12,6	10,5	12,4	5,5
	1968	3,8	5,4	- 9,3	- 11,3	3,8	10,8	0,0	3,9
	1969	7,9	8,1	- 3,9	- 5,6	5,9	6,3	5,6	4,6
Pays-Bas	1967	5,1	4,1	7,8	6,0	15,2	6,8	6,2	6,1
	1968	5,7	1,8	12,7	13,7	8,9	12,1	12,8	6,9
	1969	3,5	4,3	0,6	2,2	- 4,5	16,0	14,0	5,2
Royaume-Uni . . .	1967	2,1	5,3	6,6	6,2	8,1	- 0,4	4,8	1,9
	1968	2,1	0,3	5,0	5,1	4,5	10,7	7,9	3,0
	1969	0,4	- 1,0	- 3,1	- 1,6	- 9,4	,9	2,7	1,5
Suède	1967	2,8	3,8	4,9	2,4	14,5	5,3	3,6	2,3
	1968	4,3	8,3	- 0,9	- 2,1	2,9	7,9	8,4	4,0
	1969	4,2	6,2	4,2	4,6	3,3	12,1	13,1	5,2
Suisse	1967	2,9	1,7	0,5	1,6	- 2,6	4,3	5,0	1,8
	1968	2,9	1,9	3,8	3,7	4,1	10,8	8,1	4,0
	1969	4,6	3,8	7,1	5,5	12,5	12,3	12,6	5,2

soit à des sorties de capitaux, soit à des achats d'or. Le déficit de la balance générale des paiements a ainsi atteint \$1.700 millions au premier semestre de 1969. Les billets de banque français s'échangeaient alors avec une décote notable sur les marchés étrangers, la confiance dans le franc étant faible et une

modification de la parité généralement considérée comme inévitable dans un avenir plus ou moins rapproché.

Jouant de la surprise la plus totale à un moment où la situation était relativement calme, le gouvernement a annoncé, avec effet au 11 août, une réduction de 11,1% de la parité-or du franc. Cette opération était destinée à remédier à la surévaluation de la monnaie, qui était déjà entrée dans les faits et continuait de s'amplifier en conséquence des hausses antérieures des salaires et des coûts.

La dévaluation a été appuyée par des mesures complémentaires destinées à restreindre la demande interne, et notamment par de nouvelles compressions des dépenses budgétaires, une accélération du recouvrement de l'impôt sur les sociétés et la suppression anticipée de l'avoir fiscal de 10% institué en 1968 en faveur des investissements. Sur le plan monétaire, la réglementation des ventes à tempérament a encore été renforcée; diverses mesures ont en outre été adoptées en vue de freiner l'expansion de la masse monétaire, d'accroître le coût du crédit et de maintenir le plafonnement des encours bancaires, tout en encourageant la formation de l'épargne. Enfin, pour des raisons essentiellement d'ordre externe, le taux officiel d'escompte de la Banque de France, qui avait atteint le niveau de 7% en juin, a été porté à 8% en octobre.

Dans la seconde partie de l'année, le resserrement du crédit a pris une tournure très sévère. L'exécution du budget a fait apparaître une amélioration sensible de la situation des finances publiques, ce qui a permis de ramener le découvert de 1969, de FF 11,5 milliards prévus initialement, à FF 3,4 milliards, tandis que, pour 1970, le gouvernement se proposait de rétablir l'équilibre budgétaire.

Sous l'influence de la politique suivie par les autorités, la pression de la demande s'est atténuée, et le ralentissement a été marqué, en particulier, par un arrêt du développement des dépenses des consommateurs. Les exportations se sont fortement orientées à la hausse et l'expansion de la production a continué; l'élargissement prononcé des capacités productives, consécutif à la vive progression des investissements, a toutefois atténué les tensions dans ce domaine. Le marché du travail est demeuré assez serré tout au long de 1969, mais une légère détente s'est manifestée au début de 1970.

Dans l'immédiat, aucun ralentissement de la progression des salaires ne s'est manifesté. Les taux horaires se sont accrus de 3% au premier trimestre de 1970, de sorte que, sur une période de douze mois, la hausse s'établit à environ 10%. Les prix à la consommation, encore sous l'influence de la modification de la parité du franc et de la hausse des prix dans les autres pays, ont poursuivi leur ascension à un rythme annuel de plus de 5%. Les prix des services sont toujours bloqués,

mais, dans la plupart des secteurs, le système de blocage général, appliqué pendant une période d'un mois après la dévaluation, a été remplacé par un régime de liberté surveillée obligeant les entreprises signataires à déposer leurs barèmes avant toute nouvelle tarification; grâce à ces dispositions, il a été possible de maintenir dans d'étroites limites et de retarder l'incidence sur les prix de l'aggravation des coûts intervenue précédemment.

Immédiatement après la dévaluation, les capitaux ont certes commencé à refluer, mais la réaction du marché ne donnait pas l'impression que l'opinion était convaincue d'une amélioration importante et durable des comptes extérieurs; en septembre, parce que de nouvelles incertitudes planaient au sujet de la parité du deutsche mark, un soutien massif au franc devint même encore nécessaire. Avec la réévaluation de la monnaie allemande en octobre, un retour véritable de la confiance dans la monnaie française s'est cette fois instauré. Au quatrième trimestre de 1969, la balance des paiements est redevenue excédentaire, en raison principalement du dénouement des opérations de décalage dans les paiements. Dans les premiers mois de 1970, il s'est produit une nouvelle accélération des rentrées de capitaux, et la situation nette des réserves officielles s'est considérablement renforcée. Au surplus, l'expansion vigoureuse des exportations, nettement supérieure à celle des achats à l'étranger, montre que les avantages tirés de l'amélioration de la capacité de concurrence résultant des changements de parités portent maintenant leurs fruits de façon importante.

Allemagne fédérale.

En procédant à la réévaluation du deutsche mark, les autorités allemandes n'entendaient pas seulement éliminer un élément important d'incertitude de la scène internationale, elles visaient aussi et surtout à freiner l'emballement des exportations et à assurer un meilleur équilibre des comptes extérieurs de la République fédérale. Alors que les commandes en provenance de l'étranger se sont inscrites en recul après la réévaluation, elles ont recommencé à se développer dans les premiers mois de 1970; en tout état de cause, du fait de l'important arriéré de 1969 et de l'expansion accélérée de la demande interne, la surchauffe s'est poursuivie sans faiblir. La production et les prix ont continué d'augmenter rapidement, et la pression sur le marché du travail s'est précisée, les offres d'emplois non satisfaites atteignant plus de cinq fois le nombre des chômeurs et l'effectif des travailleurs immigrants ne cessant de s'accroître.

La recrudescence de l'expansion de l'économie interne s'était conjuguée, dans le courant de 1968, avec un excédent croissant des transactions courantes,

les exportations allemandes ayant fortement réagi à la reprise de la demande qui se dessinait à l'étranger. Bien que les sorties de capitaux à long terme aient entièrement compensé le surplus dégagé au titre des opérations courantes, les autorités se rendaient compte qu'il leur faudrait bientôt adopter une politique monétaire plus restrictive pour modérer le rythme de l'activité. Une telle politique offrait l'inconvénient de devoir provoquer, selon toute vraisemblance, une contraction des sorties de capitaux et, en même temps, un nouveau gonflement de l'excédent courant. Le gouvernement envisageait avec une certaine réticence la solution de la réévaluation, sachant que cette mesure entraînerait une majoration des subventions budgétaires à l'agriculture, et que les mesures restrictives appliquées par d'autres pays seraient peut-être suffisantes à elles seules pour réduire les débouchés extérieurs en 1969-70, tandis que l'essor économique se poursuivrait en Allemagne fédérale. Les mesures fiscales de prélèvement sur les exportations et de dégrèvement des importations, prises en novembre 1968, équivalaient cependant à une réévaluation de 4% sur les échanges commerciaux de produits industriels.

L'effet de ces mesures sur l'excédent commercial n'a pas été sensible en 1969. Pendant les trois premiers trimestres, les ventes à l'étranger ont dépassé de 17%, en valeur, le niveau atteint un an auparavant; les importations ont, il est vrai, augmenté de 22%, mais ce mouvement traduisait essentiellement la pression de plus en plus forte de la demande globale. Toutes les composantes de la demande progressaient vigoureusement, l'accroissement le plus rapide concernant les dépenses des entreprises en installations et équipements. La vive accélération du rythme des rentrées fiscales faisait apparaître un excédent du budget fédéral dont l'effet restrictif n'était, il est vrai, pas très considérable. Pendant le quatrième trimestre, la production industrielle dépassait de 10% le niveau du trimestre correspondant de 1968 et, pour l'ensemble de l'année, le produit national brut, en termes réels, s'accroissait de 8% (6% par personne employée).

Avec la persistance du resserrement du crédit dans les autres pays et la montée des taux d'intérêt, les exportations allemandes de capitaux à long terme, en chiffres nets, faisaient plus que doubler, en 1969, par rapport à 1968, pour atteindre le montant considérable de DM 23 milliards. Bien que les sorties de capitaux aient été, chaque mois, très largement supérieures à l'excédent de la balance des opérations courantes, leurs répercussions sur la balance générale des paiements étaient annihilées, jusqu'en septembre, par les vagues d'achats de couverture et de spéculation à la réévaluation du deutsche mark; entre avril et septembre, les réserves officielles se sont accrues de DM 15 milliards. Pour en neutraliser les effets expansionnistes sur la liquidité bancaire, la Bundesbank relevait, une première fois

en juin, puis de nouveau en août, le coefficient des réserves obligatoires, et portait son taux d'escompte, en plusieurs étapes, de 3% au début d'avril à 6% en septembre. L'expansion du crédit bancaire ne cessait pas pour autant, et le ratio de liquidité des banques, malgré d'importantes fluctuations, ne variait pas dans l'ensemble. Ainsi, au début de l'automne de 1969, la situation économique et monétaire rappelait-elle à maints égards celle de l'automne précédent — mais en pire.

Le nouveau gouvernement constitué en octobre a fixé la parité du deutsche mark à DM 3,66 pour un dollar E.U., ce qui représente une augmentation de 9,3% par rapport à l'ancienne parité. Il escomptait au début que l'impact de la réévaluation serait assez fort pour contenir les poussées inflationnistes, tant par son action sur la demande que par son effet direct sur les prix. Cependant, comme depuis un an au moins la demande de main-d'œuvre avait pris des proportions excessives, la réévaluation arrivait trop tard pour empêcher une explosion des salaires. Au début de septembre, à la suite d'un certain nombre de grèves «sauvages» (déclenchées sans l'appui des syndicats), les travailleurs des charbonnages et des aciéries ont obtenu des augmentations de 11% et plus de leurs rémunérations, ainsi que divers avantages complémentaires. D'une année à l'autre, le taux de progression des revenus salariaux est passé de 8 à 12 ½% au quatrième trimestre de 1969 et à 14% au premier trimestre de 1970. En conséquence, la surchauffe a encore été intensifiée par une recrudescence des dépenses de consommation, et la hausse des prix s'est également accélérée. Au début de 1970, la progression annuelle des prix de gros industriels atteignait 6% et celle des prix exprimés en deutsche marks des produits exportés compensait pratiquement la suppression, après la réévaluation, de la taxe de 4% sur les ventes à l'étranger.

Des mesures financières restrictives s'imposaient de toute évidence, mais le risque d'une récession au cours du second semestre de 1970, en partie sous l'effet à retardement du changement de parité, continuait de préoccuper les pouvoirs publics. Aussi fut-il décidé de bloquer temporairement 3% environ des dépenses du gouvernement central pour 1970, et les autorités fédérales, en accord avec celles des Länder, décidèrent la création, auprès de la Bundesbank, d'un fonds de stabilisation de la conjoncture de DM 2,5 milliards. En même temps, l'entrée en application des dégrèvements fiscaux précédemment annoncés fut différée; en revanche, d'autres projets concernant des relèvements temporaires d'impôts n'étaient pas adoptés.

Ainsi, comme ce fut déjà le cas à plusieurs reprises, le poids principal de la lutte a donc reposé sur la politique monétaire. Il faut toutefois reconnaître que, dans ce domaine, la réévaluation déterminait un important changement de climat dans le sens du resserrement. Le mouvement de reflux des capitaux

vers l'étranger s'est traduit par une contraction de la liquidité bancaire et, en même temps, par une forte augmentation des emprunts effectués auprès des banques par les sociétés pour remplacer des fonds de roulement transférés à l'étranger. Malgré quelques aménagements apportés aux réserves obligatoires, le ratio de liquidité des banques a fléchi à près de 5% au début de 1970, atteignant ainsi son niveau le plus bas depuis de nombreuses années. Bien que la balance des paiements courants soit restée largement excédentaire, les exportations nettes de capitaux à long terme du secteur privé, qui avaient été freinées durant le troisième trimestre de 1969 par l'incertitude régnant au sujet du taux de change, se sont élevées à DM 8,7 milliards pendant les trois derniers mois de l'année et à DM 3,7 milliards au cours du premier trimestre de 1970.

Pour des raisons à la fois internes et externes, une telle situation justifiait un nouveau durcissement de la politique monétaire. Au début de mars, la banque centrale a porté le taux de l'escompte à 7½% et relevé à 9½% celui des avances qu'elle consent aux banques; en outre, pour dissuader ces dernières de faire appel à des capitaux étrangers afin d'atténuer la pression qui s'exerçait sur leur liquidité, elle a soumis les nouveaux engagements des établissements de crédit à l'égard des non-résidents à la constitution de réserves obligatoires complémentaires d'un montant égal à 30%.

Le climat de haute conjoncture s'est maintenu au printemps, bien que la pénurie de crédit ait été sévère en dépit des emprunts contractés sur l'Euro-marché. On escompte que le resserrement monétaire fera sentir ses effets tôt ou tard; le processus d'ajustement de la demande a été toutefois retardé par le faible soutien de la politique budgétaire, et parce que l'ample mouvement de revendications salariales mis en marche reste sur sa lancée. Les inconvénients du retard avec lequel des mesures restrictives énergiques ont été prises, inconvénients encore aggravés par les discussions relatives à la réévaluation, apparaissent donc clairement. Les autorités doivent maintenant avoir pour objectif l'atténuation des tensions sur les ressources, en particulier sur le marché du travail, avant qu'une nouvelle vague de relèvements de salaires de caractère excessif ne voie le jour dans les derniers mois de l'année.

Italie.

L'évolution récente de la situation économique en Italie a été dominée, à partir du milieu du mois de septembre, par l'agitation sociale qui a provoqué un arrêt brutal du mouvement d'expansion de l'activité.

Si, jusqu'au milieu de 1968, le rythme de croissance avait été quelque peu décevant, des progrès sensibles avaient été obtenus l'été dernier en ce qui concerne l'accroissement du produit national brut, en termes réels, et le taux d'utilisation des ressources productives disponibles. Tandis que les exportations de biens et de services continuaient de progresser vigoureusement, la demande interne s'intensifiait, entraînant une accélération encore plus forte des achats à l'étranger. Les dépenses d'investissement en capital fixe du secteur privé s'étaient notamment inscrites en reprise, par suite d'une meilleure utilisation des capacités de production et de perspectives plus favorables en matière de profits. Les dépenses de consommation des particuliers avaient suivi, elles aussi, la tendance générale à la hausse, sous l'effet de la progression des revenus disponibles. Pendant le premier semestre, la production industrielle - bâtiment exclu - se situait à 8% au-dessus du niveau de l'année précédente. Aussi espérait-on que, pour l'année 1969 tout entière, l'augmentation du produit national brut à prix constants atteindrait 7%, contre 6% une année auparavant.

A l'arrière-plan se profilaient toutefois deux facteurs défavorables: l'évolution des prix et la persistance des sorties de capitaux. Après avoir connu une stabilité remarquable pendant plusieurs années, les prix avaient légèrement progressé entre le milieu de 1968 et le premier trimestre de 1969, pour amorcer finalement un mouvement ascendant très prononcé. En septembre, la hausse annuelle des prix de gros atteignait 5,8%, sous l'effet notamment du renchérissement des matières premières sur le marché mondial, de la vigueur de la demande de matériaux de construction, ainsi que de l'insuffisance de certaines récoltes. De ce fait, le coût de la vie augmentait de 3,6% et la course salaires-prix était déclenchée. De janvier à août, les indemnités de vie chère, versées sur la base du système d'échelle mobile appliqué dans l'industrie, ont été majorées de cinq points de pourcentage contre deux points seulement durant l'ensemble de l'année précédente. Le mouvement de hausse des prix s'explique également par la réduction de l'écart des salaires existant entre les différentes régions et par l'entrée en vigueur de majorations salariales accordées lors du renouvellement de conventions collectives. En fin de compte, la progression des rémunérations contractuelles dans l'industrie de transformation, qui n'était que de 3,6% en 1968, ressortait à 7,4%, en taux annuel, au deuxième trimestre de 1969.

Les sorties nettes de capitaux, dont le mouvement s'était amorcé dès 1966, se sont intensifiées au cours du premier semestre de 1969, pour se chiffrer à \$1.800 millions environ, atteignant ainsi un montant supérieur à l'excédent des paiements courants. Les autorités monétaires ont cependant, à l'époque, persisté dans l'application de leur politique de stabilisation des taux d'intérêt à long terme.

Lancée au cours de la période antérieure pour pallier l'absence de stimulants budgétaires efficaces, cette politique visait à encourager les investissements. Au lieu d'agir sur les taux d'intérêt, les responsables de la monnaie ont adopté un certain nombre de mesures — de caractère essentiellement sélectif — en vue de freiner les sorties nettes de capitaux: directives adressées aux banques pour les inviter à réduire leurs positions créditrices nettes envers l'étranger, application de taux de pénalité pour les emprunts excessifs auprès de la banque centrale et nouvelles restrictions imposées aux institutions financières en vue de décourager les investissements de portefeuille à long terme à l'étranger.

Devant l'accélération de l'exode des capitaux et l'aggravation du déficit de la balance générale des paiements, le maintien de la politique de stabilisation des taux d'intérêt se justifiait de moins en moins et, au troisième trimestre, les premières mesures de restriction de crédit furent décidées; les concours accordés aux banques par la Banque d'Italie furent limités, le taux d'escompte fut porté à 4% et les autorités laissèrent monter les taux d'intérêt à long terme.

En automne, la situation s'est brutalement détériorée. La naissance d'une série de conflits sociaux, qui ont touché près de la moitié de la population active, a fait perdre 300 millions d'heures de travail à l'économie en 1969, contre près de 180 millions environ en 1962, date de la dernière explosion des salaires. Ces conflits se sont déroulés dans un climat d'instabilité politique. Ils ont éclaté à l'occasion du renouvellement de conventions collectives signées trois ans auparavant, à une époque où l'activité se ressentait toujours du climat de récession, et ils succédèrent à une période marquée par une légère réduction des charges salariales par unité produite. La première conséquence, sur le plan économique, a été un recul brutal de la production industrielle au cours des quatre derniers mois de l'année, l'indice moyen ne progressant d'une année sur l'autre que de 3,3%, contre 6,3% en 1968. De ce fait, l'accroissement du produit national brut, en termes réels, a été inférieur d'un point au niveau noté l'année précédente et, au taux de 5%, il se situait sensiblement en deçà du résultat escompté avant l'«automne chaud». La balance commerciale a également subi le contrecoup de cette évolution: les exportations ont accusé un recul accentué, tandis que les achats à l'étranger continuaient de se développer. L'aggravation des charges salariales résultant des conventions collectives conclues avant la fin de l'année est estimée à 15%, ce qui explique l'accentuation de la tendance à la hausse des prix.

En mars 1970, l'indice général des taux de base des salaires conventionnels dans l'industrie de transformation se situait à près de 25% au-dessus du chiffre de l'année antérieure; cette progression donne cependant une idée exagérée de la hausse effective de la masse salariale. Les prix de gros ont augmenté de 8½%

(14% dans le cas des biens d'équipement) et l'indice du coût de la vie s'est accru de 5 ½%. La progression de l'échelle mobile des salaires s'est établie à cinq points en mai, contre six points pour l'ensemble de 1969.

Dans le climat de tensions sociales qui continuait de caractériser l'économie, la production a amorcé un timide mouvement de reprise au début de 1970. Bien que certains secteurs vitaux aient encore été touchés par les grèves, la production industrielle a retrouvé en février le niveau atteint l'été dernier. Néanmoins, devant la persistance des incertitudes politiques et l'existence de taux d'intérêt relativement bas sur le marché intérieur, les exportations de capitaux se sont accélérées et la lire a été soumise à de nouvelles pressions. De ce fait, la Banque d'Italie a relevé le taux d'escompte d'un point et demi le 6 mars et les taux d'intérêt à long terme ont rapidement atteint près de 9%. Les autorités espèrent que l'adoption de ces mesures, ainsi que le retour à une situation politique plus stable, contribueront à mettre un terme à l'hémorragie de capitaux. L'excédent cumulé dégagé par la balance des paiements courants au cours d'une période de cinq années et demie, soit \$11,5 milliards, a été compensé, à concurrence d'environ \$8,5 milliards, par des exportations de capitaux en majeure partie à long terme.

Eu égard à la solidité dont avait fait preuve la position des paiements courants jusqu'à l'automne dernier, à la marge de manœuvre dont dispose encore l'industrie sur le plan des salaires à la suite des économies de charges salariales réalisées dans le passé et au taux de croissance fondamentalement élevé de la productivité, l'Italie dispose de moyens non négligeables pour faire face à une explosion des salaires. Toutefois, pour éviter un recul aussi prononcé de l'activité qu'en 1963-64, un effort concerté de la part de tous les partenaires sociaux sera indispensable, afin d'enrayer la course salaires-prix et d'obtenir une amélioration de la productivité par le biais d'une expansion rapide et vigoureuse de la production. Enfin, dans les circonstances présentes, une action énergique s'impose tant sur le plan financier que monétaire.

Japon.

Etant donné que l'industrialisation de l'économie japonaise progresse à pas de géant depuis plus d'une décennie, l'accroissement de près de 13% du produit national brut réel, l'an dernier, n'est pas une nouveauté. Le fait surprenant est que la situation des paiements qui, dans le passé, avait fait apparaître un déficit après plusieurs années d'expansion rapide de l'économie interne, se soit en réalité renforcée en 1969, année caractérisée pourtant par un niveau élevé d'activité. Certes, il est possible que la position extérieure s'affaiblisse au fur et

à mesure que la tension sur les ressources nationales s'intensifie mais, durant les premiers mois de 1970, on n'a noté aucun symptôme d'une telle évolution.

La phase actuelle de haute conjoncture, qui a débuté à l'automne de 1965, s'est poursuivie l'an dernier à un rythme soutenu. Avec une progression d'environ 20%, succédant à un accroissement supérieur à 22% l'année précédente, les exportations et les investissements en installations fixes et en matériel ont formé les composantes les plus dynamiques de la demande. La construction de logements s'est, elle aussi, fortement développée, et même la consommation des ménages a progressé de près de 10%.

Pendant les précédentes années de ce cycle, la stabilité des prix avait pu être assurée; au stade du commerce de gros et de l'exportation, les prix étaient pratiquement demeurés stationnaires, et la hausse du coût de la vie n'avait rien eu d'excessif, compte tenu de la transformation rapide du contexte socio-économique japonais. Pourtant, le rythme d'augmentation des salaires dépassait largement 10%. Vers le milieu de 1969, toutefois, il est apparu clairement que des pressions se manifestaient sur les prix et que la progression des salaires s'était fortement accélérée. A la fin de l'année, l'indice du coût de la vie accusait une hausse annuelle de 6½% environ, contre 4 et 5½% respectivement pour les prix de gros et les prix à l'exportation; le taux de majoration des salaires s'établissait, quant à lui, à plus de 16% l'an, contre moins de 12% en 1968.

Les mesures de resserrement monétaire prises en septembre 1967, en raison de la situation déficitaire des comptes extérieurs, avaient été progressivement atténuées jusqu'en automne de 1968, leur objectif ayant alors été atteint. Au début de 1969, par conséquent, la politique monétaire était plus libérale qu'un an auparavant, ce qui n'empêchait pas les autorités de conserver une attitude de prudence, en s'abstenant de ramener le taux de l'escompte au niveau antérieur à la période de restriction de crédit, et en obligeant toujours les grandes banques à surveiller de près la position de leurs réserves. En outre, le budget de l'exercice 1969-70 a été conçu de façon à n'exercer aucune influence sur l'économie et, en fait, le pourcentage d'augmentation des dépenses publiques a été, en 1969, et comme les deux années précédentes, nettement inférieur au taux nominal de croissance de l'économie.

La nécessité de freiner le processus inflationniste a, toutefois, amené les autorités à accentuer, depuis la fin de l'été, la rigueur de la politique monétaire. Le 1er septembre, le taux d'escompte a été majoré, et les coefficients de réserves obligatoires constituées en contrepartie des dépôts à vue ont été relevés; les «directives sur la situation des réserves», données aux banques exerçant leur activité sur des places importantes, ont été rendues plus strictes au dernier trimestre. En

revanche, le projet de budget pour l'exercice 1970-71 prévoit une accélération de près de 18% des dépenses publiques, mais aussi une réduction des appels à l'emprunt du gouvernement, à la fois en valeur absolue et en pourcentage du total des recettes, et une légère augmentation de l'impôt sur les sociétés. Même avec ces nouvelles mesures, il est peu probable que l'orientation actuelle de la politique budgétaire exerce une profonde influence modératrice.

Pendant les derniers mois de 1969 et le premier trimestre de 1970, l'économie n'a guère donné de signes d'essoufflement. La production industrielle, les livraisons à l'étranger, les investissements en biens d'équipement et les dépenses des particuliers ont poursuivi leur expansion. La tendance à la hausse des prix de gros et de détail a persisté tandis que, compte tenu de la progression des revenus et des commandes de matériel industriel, il est permis de penser que les principales sources de la demande ont continué de s'accroître à leur rythme antérieur.

C'est dans cette situation, caractérisée par une demande excessive et par une politique monétaire modérément restrictive, que la balance des paiements a réussi l'exploit peu habituel d'élargir son excédent global pour le porter de \$1,1 milliard à \$2,3 milliards. Comme elle s'était soldée en 1967 par un déficit global de \$571 millions, le renversement de tendance qui s'est produit en l'espace de deux ans a donc représenté un écart de près de \$2,9 milliards. Sur ce total, l'amélioration de la balance commerciale a représenté \$2,6 milliards, les exportations ayant, au cours de ces deux années, augmenté nettement plus vite que les importations. L'expansion exceptionnelle des ventes à l'étranger, à destination des Etats-Unis et de l'Asie du Sud-Est en particulier, a été l'élément décisif de cette évolution. Après avoir plafonné pendant le troisième trimestre de l'an dernier, les exportations ont, depuis lors, repris fortement et, en dépit de l'accélération du rythme d'accroissement des importations, l'excédent commercial demeure important.

Sur le solde créditeur de \$2,3 milliards de la balance générale des paiements, \$0,8 milliard seulement sont allés renforcer les réserves officielles, \$1,5 milliard ayant servi à améliorer la position en devises des banques. Pendant la majeure partie de 1969, les taux élevés des Euro-dollars ont incité les banques à développer leurs placements et à réduire leurs emprunts sur l'Euro-marché et, à partir du mois d'avril, les autorités ont encouragé cette évolution afin d'éviter un gonflement excessif des réserves monétaires.

Canada.

Comme son grand voisin du Sud, le Canada s'est trouvé aux prises avec une inflation relativement persistante des prix. Vers la fin de 1968, la hausse des prix, dont le rythme était déjà assez rapide depuis trois ans, a donné des signes

d'accélération. Les autorités canadiennes ont réagi par des mesures restrictives énergiques de caractère monétaire et budgétaire: au cours de l'année 1969, un double effet de contraction a été exercé sur le volume des avoirs liquides des banques, par la réduction de l'expansion de la masse monétaire et par un relèvement du coefficient des réserves secondaires; le taux d'escompte officiel a été porté, en quatre étapes, de 6% en décembre 1968 à 8% en juillet 1969; la position globale nette du secteur public, calculée d'après les données de la comptabilité nationale, est passée d'un déficit de \$CAN 190 millions en 1968 à un excédent voisin de \$CAN 1 milliard en 1969. Grâce à cette politique restrictive, la croissance réelle de la production intérieure a été ramenée du taux annuel, difficilement soutenable, de plus de 7% entre le deuxième trimestre de 1968 et le premier trimestre de 1969, à moins de 2% entre ce trimestre et les trois derniers mois de l'année. La production industrielle, dont l'évolution est difficile à discerner en raison des grèves, n'a pratiquement plus progressé entre mars et décembre 1969. Toutefois, en dépit de ce brusque changement de tendance de la production — et en présence d'un potentiel de croissance à long terme de l'économie canadienne supérieur à 5% — on n'a guère observé, jusqu'à présent, de symptômes d'une modération de la hausse des prix.

Les principaux secteurs dans lesquels la demande s'est ralentie ont été les biens durables de consommation (voitures particulières notamment), le logement et les dépenses d'investissement du secteur public. Le processus de reconstitution des stocks s'est ralenti après le premier trimestre; en revanche, les entreprises ont continué à développer leurs investissements en capital fixe malgré les grèves et les charges d'intérêt exceptionnellement élevées; les prévisions pour 1970 permettent de tabler sur une progression de 11,7% du volume des investissements qui, selon les estimations, ont été réalisés en 1969.

La courbe de l'emploi a suivi d'assez près celle de la production; selon les chiffres désaisonnalisés, aucun progrès n'a plus été enregistré après juin. Cette stagnation s'est surtout traduite par un ralentissement de la croissance de la population active et par une réduction du nombre hebdomadaire d'heures ouvrées, plutôt que par une augmentation du pourcentage des chômeurs enregistrés. Cependant, étant donné la hausse du coût de la vie et les comparaisons que n'ont pas manqué de faire les travailleurs canadiens avec les salaires pratiqués aux Etats-Unis, la détente sur le marché de la main-d'œuvre n'a entraîné aucune modération dans les revendications de salaires et de traitements. Au second et au troisième trimestre de 1969, en particulier, l'économie canadienne a été handicapée par des grèves importantes. La moyenne pondérée de l'augmentation annuelle prévue pour la rémunération de base dans les conventions collectives en

1969 était de 7,9% (secteur du bâtiment non compris), soit à peu près du même ordre qu'en 1968, tandis que les accords conclus pendant le quatrième trimestre ont porté le taux d'amélioration des salaires à près de 9%. Les gains de productivité ayant plafonné parallèlement au ralentissement général de l'activité, les charges salariales par unité produite dépassaient de 7,5%, au second semestre de 1969, le niveau atteint un an auparavant. Les bénéfices par unité produite, qui avaient été relativement élevés pendant le dernier trimestre de 1968 et le premier semestre de 1969, ont fortement fléchi pendant le reste de l'année.

Mesurée sur une base annuelle (décembre à décembre), la hausse des prix de gros, qui s'établissait à 2,8% en 1968, s'est accélérée pour atteindre 4,1% en 1969, et celle des prix à la consommation est passée, dans le même temps, de 4,1 à 4,6%. Le renchérissement des services a été, avec 7,1%, encore plus accentué et, quoique les prix des biens durables de consommation n'aient marqué qu'une avance de 1,6%, ce taux est cependant le triple de celui de 1968.

En 1970, aucun changement important n'a été observé jusqu'à présent dans le climat conjoncturel. L'économie canadienne continue de se développer à un rythme bien inférieur à celui de son potentiel de croissance, mais le mouvement des salaires et des prix ne donne guère de signe de ralentissement. Les ventes de biens durables de consommation et les mises en chantier de logements se sont encore inscrites en recul, alors que les investissements fixes des entreprises se poursuivent à une cadence soutenue et que les exportations, qui avaient subi le contre-coup des grèves de 1969, ont repris avec vigueur.

Manifestement, les augmentations de salaires sont devenues un mouvement de caractère autonome, n'ayant guère de rapport avec les conditions de détente qui règnent sur le marché de la main-d'œuvre. Compte tenu du fait que la population active a tendance à s'accroître chaque année d'environ 3%, une lutte prolongée contre l'inflation des salaires et des prix par la mise en œuvre de restrictions monétaires et budgétaires de caractère général serait de nature à entraîner une hausse des coûts de production par sous-emploi du potentiel productif.

Pour réduire le délai entre l'application des mesures restrictives et leur effet sur les salaires et les prix, le gouvernement a annoncé, à la fin de 1968, la création d'une Commission des revenus et des prix. Cette Commission a pu, jusqu'à présent, s'assurer le soutien des milieux d'affaires et du secteur public mais, pour pouvoir lutter victorieusement contre la psychose d'inflation, il est indispensable qu'elle bénéficie du concours des organisations ouvrières. Il va de soi que le retour à une certaine stabilité des prix dépend aussi, en grande partie, d'une modération des tendances inflationnistes aux Etats-Unis.

Belgique.

Depuis la fin de 1968 et pendant les trois premiers trimestres de 1969, l'économie belge a été secouée par les remous qui, sur le plan international, ont agité les marchés monétaires et des changes. De plus, le rythme d'expansion de l'activité interne s'est accéléré, faisant naître une pression assez inattendue de la demande globale sur les ressources disponibles. Face à ces problèmes d'ordre à la fois externe et interne, les responsables de l'économie belge se sont employés à définir une série de mesures leur permettant de conserver la maîtrise de la situation. Fort heureusement, leurs efforts ont été en grande partie couronnés de succès.

Sur le plan extérieur, la monnaie belge s'est ressentie en premier lieu des incertitudes qui ont plané sur le deutsche mark et sur le franc français. Dès novembre 1968, au moment de la crise de la monnaie allemande, le cours du franc belge a fléchi sur le marché des changes, en raison des opérations de couverture à terme de leurs engagements en deutsche marks auxquelles des sociétés et des établissements financiers belges ont recouru afin de se protéger contre un éventuel changement de parité. Si les mois suivants ont connu des périodes de calme relatif, les capitaux n'ont pas pour autant reflué d'Allemagne fédérale et une nouvelle pression s'est au contraire exercée sur le franc en mai et en septembre 1969, lors des assauts spéculatifs sur le deutsche mark. En outre, la dévaluation soudaine du franc français, en août, a réagi sur la confiance dans la monnaie belge. L'incertitude générale s'était reflétée dans la décote accusée par le franc belge sur le marché libre à partir de novembre 1968, où les cours se sont ensuite sensiblement écartés de ceux du marché officiel, la différence atteignant jusqu'à 7% tant en mai qu'en septembre. La situation n'est redevenue normale sur le marché qu'après la réévaluation du deutsche mark.

La plupart des difficultés d'ordre externe sont toutefois nées, probablement, de l'écart des taux d'intérêt tant à court qu'à long terme, qui est apparu entre le marché intérieur et les marchés internationaux des capitaux. Jusqu'en décembre 1968, et pour assurer la poursuite de l'expansion de l'économie nationale, les autorités belges avaient poursuivi une politique d'aisance monétaire, comme le montre le niveau, fixé à 3 $\frac{3}{4}$ %, du taux d'escompte. La progression rapide des taux d'intérêt dans le monde, au cours des mois suivants, a exercé une attraction puissante sur les capitaux belges; en d'autres termes, disons que les épargnants ont préféré acquérir, comme ils en avaient le droit, des valeurs mobilières libellées en dollars plutôt que des Fonds d'Etat belges. Une intervention vigoureuse des autorités s'imposait pour endiguer les sorties de capitaux.

Sur le plan intérieur, le rythme d'expansion de l'économie avait été modéré en 1968; tandis que les exportations progressaient à bonne allure, on notait

un tassement de la demande de biens d'investissement du secteur privé malgré les conditions libérales d'accès au crédit; aussi, l'effet d'entraînement de l'économie était-il fourni par le secteur public. Dans ces circonstances, les prix faisaient preuve d'une stabilité raisonnable, aucun indice de pression sur la demande ne se manifestait, et le chômage n'a commencé à reculer qu'à partir du quatrième trimestre. Même après plusieurs mois de tension sur le franc belge en 1969, on ne relevait aucun symptôme de changement radical de la situation intérieure.

Dans un contexte international caractérisé par une inflation de la demande, les exportations ont fait preuve d'un dynamisme croissant, progressant de 20% entre décembre 1968 et décembre 1969, contre 10% pendant les douze mois précédents. De leur côté, les investissements fixes, après avoir enregistré une faible contraction en 1968, se sont inscrits en augmentation de 9,5% en 1969. De ce fait, et bien que l'accroissement des dépenses de consommation du secteur public ait été moins prononcé qu'en 1968, le produit national brut, en termes réels, a progressé de 6%, contre 3,8% précédemment. De toute évidence, l'économie entrait dans une phase de surchauffe, et il n'est pas surprenant que les prix et les salaires aient accusé une hausse plus forte qu'une année auparavant. Il est toutefois permis de se demander si la cause essentielle de cette évolution inflationniste doit être attribuée aux seules tensions ayant affecté le marché intérieur, eu égard notamment au rôle considérable qu'ont joué les exportations sur le profil de la demande. Il semblerait plutôt que les prix et les salaires en Belgique n'aient pu manquer d'être influencés, dans une certaine mesure, par les hausses importantes enregistrées dans les pays voisins.

Etant donné cette conjoncture intérieure et extérieure, on comprend parfaitement que les responsables de la monnaie aient modifié leur tactique et décidé d'orienter leur politique dans un sens restrictif. Entre décembre 1968 et septembre 1969, le taux d'escompte a été majoré six fois, passant progressivement de 3¾ à 7½%, une limitation a été apportée à l'expansion des crédits bancaires et les facilités de réescompte accordées par la banque centrale ont été réduites; en outre, les autorités monétaires ont décidé de plafonner certaines catégories d'actifs en devises des banques, de renforcer le contrôle des changes et d'aggraver les conditions de vente à crédit et d'octroi de prêts personnels. De son côté, le gouvernement a suspendu l'exécution de la tranche optionnelle d'investissements du budget extraordinaire et comprimé les dépenses du budget ordinaire. Ces mesures n'ont pas été élaborées dans le cadre d'un plan unique d'austérité; leur application a été répartie tout au long de la période considérée, et elles ont été rendues plus sévères au fur et à mesure des nécessités. L'exemple fourni par les Pays-Bas a peut-être incité les autorités belges à différer l'introduction de la taxe à la valeur ajoutée, qui avait été fixée au 1er janvier 1970.

Si le relèvement des taux d'intérêt en Belgique et la contraction de la liquidité de l'économie ont très sensiblement ralenti les sorties de fonds opérées par les résidents aux fins de placement à l'étranger, la situation des paiements extérieurs n'a enregistré d'amélioration décisive qu'après la réévaluation du deutsche mark. Aucun fait n'est plus révélateur, à cet égard, que le renversement de tendance accusé par la balance des opérations courantes établie sur la base des règlements: bien que, pour l'ensemble de l'année, la situation des paiements courants ait fait apparaître un excédent de quelque \$80 millions, les trois premiers trimestres ont accusé un déficit de \$225 millions, tandis que les trois derniers mois de l'année ont permis de dégager un solde créditeur de \$305 millions. Ce revirement est lié, en grande partie, à l'évolution qui est intervenue dans les termes de paiements. Quant à l'excédent de \$170 millions enregistré l'an dernier par la balance générale des paiements, il s'explique par l'importance des entrées de capitaux résultant, pour l'essentiel, des emprunts effectués à l'étranger par des organismes publics non monétaires.

Certains signes de détente du climat sur le plan intérieur se sont manifestés au quatrième trimestre tandis que, pendant les premiers mois de 1970, la production industrielle, de même que les exportations et les importations, ont marqué un temps d'arrêt. Jusqu'à présent, les prix ont tendance à s'accroître au même rythme qu'en 1969, et la hausse des salaires continue de revêtir un caractère excessif. C'est pourquoi l'orientation générale de la politique économique demeure restrictive, encore qu'un certain assouplissement ait été apporté aux mesures de contrôle en raison du redressement de la position extérieure du franc belge.

Pays-Bas.

Si la vive hausse des taux d'intérêt et les perturbations liées à la spéculation sur les marchés des changes ont, de toute évidence, posé l'an dernier des problèmes aux autorités néerlandaises, leur politique a été axée essentiellement sur la lutte contre l'inflation des prix qui sévissait dans l'économie et menaçait de s'amplifier.

A la fin de 1968, l'accélération de la demande interne, en prévision de la mise en application, le 1er janvier 1969, de la taxe à la valeur ajoutée, a accru la pression qui se faisait déjà sentir sur les ressources disponibles après dix-huit mois d'expansion de la production. Le taux de chômage a régressé de 2,2% de la population active, en juin 1968, à 1,5% en janvier 1969 et, à la naissance de l'année 1970, les taux horaires des salaires conventionnels marquaient une progression de 8% par rapport à l'année précédente; aussi, afin de ralentir la demande qui

risquait de prendre des proportions excessives, une orientation restrictive a-t-elle été imprimée à la politique monétaire.

Le passage au régime de la taxe à la valeur ajoutée a fourni l'occasion aux chefs d'entreprise de tenir compte, dans le calcul de leurs prix de vente, en plus du montant de ce nouvel impôt, des hausses des coûts qu'ils avaient subies et de celles qu'ils s'attendaient à devoir supporter. En conséquence, les prix à la consommation ont augmenté de 6% environ pendant les quatre premiers mois de 1969, ce renchérissement étant, à concurrence de 25% seulement, imputable à la taxe à la valeur ajoutée. Devant cette explosion des prix, le gouvernement a décrété leur blocage et, au cours des quatre mois suivants, les prix sont restés absolument stables. En septembre, les mesures de contrôle ont été assouplies et les prix n'ont que modérément monté pendant le reste de l'année.

Bien que cette politique ait donné d'assez bons résultats pendant les derniers mois de l'année, la stabilité des prix est encore menacée. L'écart entre l'augmentation des charges salariales par ouvrier et l'amélioration de la productivité est passé de 2% en 1968 à 6% en 1969. En même temps, du fait de la hausse des prix qui avait absorbé une bonne partie du relèvement des salaires et, dans une moindre mesure, de l'incidence des impôts et des cotisations de sécurité sociale, la progression des revenus réels a été faible. Aussi les travailleurs ont-ils revendiqué, et en définitive obtenu, l'insertion d'une clause d'indexation des salaires sur le coût de la vie dans la plupart des nouvelles conventions collectives. Entre décembre 1969 et avril 1970, la hausse des prix a atteint un pourcentage assez élevé (2,7%) et il faut s'attendre à un nouveau renchérissement lorsque les salaires feront l'objet d'un rajustement en hausse. L'introduction de l'échelle mobile a encore renforcé la nécessité de conférer la priorité dans les objectifs de la politique économique à la stabilité des prix.

En plus de son intervention directe, sous forme de blocage des prix, le gouvernement s'est efforcé de poursuivre une politique financière anti-inflationniste et il a réussi en 1969 à maintenir le déficit budgétaire à peu près au même niveau que l'année précédente, en dépit d'un fléchissement imprévu des recettes fiscales pendant la période de passage au régime de la taxe à la valeur ajoutée. Pour 1970, les dépenses prévues marqueront de nouveau une augmentation moins forte que la croissance du produit national brut et le budget vise à une réduction du déficit que le gouvernement se propose de financer en faisant largement appel, comme en 1969, au marché financier.

Etant donné la situation, la banque centrale a suivi une politique restrictive. Le taux de l'escompte a été porté, en plusieurs étapes, de 4½% en décembre 1968 à 6% en août 1969. L'expansion du crédit bancaire à court terme au secteur privé

a été limitée à 10% en 1969 et un taux légèrement inférieur est prévu pour 1970, sous réserve des changements qui pourraient se révéler nécessaires en fonction de l'évolution de la conjoncture. Bien que les entreprises aient accru leurs appels aux banques pour se procurer des capitaux à échéance relativement éloignée, les investissements du secteur privé ont pu être contenus en 1969. Le rythme relativement faible d'augmentation du crédit à la consommation et un resserrement des conditions de vente à tempérament ont permis de ralentir la progression des dépenses de consommation des ménages. En revanche, les exportations ont vivement progressé et le produit national brut s'est encore accru de plus de 5% en termes réels.

En ce qui concerne les paiements extérieurs, la balance commerciale, calculée sur la base des transactions, s'est quelque peu détériorée, tandis que la position des opérations invisibles est restée pratiquement inchangée. Mais, sur la base des règlements, la situation des paiements courants a amorcé un redressement qui s'explique, en grande partie, par le fait que le phénomène de décalage dans les règlements a joué en faveur des Pays-Bas. Compte tenu des mouvements de capitaux à long terme et de ceux à court terme de caractère non monétaire, la balance générale des paiements s'est soldée, en 1969, par un excédent de \$150 millions et, jusqu'à présent, la situation semble avoir peu évolué.

Suède.

L'économie suédoise a suivi, l'an passé, une évolution comparable à celle qui a déjà été notée dans d'autres pays: l'expansion de la demande globale a exercé des pressions sur le potentiel de production disponible et, conjuguée avec le renversement intervenu dans les flux de capitaux, a entraîné un amenuisement des réserves de change d'une ampleur inhabituelle.

Le mouvement d'expansion amorcé en 1968 s'est progressivement intensifié l'année dernière. Les exportations ont continué de se développer à un rythme satisfaisant et les investissements productifs des entreprises, en baisse au cours des deux années précédentes, se sont inscrits en reprise. La demande aux fins de constitution de stocks a vivement progressé, en particulier dans le secteur des matières premières et des produits semi-finis. Parallèlement au mouvement d'expansion de la production, qui s'est poursuivi jusqu'à la fin de l'été, des progrès satisfaisants ont été enregistrés sur le plan de la productivité. Cependant, en raison des tensions qui se sont exercées sur les capacités de production et de la modicité de l'accroissement de la main-d'œuvre disponible, l'essor s'est ralenti progressivement, le niveau du chômage étant alors au plus bas. Le produit national brut

s'est accru de 5,2% en termes réels, en 1969, contre 4% en 1968 mais, du fait des pressions sur les capacités de production et de la reconstitution des stocks, les importations ont accusé une progression de 13% en volume.

A la fin de 1969, les taux des salaires horaires se situaient, dans l'industrie, à 11,2% au-dessus du niveau de l'année antérieure. Les conventions collectives stipulaient des majorations sensibles des rémunérations pour les travailleurs situés au bas de l'échelle. Le déclenchement de «grèves sauvages», dont la Suède a fait à son tour l'expérience, est dû, en partie, au fait que les revendications d'autres catégories n'avaient pas été totalement satisfaites. Il y a toutefois lieu de noter que l'incidence sur les charges salariales des majorations décidées dans le sillage des grèves a été relativement limitée, et que le glissement accéléré des salaires a résulté principalement de l'excédent de la demande de main-d'œuvre. En liaison également avec le renchérissement des importations, l'indice des prix de détail a marqué un accroissement de 6,7% entre mars 1969 et mars 1970, contre 1,9% au cours des douze mois précédents.

Les importations ont toutefois progressé un peu plus vite que les exportations, en dépit de la vigueur dont ces dernières ont fait preuve en 1968 et 1969. Par ailleurs, la balance des transactions invisibles, qui n'avait cessé de se détériorer depuis 1960, s'est encore aggravée l'an dernier. Comme les années précédentes, ce sont les dépenses nettes du tourisme et les transferts unilatéraux (essentiellement au profit des pays en voie de développement) qui ont marqué la plus forte progression et sont ainsi les principaux responsables de cette nouvelle détérioration. En conséquence, le déficit des opérations courantes s'est élevé au total à KRS 1,1 milliard en 1969, contre KRS 0,6 milliard en 1968. En même temps, la balance des mouvements identifiés de capitaux s'est renversée à concurrence d'un montant de KRS 0,8 milliard entre 1968 et 1969, l'excédent enregistré régulièrement ces dernières années ayant fait place à un déficit. Bien que l'échelonnement dans le temps de ce renversement de tendance permette de conclure que les écarts entre les taux d'intérêt et les opérations de couverture en deutsche marks ont joué un certain rôle dans l'apparition du déficit, les sorties de capitaux à long terme, en particulier au titre des investissements directs à l'étranger, ont porté durant toute l'année sur des montants considérables.

Les réserves monétaires se sont inscrites en recul sensible entre novembre 1968 et septembre 1969. Bien qu'elles se soient quelque peu renforcées après la réévaluation du deutsche mark, une nouvelle baisse est intervenue au cours du premier trimestre de 1970. Tout porte à croire que le redressement de la situation ne pourra être obtenu sans une amélioration prononcée de la balance de base des paiements.

Pour résoudre ces problèmes de déséquilibre interne et externe, les autorités ont fait porter le poids principal de leur action sur les restrictions de crédit. Le relèvement du taux d'escompte de la Riksbank, de 5 à 6% en février 1969 et à 7% en juillet, a déclenché une poussée générale de hausse des taux d'intérêt sur le marché intérieur. La capacité de prêt des banques a été progressivement limitée au cours de l'année 1969, notamment par le renforcement des réserves obligatoires et le plafonnement de leurs possibilités d'emprunt auprès de la banque centrale. En outre, pour faciliter le ralentissement des sorties de capitaux, le contrôle des changes a été rendu plus sévère, en particulier par une limitation des autorisations délivrées aux résidents pour leurs investissements directs à l'étranger.

Sur le plan budgétaire, les dépenses publiques inscrites à certains postes ont été différées en 1969, tandis que l'activité du secteur de la construction et du bâtiment était plus étroitement réglementée. En février 1970, le gouvernement a décidé la majoration de certains impôts, notamment de la taxe à la valeur ajoutée sur les biens durables de consommation, et de nouvelles économies budgétaires ont été prévues. En avril, un train de mesures fiscales complémentaires, comprenant une taxe d'investissement de 25% sur la construction non prioritaire, a été annoncé et, en mai, les encours des banques ont été plafonnés. Comme le mouvement de hausse des salaires et des prix se poursuit, que la balance des paiements persiste à se solder par un déficit et qu'on relève peu d'indices permettant jusqu'ici de conclure à une réaction de la demande globale, il semble que le recours à une politique budgétaire plus sévère puisse se révéler nécessaire.

Suisse.

En Suisse également, le rythme de développement de l'activité économique s'est accéléré l'an dernier, et la demande globale a exercé des pressions accentuées sur la capacité de production. Le chômage a été pratiquement inexistant, ce qui n'a pas empêché le renforcement des limitations imposées à l'embauche de travailleurs étrangers sur le territoire de la Confédération. En dépit de l'inflation des salaires et des prix qui sévissait dans les pays voisins, le mouvement de hausse est resté modéré en Suisse. La demande étrangère a été, dès l'origine, l'élément moteur du mouvement actuel d'expansion et les exportations de biens et de services ont marqué, en volume, une progression de plus de 12% en 1969, contre près de 11% l'année précédente. Toutes les composantes de la demande se sont d'ailleurs inscrites en progrès. L'activité intense déployée dans les secteurs du logement et des investissements industriels et l'accroissement des dépenses de consommation sont à l'origine d'une progression des importations plus rapide que celle des ventes à l'étranger.

Les dépenses publiques ont également accusé une augmentation de croissance par rapport à l'année antérieure. En ce qui concerne les finances fédérales, les recettes budgétaires, bénéficiant du climat de haute conjoncture, ont été supérieures aux prévisions, de sorte que les comptes de l'exercice se sont soldés par un léger excédent au lieu du déficit escompté à l'origine.

Bien que le tableau d'ensemble de l'activité en 1969 apparaisse assez équilibré, des tensions ont commencé à se manifester vers le milieu de l'année et l'expansion de la demande et de la production a été plus accélérée au second semestre qu'au premier. Depuis le milieu de 1968, la production n'a pas été en mesure de suivre le rythme d'enregistrement des nouvelles commandes mais, durant les six derniers mois de l'année écoulée, le gonflement des carnets a revêtu un caractère spectaculaire, en dépit de la progression de 11% de l'indice de la production. Les prix ne se sont guère ressentis de cette évolution, à l'exception des prix de gros dont la hausse s'explique, en grande partie, par le renchérissement des importations, que la réévaluation du deutsche mark est venue accentuer dans les derniers mois de l'année.

Dans la perspective de l'adoption de la réglementation visant à réduire l'emploi de main-d'œuvre étrangère, les entreprises ont accru sensiblement leurs investissements fixes au cours du second semestre. Au début de 1970, en effet, le Conseil fédéral a décidé de bloquer les entrées de travailleurs étrangers; toutefois, le texte prévoit la possibilité de procéder, dans une mesure limitée il est vrai, au remplacement des départs de Suisse. Jusqu'à présent, chaque canton répartissait le nombre d'ouvriers étrangers par entreprise; d'après le nouveau système, en revanche, le contingentement s'applique à l'ensemble de la Confédération en vue de favoriser la mobilité de la main-d'œuvre étrangère.

L'activité intense qui règne dans le secteur des investissements constitue le banc d'essai des nouvelles dispositions prises en matière de politique économique. Au début du mois de septembre 1969, une convention a été signée entre la Banque Nationale Suisse et la plupart des établissements de crédit de la Confédération, autorisant la banque centrale à recourir à un système marginal de réserves obligatoires et à limiter l'expansion du crédit interne si d'autres mesures se révèlent insuffisantes pour contrôler la masse monétaire. Se référant à cet accord à l'amiable, une proposition de loi portant modification des statuts de la Banque Nationale a été déposée sur le bureau du Parlement; elle visait à conférer légalement à l'Institut d'émission des pouvoirs du même ordre que ceux qui lui avaient été accordés aux termes de la convention, mais elle n'a pas été adoptée. La première décision prise par la Banque Nationale dans le cadre de la convention conclue avec les

banques a consisté à restreindre l'expansion autorisée du crédit, qui s'était fortement accélérée en 1969.

En janvier 1970, après que les tensions sur l'économie décelées à la fin de 1969 se furent confirmées, le taux maximum d'expansion des encours a été réduit. Parallèlement, le gouvernement a pris plusieurs mesures en vue de stabiliser l'économie: accélération du désarmement douanier prévu au titre du Kennedy Round, aggravation des conditions de vente à crédit et compression des dépenses du gouvernement et des services publics. Pour enrayer l'expansion de la demande d'origine étrangère, les garanties accordées en couverture des risques à l'exportation ont été restreintes, mais le projet portant institution, à titre temporaire, d'un dépôt préalable de 5% à l'exportation n'a toujours pas été approuvé par le Parlement. Cependant, certains indices montrent que le rythme d'accroissement des exportations s'est stabilisé et que les importations progressent à une cadence plus soutenue.

En dépit d'une amélioration probable de la balance des transactions invisibles, on s'attend à voir l'excédent courant, particulièrement élevé en 1969 (FS 2,2 milliards), accusé un fléchissement en 1970. Étant donné qu'un écart de 2 à 3% subsiste entre les taux d'intérêt pratiqués sur le marché suisse par rapport aux marchés étrangers, la balance des mouvements de capitaux à long terme devrait continuer à se solder par des sorties nettes d'un montant élevé.

Europe de l'Est.

Dans les pays de l'Est européen, la croissance économique s'est poursuivie à une cadence relativement rapide, un peu moins toutefois que la moyenne des années précédentes. La production globale a été affectée par des conditions défavorables à l'agriculture en Union Soviétique, en Pologne, en République démocratique allemande et en Tchécoslovaquie. Pour l'ensemble de la zone, le niveau de l'emploi dans l'industrie s'est accru de plus de 2% et la productivité de près de 5%. Étant donné que les secteurs autres que l'industrie, celui des services en particulier, ont absorbé davantage de main-d'œuvre, les facteurs de croissance de caractère qualitatif ont pris de plus en plus d'importance. Les réformes économiques en cours depuis quelques années ont principalement pour objet d'améliorer l'efficacité et d'accélérer les innovations. Dans plusieurs des pays considérés, l'achèvement de projets d'investissement, qui avaient déjà reçu un commencement d'exécution, a été activé, au détriment des nouveaux programmes, afin de réduire le rapport entre capital investi et production. Les nouveaux investissements ont été orientés vers les secteurs où la technique progresse

le plus rapidement. Les efforts entrepris pour sortir les échanges commerciaux de leur cadre strictement bilatéral se poursuivent. Le commerce à l'intérieur de la zone et avec les pays extérieurs à la zone s'est notablement accru l'an dernier, tant en valeur absolue que par rapport à l'ensemble de la production.

**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		
	1967	1968	1969	1967	1968	1969	1967	1968	1969
augmentations annuelles en termes réels, en pourcentage									
Albanie	7,5	11,0	11,0	12,8	19,0	11,0	12,0	2,5	10,0
Bulgarie	9,0	6,4	7,7	13,5	10,4	10,0	3,5	- 8,7	2,4
Hongrie	8,7	5,0	6,0	8,9	5,0	3,0	4,0	1,0	5-6
Pologne	5,6	9,0	3,5	7,7	9,4	8,9	2,5	4,5	- 4,7
République démocratique allemande	5,4	5,3	5,0	6,5 ¹	6,1 ¹	7,0 ¹	6,2 ²	1,0 ²	- 6,6
Roumanie	7,3	6,8	7,3	13,5	11,6	10,7	1,8	- 3,7	4,8
Tchécoslovaquie	5,2	7,5	6,5	7,1	5,5	5,2	5,5	5,6	0,9
U.R.S.S.	7,0 ³	7,2 ³	6,0 ³	10,0	8,1	7,0	1,6	3,2	- 3,2

¹ Compte non tenu des produits en cours de fabrication. ² Production nette.
³ Produit national distribué dans le pays.

Source: Nations Unies, Commission Economique pour l'Europe. *Etude sur la situation économique de l'Europe en 1969.*

Le tableau que présente l'économie de l'Union Soviétique est assez représentatif de l'ensemble de la zone. Le taux de croissance du revenu national est tombé de 7,2% en 1968 à 6% en 1969. Ce ralentissement est imputable en grande partie à un fléchissement de 3,2%, en valeur absolue, de la production agricole et, dans une moindre mesure, à un affaiblissement relatif de la production industrielle. Dans l'industrie, un gain de productivité de 4,8% n'a pas été suffisant pour maintenir l'expansion de la production à son rythme de l'année précédente, en raison d'une progression plus faible du niveau de l'emploi. La production industrielle n'a donc augmenté que de 7%, contre 8,1% l'année d'avant. Pour la seconde année de suite, la production de biens de consommation s'est accrue plus rapidement que celle des biens d'équipement, les investissements en capital fixe ayant progressé de 4% seulement, soit la moitié du taux de 1968; toutefois, une augmentation plus forte est prévue pour 1970. Un nouveau système de planification des investissements, qui met l'accent sur une coordination plus étroite des programmes d'investissement et sur une plus grande souplesse dans le financement par le crédit, a été mis en application au milieu de l'an dernier. Le changement de structure de la demande des consommateurs occasionne des transferts de main-d'œuvre vers le secteur des services. En 1969, la production des services offerts aux consommateurs s'est développée de 18%, alors que le chiffre d'affaires du commerce

de détail n'a progressé que de 7,4%. En même temps, les salaires nominaux ont enregistré une hausse de 3,9%, contre 7,5% l'année précédente. Le taux d'accroissement du revenu réel par habitant a fléchi d'un point au cours de chacune des deux dernières années, pour s'établir à 5%. Ce ralentissement dans l'amélioration du pouvoir d'achat des ménages a contribué, avec l'augmentation de la production, à réduire l'excédent de la demande de biens de consommation.

En *Pologne*, le revenu national et les exportations se sont ressentis, plus encore qu'en Union Soviétique, du fléchissement de 4,7% de la production agricole. Bien que la production industrielle se soit inscrite en hausse de 8,9%, le taux de croissance du revenu national est tombé de 9% en 1968 à 3½% en 1969. Les exportations de denrées alimentaires ont fléchi parallèlement à la production agricole, et les ventes à l'étranger ont, dans l'ensemble, progressé de 10%, contre 13% en 1968. En même temps, les importations se sont accrues au rythme de 12,5%, légèrement supérieur à celui de l'année précédente. Malgré un ajustement appréciable des pensions, l'augmentation des revenus nominaux s'est quelque peu ralentie, les majorations de salaires n'ayant pas dépassé 3%. Toutefois, l'offre de biens de consommation est restée tendue et la situation s'est détériorée vers la fin de l'année.

En *République démocratique allemande*, le développement de l'industrie a reçu une nouvelle impulsion. Les dépenses en capital fixe ont, au total, enregistré une progression de 13%, succédant à un accroissement de 10% en 1968; les investissements ont surtout porté sur les secteurs industriels faisant appel à des techniques de pointe. La production industrielle s'est accrue de 7%, contre 6,1% l'année précédente. Malgré un fléchissement de 6,6% de la production agricole, dû à la sécheresse de l'été, le taux de croissance du revenu national n'a été, avec 5%, que légèrement inférieur à celui de 1968. L'augmentation des salaires réels a suivi de près l'évolution du revenu national. L'expansion accélérée des ventes au détail (+6,1% en 1969, contre +4,9% en 1968) permet de penser que le niveau de vie a progressé à peu près au même rythme.

En *Tchécoslovaquie*, les déséquilibres apparus en 1968 entre l'offre et la demande ont eu tendance à s'accroître l'an dernier. Les revenus nominaux se sont accrues de 11,4%, tandis que les dépenses ont accusé une hausse de 12,3%. Ces chiffres contrastent avec le taux de 6½% de croissance réelle du revenu national. Malgré cette évolution de la demande interne, une limitation a été imposée aux importations qui, de ce fait, n'ont augmenté que de 5,3% en 1969, après avoir progressé de près de 15% en 1968. Les exportations ont, en revanche, enregistré une expansion de 9,5%, près de deux fois plus forte que celle de l'an dernier,

permettant ainsi d'équilibrer les comptes extérieurs. Des mesures de lutte contre l'inflation ont été prises vers le milieu de l'année 1969 et, selon les prévisions budgétaires établies pour 1970, les recettes fiscales devraient être supérieures aux dépenses.

En *Hongrie*, la hausse des revenus nominaux a atteint 10%, taux voisin de celui qu'a enregistré la Tchécoslovaquie. La réforme économique de 1968 ayant toutefois incité les entreprises à s'orienter davantage vers la libre concurrence, et le secteur commercial ayant procédé à une certaine réduction des stocks, les déséquilibres ont été moins marqués au stade de la consommation. En partie à cause d'une réduction de la durée du travail, le rendement individuel ne s'est pas accru et, comme le processus d'adaptation de l'industrie à la réforme économique n'était pas encore achevé, l'augmentation de la production s'est limitée à 3%. Grâce à une expansion, supérieure à la moyenne, de la production agricole, le taux de croissance du revenu national a néanmoins atteint 6%, soit un point de plus que l'année précédente. Les exportations ont bénéficié des résultats favorables dans l'agriculture et de la haute conjoncture qui régnait en Europe occidentale, ce qui leur a permis de progresser de 16%. Bien que le développement des importations se soit accéléré, passant de 1,5 à 7%, la balance commerciale, qui s'était soldée par un léger déficit en 1968, a fait apparaître un excédent de près de \$150 millions en 1969.

En *Roumanie*, l'expansion des investissements fixes, qui avait atteint des cadences supérieures à 10% au cours de chacune des années 1966 à 1968, est tombée à 5% en 1969. En revanche, la production industrielle s'est accrue de 10,7%, ne marquant ainsi qu'un léger ralentissement. Le taux de croissance des importations, qui avait atteint jusqu'à 27% en 1967, est retombé à 4% en 1968 et à 6% en 1969. Le rythme de progression des exportations a doublé, passant à 10,4%, mais cette accélération a seulement contribué à réduire le déficit commercial. Une évolution analogue s'est produite en *Bulgarie*, où les dépenses en capital fixe et les importations ont même fléchi, tandis que le taux de croissance de la production industrielle et celui des exportations sont restés relativement stables, avec 10 et 11 ½% l'an respectivement. Dans les deux pays, le pourcentage d'augmentation du produit matériel net s'est inscrit en reprise en 1969, passant de 6,8 à 7,3% en Roumanie et de 6,4 à 7,7% en Bulgarie. En *Albanie*, le revenu national a augmenté de 11%, comme en 1968. Ce résultat est dû à de très bonnes récoltes, tandis que la production industrielle, après une expansion de 19% en 1968, s'est accrue de 11% en 1969.

L'activité économique en *Yougoslavie* a été stimulée en 1969 par l'expansion monétaire de l'année précédente. Le produit national brut, à prix constants, a progressé de 10%, contre 4% en 1968. La reprise s'est toutefois accompagnée d'une

montée en flèche des prix; en décembre 1969, les prix de détail étaient supérieurs de 12% à ceux du mois correspondant de 1968. Le commerce extérieur, avec les pays d'Europe occidentale notamment, s'est également développé à un rythme accéléré, les ventes à l'étranger s'inscrivant en progression de 17%, contre 19% pour les importations. En conséquence, le déficit de la balance commerciale s'est aggravé de \$120 millions, pour s'élever à \$660 millions. Grâce à des recettes touristiques importantes et à une vive recrudescence des envois de fonds effectués par les travailleurs émigrés, le déficit des paiements courants (environ \$130 millions) n'a été que légèrement supérieur à celui de l'année précédente. L'objectif primordial reste le rétablissement de la stabilité des prix, qui contribuerait également à améliorer la situation de la balance des paiements.

II. MONNAIE, CRÉDIT ET MARCHÉS DES CAPITAUX.

Au cours des dix-huit mois écoulés, les pays industrialisés du monde occidental et le Japon ont à nouveau largement recouru à une politique monétaire restrictive. Aux Etats-Unis et au Canada, le revirement s'est opéré à la fin de 1968, tandis qu'au Royaume-Uni le dispositif de freinage avait déjà été mis en place quelque temps auparavant. Sur le continent européen, le changement d'orientation ne s'est pas produit simultanément dans les différents pays et, dans certains cas, il n'est pas intervenu avant le deuxième semestre de 1969.

Etant donné la vigueur de la demande de crédit et les perspectives d'inflation, les mesures de freinage ont provoqué une envolée des taux d'intérêt. Si les pressions émanaient principalement des Etats-Unis, la politique suivie par le Royaume-Uni et, dans une certaine mesure également, l'afflux de capitaux qu'a connu l'Allemagne fédérale jusqu'au moment de la réévaluation, ont contribué, eux aussi, à ce mouvement de hausse. Les autres pays se sont adaptés aux niveaux élevés des taux d'intérêt sur le plan international, encore que, dans plusieurs cas, ils eussent probablement préféré régler leurs problèmes intérieurs d'une façon quelque peu différente.

Depuis l'automne dernier, les écarts de taux d'intérêt se sont sensiblement rétrécis, en raison principalement de l'évolution de la conjoncture en Allemagne fédérale, en Italie, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis. Les facteurs inflationnistes étant toujours très répandus, il n'est toutefois pas encore permis de distinguer une tendance au fléchissement des taux ni, à plus forte raison, une évolution nettement divergente d'un pays à l'autre.

Formation des avoirs liquides et crédits bancaires.

Au cours des dernières années, une vive controverse s'est engagée au sujet du rôle de la politique monétaire et de l'incidence de la masse monétaire sur l'activité économique. On oublie fréquemment dans ces discussions que la banque centrale n'a souvent pas, en pratique, la possibilité d'exercer une action efficace sur les variations du volume de la monnaie. En d'autres termes, l'évolution de la masse monétaire est la résultante d'un « dosage » des divers moyens d'action de la politique économique comprenant, non seulement les instruments monétaires et de gestion de la dette publique, mais aussi la politique des changes, des revenus et du budget. Lorsque des distorsions ressortissant principalement à l'un de ces trois derniers domaines se produisent – niveau peu réaliste d'un taux de change, explosion des salaires, déséquilibre prononcé du budget – il peut se révéler

difficile, voire impossible pour les autorités monétaires, de poursuivre de façon indépendante leurs objectifs de réglage de la masse monétaire. En bref, la gestion de la monnaie en général repose sur l'ensemble de la politique économique suivie par les autorités tout en étant le reflet de celle-ci. La politique monétaire n'est efficace que si les résultats obtenus dans les autres domaines de la politique économique sont satisfaisants.

Ces considérations s'éclairent à la lumière des indications du tableau ci-contre sur l'évolution des engagements monétaires et quasi monétaires du système bancaire et les variations correspondantes 1) des avoirs nets à l'étranger, 2) du crédit au secteur public et 3) du crédit au secteur privé.

Par suite du resserrement du crédit, les disponibilités monétaires et quasi monétaires se sont évidemment accrues à un rythme moins élevé que le produit national brut; ce ralentissement a été particulièrement marqué aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, en France et, dans une certaine mesure également, en Belgique, au Canada, au Japon et en Suède. Cependant, comme le rapport entre les disponibilités et le produit national brut est établi sur la base de moyennes annuelles et que, dans certains cas, les mesures de freinage ont été soit relativement inefficaces, soit introduites en fin d'année, l'accroissement des avoirs liquides a, dans plusieurs pays, continué d'égaliser, et même de dépasser, celui du produit national brut. Les progressions relatives ont été très prononcées en Suisse, Espagne, Norvège, Italie, Allemagne fédérale et Autriche. En outre, la comparaison avec l'augmentation du produit national brut, exprimé cette fois en termes réels, montre que la monnaie et la quasi-monnaie ont encore marqué un accroissement relativement important dans tous les pays.

Le ralentissement de l'expansion des disponibilités monétaires et quasi monétaires est, dans un certain nombre de pays, imputable en grande partie à la contraction des prêts bancaires au secteur public. Cette évolution a été particulièrement accentuée aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et au Canada. Aux Etats-Unis, le budget fédéral, fortement déficitaire en 1967 et 1968, a fait apparaître un excédent en 1969, tandis que les banques, pour maintenir leur activité de prêt, ont allégé leur portefeuille de titres d'Etat. De même, au Royaume-Uni, la position de l'ensemble du secteur public est devenue excédentaire, et les autorités monétaires ont placé un volume appréciable de Fonds d'Etat en dehors du système bancaire. Au Canada également, le budget de l'Etat, précédemment en déficit, a de nouveau dégagé un léger surplus, tandis que les banques ont, à la même époque, jeté sur le marché des paquets de valeurs du Trésor. Au Japon, la réduction des achats de titres d'emprunts publics par le système bancaire s'explique, au premier chef, par la diminution des besoins de financement des pouvoirs publics.

Système bancaire: Evolution de la situation monétaire.

Pays	Années	Variations annuelles des principaux postes:					Produit national brut, aux prix du marché	Monnaie et quasi-monnaie, ¹ en pourcentage du P.N.B.
		actif			passif			
		Avoirs nets à l'étranger	Crédit au secteur public	Crédit au secteur privé	Monnaie	Quasi-monnaie		
en milliards d'unités de monnaie nationale								
Allemagne fédérale .	1967	5,12	13,99	18,33	11,53	22,61	495	45,7
	1968	11,25	11,17	30,90	7,22	32,67	539	48,3
	1969	- 3,05	1,59	51,15	11,20	28,52	601	50,1
Autriche	1967	4,92	3,41	8,94	3,45	10,58	279	55,8
	1968	4,54	3,45	11,16	3,87	12,13	295	57,7
	1969	3,51	3,96	19,47	4,69	16,62	323	58,9
Belgique	1967	7,90	6,60	25,40	10,90	21,50	975	46,3
	1968	- 11,00	31,30	26,60	26,10	19,30	1.036	47,7
	1969	8,60	28,30	15,50	9,80	29,50	1.139	47,0
Canada	1967	0,01 ²	1,28	2,08	1,59	1,51	65,6	34,6
	1968	0,33 ²	0,75	2,06	1,64	1,86	71,5	36,1
	1969	0,07 ²	- 0,96	2,05	- 0,69	1,41	78,1	35,7
Danemark	1967	0,00	1,21	2,96	1,78	1,84	85,0	48,6
	1968	- 0,12	3,06	3,71	3,54	2,34	92,7	49,4
	1969	- 0,52	0,75	6,33	3,00	2,04	105,2	49,0
Espagne	1967	3,40	48,20	131,50	74,30	100,20	1.617	70,7
	1968	4,30	56,70	184,40	65,90	159,90	1.784	76,1
	1969	- 18,40	60,20	233,00	98,00	183,80	1.945	82,3
Etats-Unis	1967	- 0,10 ²	24,30	16,40	13,30	22,00	794	43,5
	1968	0,90 ²	13,80	30,40	11,90	20,60	866	43,2
	1969	1,30 ²	- 5,70	19,30	7,80	- 12,40	932	41,3
Finlande ³	1967	- 250	10	1.752	- 39	1.053	29.900	42,6
	1968	1.006	- 419	902	488	1.176	33.700	41,9
	1969	203	- 50	2.105	470	1.478	37.100	42,6
France	1967	1,18	5,26	24,90	9,04	20,53	572	42,0
	1968	- 15,72	3,26	34,63	15,84	13,77	625	43,4
	1969	- 9,35	3,51	23,43	0,94	17,10	724	40,8
Italie	1967	225	259	3.569	2.534	1.595	43.800	69,8
	1968	346	1.484	2.924	2.264	1.736	47.100	73,1
	1969	- 750	1.125	4.256	3.327	1.128	51.500	75,4
Japon	1967	214	882	5.154	1.653	2.923	43.100	73,1
	1968	403	759	5.094	1.786	3.270	51.080	71,0
	1969	801	499	7.336	3.127	4.118	60.030	70,8
Norvège	1967	1,17	- 0,27	1,84	0,83	2,08	60,2	51,4
	1968	1,03	1,18	1,96	1,86	2,14	64,6	52,9
	1969	- 0,38	1,09	3,17	1,15	2,57	69,4	55,3
Pays-Bas	1967	0,31	0,42	2,51	1,16	2,26	83,0	34,4
	1968	- 0,31	1,25	2,40	2,17	2,00	91,3	35,8
	1969	0,86	0,58	2,67	1,57	2,19	102,2	35,8
Royaume-Uni ²	1967	- 355	1.332	512	1.497	-	40.000	34,3
	1968	- 1.088	1.406	686	964	-	42.800	35,0
	1969	597	- 729	574	456	-	45.700	34,0
Suède	1967	- 0,16	1,15	4,92	1,30	3,67	127	33,3
	1968	- 0,07	1,83	5,26	2,30	4,55	136	35,7
	1969	- 1,77	2,37	1,48	- 0,64	1,26	147	35,6
Suisse	1967	0,66 ⁴	0,80	6,23	2,26	3,45	68,8	100,5
	1968	2,55 ⁴	0,95	8,10	4,08	5,64	74,0	104,5
	1969	0,57 ⁴	1,41	11,50	4,30	11,53	79,9	112,8

¹ Moyennes annuelles (sur la base de données trimestrielles). ² Autorités monétaires seulement. ³ En millions d'unités de monnaie nationale. ⁴ Banque Nationale seulement.

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

Sur le continent européen, les changements intervenus sur le plan budgétaire ont généralement été moins prononcés, bien que les résultats obtenus par certains pays aient été en progression par rapport à l'année précédente. En Belgique, le déficit du budget s'est inscrit en recul, quoique les besoins de financement monétaire aient été assez considérables vu l'étroitesse du marché financier. En France également, le déficit budgétaire a été sensiblement réduit. Au Danemark, le gouvernement a utilisé l'excédent substantiel de trésorerie pour améliorer sa position envers la banque centrale. En Allemagne fédérale, un renversement s'est produit dans la situation des comptes financiers du secteur public qui, précédemment déficitaires, ont fait apparaître un excédent dont le produit a permis aux autorités de réduire l'endettement à court terme envers le système bancaire et de mettre fin aux émissions de titres sur le marché. En Espagne, la diminution du montant net des emprunts du secteur public a essentiellement reflété l'amélioration de la situation budgétaire. Le découvert s'est légèrement rétréci aux Pays-Bas, et le gouvernement a recouru au marché des capitaux pour financer une fraction beaucoup plus importante de ses dépenses. En Italie, le gouvernement a pu diminuer quelque peu ses appels à des capitaux empruntés; cependant, par suite de l'orientation restrictive imprimée à la politique monétaire au cours de l'été, les banques ont commencé à liquider une partie de leur portefeuille de titres d'Etat, de sorte que la banque centrale a été amenée à combler la différence. En Suède, l'augmentation des besoins officiels de financement s'explique, et au-delà, par le développement des prêts de l'Etat à la construction de logements.

Les fluctuations des avoirs extérieurs du système bancaire et leur répartition entre la banque centrale et les établissements de crédit ont joué un rôle important dans la détermination du taux de croissance des disponibilités monétaires et quasi monétaires en 1969. Au Royaume-Uni, l'excédent des comptes extérieurs a contribué à entretenir le mouvement d'expansion monétaire; aux Etats-Unis, l'afflux massif d'Euro-dollars (comptabilisés cependant comme ressources autres que les dépôts) a plus ou moins abouti au même résultat. L'excédent de la balance générale des paiements du Japon s'étant accru, les autorités ont — entre autres mesures — incité les banques à renforcer leur position nette en devises, en vue de freiner la formation d'avoirs liquides sur le plan interne. En revanche, l'excédent de la balance de base a légèrement fléchi au Canada, et la montée des taux d'intérêt à l'étranger a provoqué des sorties nettes de capitaux par l'intermédiaire des banques.

En ce qui concerne l'Europe continentale, le contrôle de la liquidité bancaire s'est révélé très difficile en Allemagne fédérale, étant donné l'important excédent de paiements dégagé par ce pays en 1968, et en 1969 jusqu'à la réévaluation; les difficultés se sont prolongées après le changement de parité du mark, en dépit

des sorties nettes de capitaux, pour ne s'atténuer qu'au moment où la liquidité bancaire a atteint un niveau peu élevé. En Espagne, France, Italie et Suède, les avoirs extérieurs nets ont fortement fléchi l'an dernier alors que, dans le cas de la Norvège, de l'Autriche, de la Finlande et de la Suisse, ils ont accusé soit une légère diminution, soit une progression moins rapide. Au début de l'année, la

Modifications des taux d'escompte officiels depuis 1967.

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		Norvège	
27 mai 1966	5	11 juin 1964	6½	14 février 1955	3½
6 janvier 1967	4½	19 décembre 1967	7½	27 septembre 1969	4½
17 février 1967	4	19 mars 1968	7		
14 avril 1967	3½	13 juin 1968	6½	Pays-Bas	
12 mai 1967	3	29 août 1968	6	2 mai 1966	5
18 avril 1969	4	31 mars 1969	7	15 mars 1967	4½
20 juin 1969	5	12 mai 1969	9	20 décembre 1968	5
11 septembre 1969	6			9 avril 1969	5½
9 mars 1970	7½	Espagne		4 août 1969	6
Autriche		9 juin 1961	5		
27 juin 1963	4¼	27 novembre 1967	5½	Portugal	
18 avril 1967	4¼	22 juillet 1969	6¼	1er septembre 1965	3
26 octobre 1967	3¾	23 mars 1970	8¼	25 avril 1970	3½
11 septembre 1969	4¾	Etats-Unis			
22 janvier 1970	5	6 décembre 1965	4½	Royaume-Uni	
Belgique		7 avril 1967	4	14 juillet 1966	7
2 juin 1966	5¼	20 novembre 1967	4½	26 janvier 1967	6½
2 février 1967	5	22 mars 1968	5	16 mars 1967	6
23 mars 1967	4¾	19 avril 1968	5½	4 mai 1967	5½
11 mai 1967	4¾	30 août 1968	5½	19 octobre 1967	6
14 septembre 1967	4¼	18 décembre 1968	5½	9 novembre 1967	6½
26 octobre 1967	4	4 avril 1969	6	20 novembre 1967	8
7 mars 1968	3¾	France		21 mars 1968	7½
19 décembre 1968	4½	8 avril 1965	3½	19 septembre 1968	7
6 mars 1969	5	3 juillet 1968	5	27 février 1969	8
10 avril 1969	5½	13 novembre 1968	6	5 mars 1970	7½
29 mai 1969	6	14 juin 1969	7	15 avril 1970	7
3 juillet 1969	7	9 octobre 1969	8		
18 septembre 1969	7½	Grèce		Suède	
Canada		17 janvier 1963	5½	10 juin 1966	6
14 mars 1966	5¼	25 juillet 1967	4½	3 février 1967	5½
30 janvier 1967	5	25 juin 1968	5	10 mars 1967	5
7 avril 1967	4½	1er février 1969	5½	15 décembre 1967	6
27 septembre 1967	5	1er juillet 1969	6	9 février 1968	5½
20 novembre 1967	6	15 septembre 1969	6½	11 octobre 1968	5
22 janvier 1968	7	Italie		28 février 1969	6
15 mars 1968	7½	7 juin 1958	3½	11 juillet 1969	7
2 juillet 1968	7	14 août 1969	4		
29 juillet 1968	6½	9 mars 1970	5½	Suisse	
3 septembre 1968	6	Japon		6 juillet 1966	3½
18 décembre 1968	6½	26 juin 1965	5,475	10 juillet 1967	3
3 mars 1969	7	1er septembre 1967	5,84	15 septembre 1969	3½
11 juin 1969	7¼	6 janvier 1968	6,205		
16 juillet 1969	8	7 août 1968	5,84		
12 mai 1970	7½	1er septembre 1969	6,25		

Belgique, le Danemark et les Pays-Bas ont été également exposés à de fortes pressions d'origine externe; la situation a toutefois évolué par la suite, sous l'effet principalement des reflux de capitaux consécutifs à la réévaluation allemande. Dans certains pays, Allemagne fédérale et Italie notamment, les sorties de capitaux à long terme provoquées par la montée des taux d'intérêt ont eu tendance à freiner l'expansion de la masse monétaire. Les exportations nettes de capitaux par les banques ont abouti à un résultat identique, puisqu'elles donnèrent normalement lieu à une conversion en devises de monnaie nationale par l'intermédiaire de la banque centrale.

Si la progression des crédits bancaires au secteur privé de l'économie a marqué un ralentissement plus précoce aux Etats-Unis qu'au Canada, elle est restée étroitement limitée au Royaume-Uni par un plafonnement quantitatif. Au Japon, l'utilisation du frein monétaire, à partir de l'été dernier, n'a guère empêché un développement accéléré des prêts aux particuliers.

Sur le continent européen, les avances des banques au secteur privé ont fortement progressé dans la plupart des pays, car les mesures de freinage n'ont généralement été appliquées qu'à partir de la fin de l'année. Ainsi, l'expansion du crédit bancaire s'est accélérée, par rapport à 1968, en Autriche, au Danemark, en Espagne, en Finlande, en Italie, en Norvège et en Suisse. Le taux déjà élevé d'accroissement qui prévalait en Allemagne fédérale a encore été renforcé, après la dévaluation, par les emprunts contractés par les entreprises pour suppléer à un reflux massif des capitaux à l'étranger. A la suite des mesures d'encadrement du crédit, la progression des encours bancaires a été contenue aux Pays-Bas et a accusé un fléchissement accentué en France et en Suède. Si, en Belgique, un système de plafonnement a fixé des limites à l'expansion du crédit pendant la plus grande partie de l'année, il y a toutefois lieu de noter que la demande de ressources a fléchi sous l'effet du retour d'un volume considérable de fonds après la réévaluation du mark.

Marchés nationaux des capitaux.

D'une façon générale, la tension a été très vive sur les marchés financiers l'an dernier. Le resserrement monétaire a joué à cet égard un rôle capital en soumettant les banques à des pressions et en les amenant à réduire leur portefeuille-titres ou à freiner leurs achats de valeurs mobilières. De plus, devant la hausse des taux d'intérêt et la perspective de la poursuite de l'inflation, le public s'est montré peu empressé à contracter des engagements à long terme, bien que, dans certains pays, il ait commencé à changer d'attitude quand les taux d'intérêt lui

ont paru avoir atteint leur maximum. Du côté de la demande, les placements nets de titres d'emprunts publics ont fléchi dans la plupart des pays, en partie à cause de l'amélioration de la situation budgétaire. Dans le secteur privé, où la demande de capitaux est restée vive, les émissions d'obligations n'ont accusé que des reculs assez modérés et ont parfois même progressé, tandis que les émissions d'actions se sont sensiblement développées dans un certain nombre de pays.

Aux Etats-Unis, le fléchissement, en 1969, du montant total des émissions a été dû principalement à l'évolution de la situation budgétaire qui, de déficitaire, est devenue excédentaire; indépendamment du budget proprement dit, les nouvelles émissions lancées par les organismes gouvernementaux, pour soutenir notamment le marché hypothécaire, sont toutefois passées d'un peu plus de \$3 milliards en 1968 à près de \$9 milliards en 1969. Par ailleurs, un fléchissement du volume des emprunts étrangers et des émissions des collectivités locales a été plus que compensé par une progression des augmentations de capital, tandis que les souscriptions d'obligations des sociétés se sont maintenues au niveau de 1968. La situation s'est présentée de façon à peu près identique au Canada, où l'étroitesse du marché financier a, en outre, conduit les administrations locales et les sociétés à intensifier leurs emprunts à l'étranger.

Au Royaume-Uni, bien que le déficit des finances publiques ait fait place à un excédent, les autorités ont placé d'importantes quantités de Fonds d'Etat auprès du secteur privé non bancaire. Les sociétés n'ont pratiquement pas fait appel au marché pendant le second semestre de 1969.

En Allemagne fédérale, le montant net des placements de valeurs mobilières a fortement baissé, en raison d'une part de la diminution des besoins de financement du secteur public et, d'autre part, du fléchissement de la demande de titres par les banques. Le montant des émissions étrangères a toutefois atteint des proportions records. Au Japon, la réduction des émissions nettes a surtout résulté de la diminution du déficit du budget de l'Etat.

En Italie, l'accroissement du volume des emprunts publics et des augmentations du capital-actions des sociétés a contribué à une progression du total des émissions nettes. Toutefois, par suite du changement intervenu dans la politique monétaire, qui a entraîné dans son sillage une réduction des acquisitions de titres par les établissements de crédit, les achats effectués par la Banque d'Italie ont été largement supérieurs à l'accroissement global du volume net des émissions. Au Danemark également, les absorptions de titres par la banque centrale ont porté sur une quantité considérable en 1968, et encore assez importante au début de l'an passé, ce qui a permis d'accroître le volume des titres nouvellement émis.

Marchés nationaux des capitaux: Montant net des émissions.

Pays	Années	Secteur public		Secteur privé ¹		Emissions d'obligations étrangères	Total	Emissions privées et étrangères	Total net des émissions
		Etat	Collectivités locales et organismes publics	Actions	Obligations				
Allemagne fédérale	1967	2,03 ²	3,06	1,91	10,23	0,86 ³	18,09	2,6	3,7
	1968	1,24 ²	2,46	3,15	13,97	5,15 ³	25,97	4,1	4,8
	1969	0,34 ²	0,27	2,80	11,77	6,17 ³	21,36	3,5	3,6
Belgique . . .	1967	12,17	24,98	14,77	21,12	0,17	73,21	3,7	7,5
	1968	18,56	25,75	22,17	30,38	0,93	96,79	5,2	9,3
	1969	17,40	24,38	20,92	14,93	.	77,63	3,1	6,8
Canada	1967	0,82	1,68	0,50	0,83	—	3,83	2,0	5,8
	1968	0,91	1,32	0,55	0,53	0,01 ⁴	3,31	1,5	4,6
	1969	0,25	1,16	0,78	0,43	—	2,82	1,6	3,4
Danemark . . .	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
	1969	- 0,14	.	0,32	8,20	—	8,38	8,1	8,0
Etats-Unis ⁵ . .	1967	12,60 ⁶	7,80	4,80	16,00	1,90 ⁴	43,10	2,9	5,4
	1968	16,70 ⁶	10,00	3,80	14,00	1,90 ⁴	46,40	2,3	5,4
	1969	3,60 ⁶	8,80	7,60	14,00	1,30 ⁴	35,30	2,5	3,8
France	1967	0,21	0,87	3,15	7,00	0,20	11,43	1,8	2,0
	1968	- 0,94	0,81	3,63	5,80	—	9,30	1,5	1,5
	1969	- 0,95	0,43	7,54	6,95	—	13,97	2,0	1,9
Italie	1967	457	562 ⁷	396	1.389	22	2.826	4,1	6,5
	1968	831	513 ⁷	473	1.705	44	3.566	4,8	7,6
	1969	538	1.024 ⁷	681	1.774	9	4.026	4,8	7,9
Japon	1967	645	245	384	1.702	—	2.976	4,8	6,9
	1968	581	163	478	1.536	—	2.758	3,9	5,4
	1969	372	179	475	1.475	—	2.501	3,2	4,2
Pays-Bas	1967	0,32	0,76	0,08	0,35	0,05 ⁴	1,56	0,6	1,9
	1968	0,26	0,71	0,09	0,39	0,11 ⁴	1,57	0,6	1,7
	1969	0,83	0,64	0,15	0,30	—	1,92	0,4	1,9
Royaume-Uni . .	1967	0,53 ⁸	0,22	0,07	0,41	0,11	1,33	1,5	3,3
	1968	- 0,51 ⁸	0,12	0,36	0,27	0,23	0,49	2,0	1,1
	1969	0,16 ⁸	0,07	0,20	0,41	0,19	1,06	1,8	2,3
Suède	1967	1,20	0,53	0,55	5,61	—	7,89	4,8	6,2
	1968	2,15	0,38	0,48	6,27	—	9,30	5,0	6,8
	1969	1,71	0,35	0,84	7,83	—	10,73	5,9	7,3
Suisse ⁹	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	7,5
	1969	0,19	0,44	2,44	1,91	0,74 ³	5,72	6,4	7,2

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

En France et en Suisse, le montant net des émissions a été plus élevé en 1969. Dans ces deux pays, la position du budget de l'Etat a été meilleure, et les

emprunts des collectivités locales se sont inscrits en recul. Le volume des offres d'actions s'est fortement accru sur les deux marchés, mais les émissions d'obligations n'ont marqué de progrès qu'en France. En Suisse, les emprunts intérieurs et étrangers de valeurs à revenu fixe, qui demeurent soumis à une autorisation préalable, ont atteint un niveau légèrement inférieur à celui de 1968.

En Suède, l'augmentation, en chiffres nets, du volume des émissions d'obligations est en majeure partie imputable aux emprunts lancés par les établissements de crédit hypothécaire, mais les entreprises ont pris une part plus active sur le marché des valeurs à revenu variable. Les établissements de crédit, par leurs achats de valeurs mobilières effectués vraisemblablement pour satisfaire aux obligations de réserves qui leur ont été imposées l'an dernier, ont contribué à soutenir le marché.

Aux Pays-Bas, le gouvernement central, dont le budget s'est de nouveau soldé par un important déficit, a multiplié ses appels au marché financier. De ce fait, les collectivités locales ont été contraintes de couvrir une large proportion de leurs besoins par l'emprunt à court terme, et les sociétés privées ont été amenées à solliciter davantage de prêts bancaires à moyen et à long terme.

Emissions étrangères et émissions internationales d'obligations.

Le montant total des émissions étrangères et internationales d'obligations est retombé à \$5,3 milliards l'an dernier, après avoir atteint, en 1968, le chiffre record de \$6,4 milliards. Les emprunts étrangers classiques (placés sur un seul marché national) ont fléchi de plus d'un quart, pour s'établir à \$2,2 milliards, tandis que les émissions internationales (ou «Euro-émissions») diminuaient de près d'un dixième, pour atteindre environ \$3,1 milliards. L'importance de l'Europe par rapport aux Etats-Unis a continué de croître sur le plan de l'offre de capitaux internationaux.

Emissions étrangères. Le fléchissement des emprunts étrangers de type classique s'explique à concurrence de près des deux tiers par la diminution du volume des émissions aux Etats-Unis qui, d'un total d'environ \$1,9 milliard en 1968, sont tombées à moins de \$1,4 milliard en 1969. Les organismes internationaux ont cessé complètement de faire appel au marché américain et développé leurs emprunts en Europe, mais ces derniers, au lieu de revêtir la forme de nouvelles émissions, ont surtout été contractés auprès d'institutions monétaires suivant d'autres formules. De plus, le Canada, qui est à lui seul, le plus gros emprunteur du marché des Etats-Unis, s'est tourné davantage vers les sources européennes de capitaux.

**Emissions étrangères et internationales d'obligations:
Emissions publiques et autres, 1967-69.¹**

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 ²	Suisse	Autres pays	Total				
en millions de dollars E.U.									
Europe continentale	1967	—	54	5	59	—	59	886	945
	1968	99	89	14	202	—	202	658	860
	1969	56	93	—	149	3	152	1.082	1.234
Royaume-Uni . . .	1967	—	23	—	23	—	23	51	74
	1968	—	15	—	15	—	15	134	149
	1969	13	30	6	49	—	49	235	284
Canada	1967	—	—	—	—	1.172	1.172	—	1.172
	1968	63	—	—	63	1.155	1.217	38	1.255
	1969	81	—	—	81	1.104	1.185	228	1.412
Etats-Unis	1967	22	49	—	71	—	71	527	598
	1968	35	139	—	174	—	174	2.059	2.232
	1969	25	134	66	225	—	225	1.032	1.257
Japon	1967	—	—	—	—	15	15	—	15
	1968	—	14	—	14	—	14	180	194
	1969	—	—	—	—	9	9	246	255
Reste du monde . .	1967	—	17	116	133	237	370	305	675
	1968	101	25	31	157	280	438	259	698
	1969	37	28	—	65	239	304	247	551
Organismes internationaux .	1967	—	14	100	114	510	624	120	744
	1968	218	50	138	405	470	931 ³	40	971
	1969	207	14	30	251	—	251	40	291
Total des émissions placées	1967	22	157	221	400	1.933	2.333	1.889	4,222
	1968	515	331	184	1.030	1.905	2,991 ³	3.368	6,359
	1969	419	298	102	819	1.355	2.174	3,110	5,284

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 fédérale 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, qui sont 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 matérialisés par des certificats de dette non négociables), n'étant pas placés dans le public, ne sont pas compris dans les émissions étrangères en Allemagne fédérale. ³ Y compris des placements, d'un faible montant, effectués dans d'autres zones.

En Europe, où les émissions étrangères sont généralement restées assujetties à une autorisation officielle ou à un contrôle officieux, le volume des titres nouvellement émis s'est contracté de \$210 millions, pour atteindre l'an dernier \$820 millions. Les prêteurs les plus importants ont été de loin la Suisse, où la politique à l'égard des emprunts étrangers a été légèrement moins libérale qu'en 1968, et l'Allemagne fédérale, où un contrôle officieux effectué à partir du printemps de 1969 par les banques a limité les émissions de ce type. Les chiffres

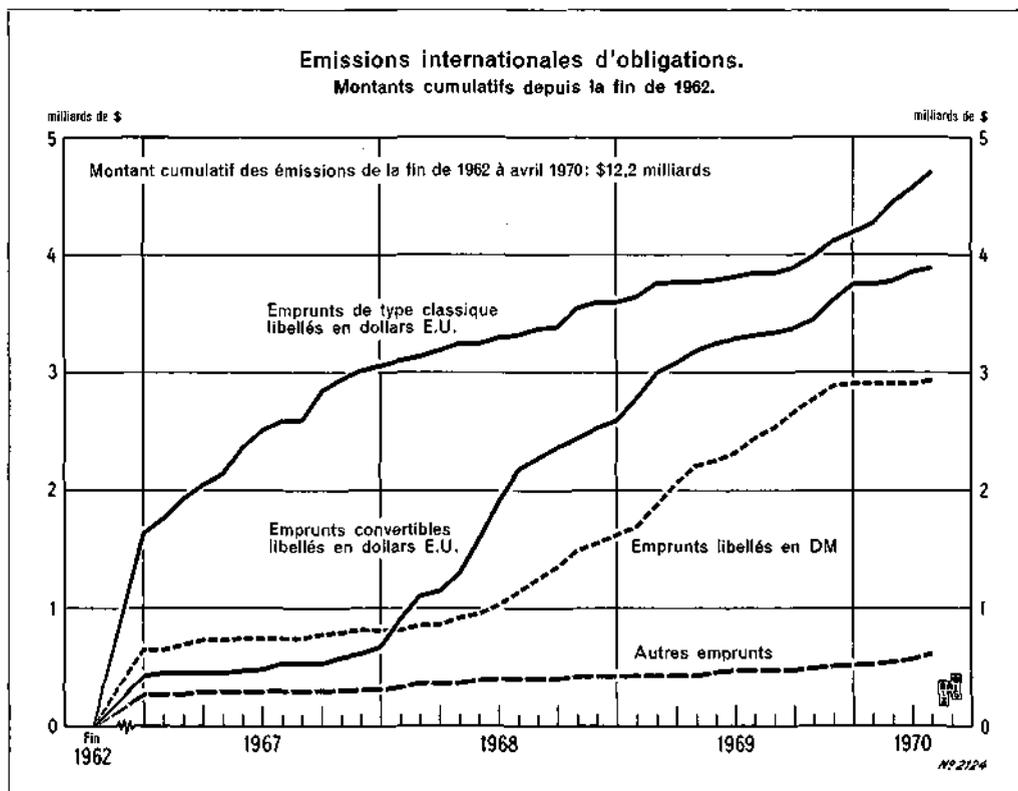
concernant ce dernier pays sont loin de refléter l'importance réelle qu'ont revêtue les appels de l'étranger aux ressources du marché allemand par suite de l'extension considérable des emprunts effectués sous d'autres formes en 1969.

Emissions internationales. Le volume des nouvelles émissions internationales (ou «Euro-émissions») s'est inscrit en recul de \$260 millions, pour s'établir à \$3,1 milliards en 1969, montant bien supérieur encore à celui qui a été noté en 1967 (\$1,9 milliard). Les emprunts contractés par les sociétés américaines et par leurs filiales financières ont atteint plus de \$1 milliard, soit la moitié du chiffre réalisé en 1968. Cette année-là, il est vrai, ces sociétés, devant la rigueur accrue du programme de redressement de la balance des paiements des Etats-Unis, avaient donné à leurs émissions une ampleur exceptionnelle, anticipant en partie sur leurs besoins réels.

L'année 1969 a été surtout marquée par l'accroissement de l'activité des emprunteurs d'Europe occidentale, dont les émissions ont progressé de deux tiers, pour atteindre \$1.315 millions. Les principaux émetteurs ont été les grands pays industriels: Royaume-Uni, Allemagne fédérale, France, Italie et Pays-Bas. Comme dans le cas des Etats-Unis, l'activité d'emprunt des pays européens a souvent été liée étroitement à des considérations de balance des paiements. Au Royaume-Uni, en France et en Italie, en particulier, les autorités ont incité les emprunteurs, pour des raisons touchant à la balance des paiements, à se procurer des ressources sur le marché international des obligations. En outre, les investissements directs à l'étranger des entreprises néerlandaises se sont développés l'an dernier et ont été largement financés à l'aide de ressources extérieures provenant de placements d'actions et d'obligations en dehors du public. Le Danemark également a fortement accru ses appels au marché. Les emprunteurs allemands, qui s'étaient totalement abstenus d'y recourir en 1968, ont repris l'an dernier le chemin de ce marché où, pour la première fois, un important emprunt suisse a été lancé. En revanche, Autrichiens, Finlandais et Norvégiens ont réduit le montant de leurs émissions.

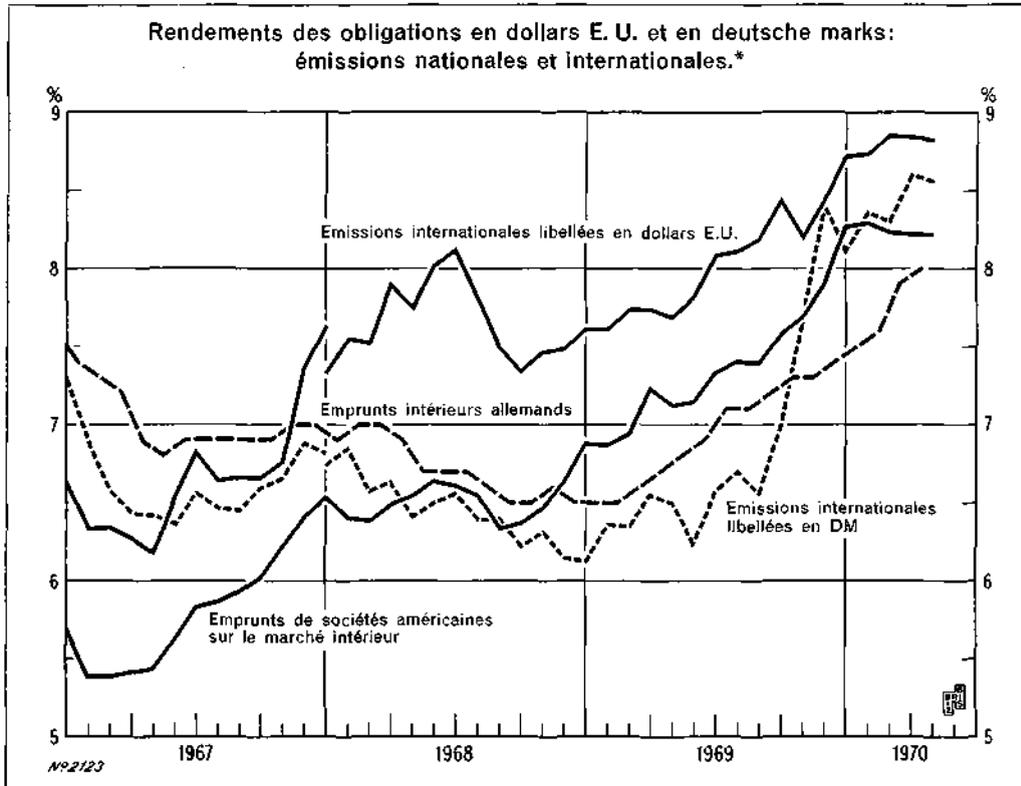
Les emprunteurs canadiens, qui ont fait leur première apparition sur le marché en 1968, sont devenus des émetteurs très actifs, et le Japon, malgré l'importance de son excédent de paiements, a quelque peu accru ses emprunts. Le volume des émissions australiennes a accusé une forte progression, mais la Nouvelle-Zélande, l'Afrique du Sud et l'Amérique latine ont réduit leurs appels au marché.

Ce sont les pays européens qui ont continué à approvisionner principalement, de façon directe ou indirecte, le marché international des obligations.



L'Allemagne fédérale a absorbé, à l'exclusion des obligations étrangères émises sur son marché, pour quelque \$1,1 milliard de titres d'emprunts internationaux, soit 75% de plus qu'en 1968. Pour les autres pays, on ne possède que des indications indirectes. L'Italie a enregistré plus de \$3,8 milliards de sorties de capitaux d'origine interne, dont une fraction importante s'est probablement dirigée vers le marché des Euro-obligations. La Suisse a évidemment continué de se classer parmi les principaux pourvoyeurs de fonds, en majeure partie pour le compte de non-résidents, et les investisseurs belges ont également effectué des placements en Euro-obligations.

En ce qui concerne les catégories d'émissions, on a noté, à partir du premier trimestre de 1969, un ralentissement marqué des émissions d'obligations classiques en dollars, et un freinage plus prononcé encore des emprunts sous forme d'obligations convertibles libellées en dollars. Ce mouvement est dû, entre autres raisons, au fait que les taux d'intérêt des obligations classiques atteignaient un niveau élevé et continuaient à monter, et que les cours sur le marché américain des valeurs à revenu variable accusaient une tendance à la baisse. Mais il faut aussi tenir compte du fait que les émissions libellées en deutsche marks étaient devenues de plus en plus attrayantes pour les investisseurs, en raison des



* Les rendements des obligations américaines sont calculés à l'échéance finale et les autres à l'échéance moyenne.

perspectives de réévaluation. La part des émissions en deutsche marks dans le total des emprunts internationaux est passée d'un dixième en 1967 à deux tiers pendant le troisième trimestre de 1969, pour retomber, après le changement de parité, à un quart pendant le dernier trimestre (et à zéro pour le premier trimestre de 1970). En revanche, les émissions d'obligations classiques et convertibles libellées en dollars ont enregistré une certaine reprise après la réévaluation du deutsche mark.

Les rendements des obligations internationales libellées en dollars ont suivi une courbe ascendante tout au long de l'année en harmonie avec celle des rendements des obligations émises aux Etats-Unis par les sociétés américaines. Jusqu'à la réévaluation, le rendement moyen des obligations internationales libellées en deutsche marks est resté très inférieur à celui des obligations allemandes émises en Allemagne fédérale; ensuite, il a largement dépassé ce dernier en raison des prises de bénéfice. Dans le même temps, par suite probablement d'un déplacement de la demande, le rendement des obligations internationales libellées en dollars a fléchi pendant quelque temps par rapport à celui des emprunts intérieurs de sociétés américaines.

Pendant les quatre premiers mois de 1970, le montant total des émissions d'obligations étrangères et internationales s'est élevé, selon les estimations provisoires, à \$1,4 milliard, contre \$1,7 milliard au cours des quatre mois précédents et \$2,1 milliards pour la période correspondante de 1969. Les émissions pour compte étranger, qui ont atteint un niveau sensiblement inférieur à celui de l'année précédente, n'ont à deux exceptions près été lancées qu'aux Etats-Unis et en Suisse. En Allemagne, l'Office fédéral de contrôle des banques a cherché, pendant le premier trimestre, à mettre un frein à la participation des établissements de crédit aux nouveaux emprunts étrangers et internationaux libellés en deutsche marks. Presque toutes les émissions internationales ont été exprimées en dollars. Il est devenu assez courant que des obligations de type classique en dollars soient assorties d'un intérêt de 9% ou plus, tandis que peu d'emprunts en obligations convertibles ont abouti sur le marché. A l'exception des sociétés américaines, qui ont drainé \$225 millions de ressources de prêt, les emprunteurs les plus actifs ont été, dans l'ordre, ceux d'Italie, de France, du Canada et du Royaume-Uni. Jusqu'à présent, la demande de ressources sur le marché international des valeurs à revenu fixe est demeurée forte; il convient de souligner, à cet égard, l'importance prise par l'Italie qui se classe également en bon rang parmi les emprunteurs. En mai, après que des banques étrangères lui eurent consenti un prêt consortial à moyen terme de \$300 millions assorti d'un taux révisable tous les six mois en fonction de ceux du marché de l'Euro-dollar, l'Office National d'Electricité (E.N.E.L.) a lancé dans le public un emprunt international à dix ans de \$125 millions, dont le taux variable est fixé semestriellement à $\frac{3}{4}$ de point au-dessus du taux des Euro-dollars à six mois, avec un minimum de $7\frac{1}{2}\%$. En Suisse, les emprunts pour compte extérieur ont été temporairement suspendus, avec effet au mois de mai 1970.

Evolution du crédit dans les différents pays.

Etats-Unis. Les mesures de restriction monétaire, prises à partir de la fin de 1968, ont tardé à faire sentir leurs effets. D'une part, pour se dégager de l'étau dans lequel le dispositif de freinage les enserrait, les établissements financiers et les particuliers ont eu recours à des solutions de rechange pour se procurer des ressources, mais à des taux de plus en plus élevés. En outre, l'économie s'était constitué un «matelas» confortable de liquidités. Au second semestre de 1968, les disponibilités monétaires et les dépôts à terme avaient, après ajustement et sur une base annuelle, progressé de 12%, alors que le produit national brut s'était accru de $7\frac{1}{2}\%$ environ en termes nominaux. Pendant cette période, les banques

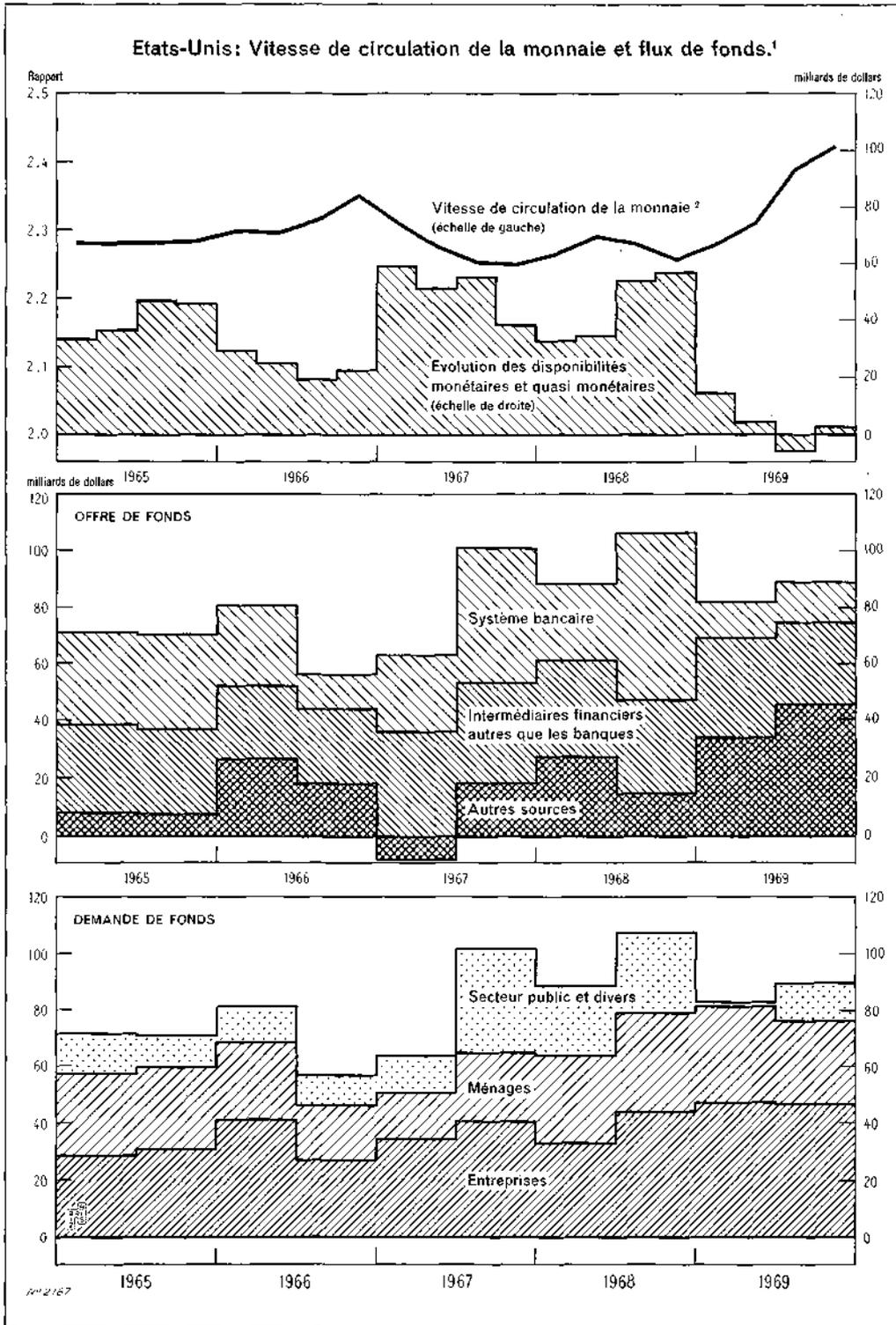
commerciales avaient également renforcé leur portefeuille de titres d'Etat (y compris les émissions pour le compte d'organismes dépendant du gouvernement) à une cadence annuelle de plus de \$9 milliards.

A la suite du relèvement de $5\frac{1}{4}$ à $5\frac{1}{2}$ % du taux officiel d'escompte en décembre 1968, l'accès des banques aux ressources de l'open market a revêtu un caractère moins libéral qu'auparavant. Les taux du marché, à court et à long terme, se sont orientés à la hausse et les tensions se sont accrues en avril, lors du relèvement à 6% du taux d'escompte. En même temps, les coefficients de réserves obligatoires constituées en contrepartie des dépôts à vue ont été majorés d'un demi-point. Le «prime rate», qui s'établissait à $6\frac{3}{4}$ % en décembre 1968, a été porté en trois étapes à $8\frac{1}{2}$ % au début de juin.

Soucieuses de concentrer leur action restrictive sur les prêts consentis aux entreprises par les grandes banques, les autorités ont décidé de ne pas modifier les plafonds de la Réglementation Q sur les taux des dépôts à terme. L'élargissement de l'écart entre les taux du marché et ces plafonds a fait subir aux banques une perte continue de ressources à terme. Le volume en circulation des certificats de dépôt d'un montant nominal élevé est tombé d'environ \$24 milliards en novembre 1968 à quelque \$11 milliards à la fin de 1969. En outre, le montant total des réserves des banques, en augmentation de 7,7% en 1968, n'a accusé qu'une très légère progression au cours du premier semestre de 1969 et a même baissé de 1,6% sur l'ensemble de l'année. L'endettement des banques auprès de la Federal Reserve, qui s'était élevé à \$765 millions en décembre 1968, a atteint un niveau record en mai 1969, pour s'établir à près de \$1,2 milliard en moyenne au cours du second semestre de 1969.

Comme il est habituel en période de restriction, le rythme d'expansion de la masse monétaire est revenu de 7,2% en 1968 à 2,5% l'an dernier. En considérant l'ensemble des disponibilités monétaires et des dépôts à terme, on constate que le recul est encore plus prononcé, puisqu'un fléchissement de 1,5% a succédé à une progression de 9,4% en 1968. En conséquence, après s'être inscrit en augmentation de 11% en 1968, le volume global des prêts et des placements des banques commerciales s'est accru de 4,1% en taux annuel désaisonnalisé, au cours du premier semestre de 1969, pour n'enregistrer aucun accroissement durant les six derniers mois.

Assaillies de fortes demandes de prêts de la part notamment des entreprises privées, les banques commerciales ont recherché diverses solutions de rechange pour se procurer des moyens de financement. Non seulement elles ont multiplié leurs appels au marché des fonds fédéraux, mais elles se sont, en outre, ruées sur le marché de l'Euro-dollar, où elles ont encore absorbé \$7,4 milliards au cours de



¹ Données trimestrielles ou semestrielles désaisonnalisées, en taux annuels.

² Rapport entre le produit national brut et les disponibilités monétaires et quasi monétaires (dépôts à terme et d'épargne).

la période de douze mois prenant fin le 15 décembre 1969. Ces emprunts ayant atteint des niveaux records en été, les autorités ont pris diverses mesures afin de dissuader les établissements de crédit de recourir à ce mode de financement. A partir de la fin du mois de juillet, les chèques et effets représentatifs de transactions sur Euro-dollars furent considérés comme des dépôts à vue et incorporés, par conséquent, dans le calcul des réserves obligatoires; d'autre part, les banques furent astreintes à constituer, à dater du mois d'octobre, des réserves égales à 10% de l'accroissement, en chiffres nets, par rapport à une base antérieure, des emprunts effectués auprès des banques étrangères. En 1969, les banques commerciales ont également réduit leur portefeuille de Fonds d'Etat (y compris les valeurs d'organismes dépendant du gouvernement) à concurrence de \$11,5 milliards, soit plus de trois fois le montant des ventes nettes effectuées durant la période de resserrement du crédit de 1966. Aussi, les prêts des banques commerciales, qui avaient progressé de 12% en 1968, se sont-ils accrus à un taux annuel de 10,5% au premier semestre de 1969 et de 5,5% au second. Ces chiffres ne comprennent cependant pas les prêts repris par les filiales de banques qui les ont financés, pour une large part, grâce à l'émission de «papier commercial»; le volume de cette catégorie d'instruments est passé d'environ \$800 millions en mai 1969 à \$4,2 milliards à la fin de l'année et a poursuivi son mouvement d'expansion accéléré en 1970.

En dépit du freinage de l'expansion du total des encours des banques, la progression globale du crédit sous toutes ses formes n'a que faiblement fléchi pour atteindre \$86 milliards l'an dernier contre \$97 milliards en 1968. Ce fléchissement s'explique, en outre, par les résultats d'exécution du budget puisque, en 1969, le gouvernement fédéral a réduit son endettement net de \$5 milliards, alors qu'en 1968 il avait été emprunteur net pour \$13 milliards. Le total net des crédits distribués aux autres secteurs est passé de \$84 milliards en 1968 à \$91 milliards l'an dernier, bien qu'au quatrième trimestre de 1969 il ait atteint \$85 milliards seulement sur une base annuelle corrigée des variations saisonnières.

Cette progression soutenue du volume global des crédits résulte du développement très vigoureux des prêts directs consentis en dehors du système des intermédiaires financiers. Il ressort en effet du graphique ci-contre que le système bancaire (y compris la banque centrale) n'entre que pour 16%, en 1969, dans le flux total net de crédit, contre 44% en 1968 et 30% en 1966 au moment de l'«étranglement» du crédit. De surcroît, la proportion des prêts octroyés par les intermédiaires financiers autres que les banques n'a que légèrement augmenté et a résulté, en grande partie, de l'accroissement continu des ressources des compagnies d'assurance et des caisses de retraite. En revanche, les placements effectués directement sur le marché du crédit par les investisseurs autres que les intermédiaires

financiers ont représenté, l'an dernier, 47 % de l'accroissement net du volume global du crédit, contre 21 % seulement en 1968. Ces investissements ont surtout porté sur l'achat de « papier commercial », de créances hypothécaires et de toutes catégories d'émissions de valeurs mobilières, y compris les titres d'Etat cédés par les intermédiaires financiers pour des raisons de liquidité.

Etant donné la nouvelle progression enregistrée par le produit national brut aux prix du marché, le recul du taux de croissance des disponibilités monétaires et quasi monétaires en 1969 a conduit à une accélération marquée de la vitesse de circulation de la monnaie; dans une large mesure, ce mouvement traduit simplement le fait que, vu le niveau élevé des taux d'intérêt sur le marché, l'expansion de la demande a été financée de façon croissante par des opérations de crédit reposant sur l'acquisition d'instruments financiers autres que les dépôts bancaires. L'accroissement de la vitesse de circulation de la monnaie est, en outre, imputable à l'utilisation, à des fins de consommation, d'avoirs monétaires existants.

La vigueur de la demande de crédit a émané essentiellement du secteur des entreprises, dont les emprunts sur le marché sont passés de \$39 milliards en 1968 à \$47 milliards en 1969, pour se maintenir à ce niveau élevé tout au long de l'année. Bien que les avances qui leur ont été consenties par les banques aient accusé une progression plus lente qu'en 1968, les sociétés américaines ont largement compensé ce ralentissement en émettant du « papier commercial ». En outre, elles ont développé quelque peu leurs émissions d'obligations et leurs augmentations de capital.

Dans le secteur des ménages, les signes du resserrement du crédit se sont assez clairement manifestés. Après avoir atteint un niveau record au second trimestre de 1969, la progression des prêts hypothécaires destinés à la construction de logements s'est légèrement ralentie. Une baisse plus accentuée a pu être évitée en raison, notamment, des mesures prises par les organismes fédéraux spécialisés (« Federal National Mortgage Association » et « Federal Home Loan Board »), qui ont accru leurs émissions en capital et affecté les ressources ainsi obtenues au soutien du marché hypothécaire, soit par l'acquisition d'hypothèques, soit par l'octroi de prêts aux organismes d'épargne. Comme les taux créditeurs offerts par ces établissements étaient assujettis au plafond de la Réglementation Q, la progression des dépôts s'est fortement ralentie au second semestre de 1969. Les facilités de financement des ventes à tempérament et les prêts bancaires aux particuliers se sont également inscrits en baisse à partir du deuxième trimestre.

Les Etats et les collectivités locales, qui se ressentaient également du resserrement des conditions d'accès au crédit, ont collecté près de \$9 milliards sur les marchés du crédit, soit un montant légèrement inférieur à celui de 1968. Dans

certains cas, ils n'ont pu toutefois développer normalement leurs appels à l'emprunt, étant donné que les taux d'intérêt des obligations exonérées d'impôt étaient soumis à des plafonds réglementaires. En outre, les incertitudes qui planaient sur le futur régime fiscal des revenus tirés de ces titres ont accentué la faiblesse du marché, l'an dernier, et plusieurs émissions ont dû être ajournées.

Au début de l'année 1970, la situation monétaire s'est quelque peu détendue. En janvier, le Federal Reserve Open Market Committee a décidé que « l'accent devrait être mis de façon accrue sur la nécessité de parvenir à une augmentation modérée des agrégats monétaires, une importance égale étant accordée au crédit bancaire et à la monnaie en circulation ». A peu près à la même époque, les autorités ont relevé les plafonds de la Réglementation Q, les taux maxima pour les dépôts d'un montant élevé, à échéance unique comprise entre trois et six mois, ayant été portés de 6 à 6 $\frac{3}{4}$ %. Par la suite, la demande de crédit bancaire donnant des signes d'essoufflement, les taux d'intérêt à court terme se sont établis sensiblement au-dessous des niveaux records de décembre. Pendant quelque temps, à la fin de mars et au début d'avril, les certificats de dépôt émis par les grandes banques commerciales se sont inscrits en augmentation, bien qu'en général, leurs taux n'aient toujours pas été en mesure de concurrencer ceux des instruments du marché monétaire à échéance inférieure à un an. Un symptôme de détente s'est manifesté sur le marché monétaire sous la forme d'une reprise des investissements de portefeuille des banques adhérentes au Federal Reserve System qui fournissent des situations hebdomadaires. En effet, le montant cumulé de ces placements a augmenté de près de \$1 milliard entre le 1er janvier et le 30 avril 1970, alors que la période correspondante de 1969 s'était soldée par un fléchissement de \$5,4 milliards. Un autre signe du relâchement des tensions a été la réduction de 8 $\frac{1}{2}$ à 8%, fin mars, du « prime rate ». Vers le 15 avril, les taux d'intérêt ont repris leur marche ascendante, en partie parce que les milieux du marché se rendaient compte de l'étendue en fait très limitée des assouplissements apportés à la politique monétaire.

Royaume-Uni. L'incidence, sur la monnaie, d'un sérieux dosage des politiques financière, budgétaire et du crédit au cours de l'année passée se reflète dans le développement du crédit interne distribué par le système bancaire. Après avoir enregistré une expansion de £1.760 millions et de £1.905 millions en 1967 et 1968 respectivement, les crédits bancaires à l'économie interne se sont contractés l'an dernier de £215 millions. Cette évolution s'explique principalement par l'excédent de £475 millions dégagé par l'ensemble du secteur public, dont les besoins nets d'emprunt s'étaient élevés respectivement à £1.805 millions et à £1.315 millions en 1967 et 1968. Il faut aussi tenir compte du montant appréciable des ventes nettes de titres de la dette publique au secteur privé non bancaire. Enfin, l'année

**Royaume-Uni: Epargne, investissement et variations des avoirs
et engagements financiers, par secteurs.**

Postes	Années	Secteur public	Ménages	Sociétés industrielles et commerciales	Banques	Autres établissements financiers	Secteur étranger ¹
		en millions de livres sterling					
Epargne, plus transferts nets de capitaux	1967	2.060	2.070	2.825	250		
	1968	2.815	2.005	3.385	230		
	1969	4.065	1.985	3.505	270		
Formation intérieure brute de capital (—)	1967	-3.730	-1.130	-2.490	-275		
	1968	-3.850	-1.335	-3.150	-360		
	1969	-3.745	-1.240	-3.670	-465		
Excédent ou déficit financier	1967	-1.670	935	335	-30		330 ²
	1968	-1.040	670	235	-125		305 ²
	1969	325	745	-160	-195		365 ²
<i>Variations correspondantes des avoirs et des engagements financiers³</i>							
Prêts des banques	1967	25	-140	-295	1.280	-80	790
	1968	80	-45	-525	3.545	-40	2.855
	1969	155	75	-630	5.230	20	4.845
Billets, pièces de monnaie et dépôts en banque	1967	-140	775	365	-1.900	155	740
	1968	-220	730	220	-3.425	70	-2.625
	1969	-130	470	-250	-4.990	175	-4.725
Réserves d'or et de devises	1967	-320					-320
	1968	-115					-115
	1969	45					45
Emprunts et investissements à l'étranger ⁴	1967	330		120		10	460
	1968	-320		135		30	-155
	1969	110		35			70
Titres négociables de la dette publique	1967	-915	-235		235	510	-410
	1968	-45	-260	-40	-395	40	-695
	1969	810	85	-10	-590	275	565
Titres non négociables de la dette publique	1967	5	-35	30	10	10	
	1968	5	-40	55	10	5	
	1969	-215	-235	380	15		-60
Dette des collectivités locales	1967	-670	115	40	345	165	5
	1968	-580	245	-30	260	165	55
	1969	-595	210	-85	325	120	30
Créances sur d'autres établissements financiers ⁵	1967		2.720			-2.650	75
	1968		2.535	25		-2.455	105
	1969		2.625	55		-2.695	20
Actions et autres valeurs mobilières ⁶	1967	5	-595	-10	60	595	55
	1968	55	-490	-120	70	605	120
	1969	15	-415	-145	35	370	-145
Autres emprunts nationaux ⁷	1967	70	-980	-20	40	890	
	1968	225	-995	-300	20	1.050	
	1969	130	-855	-295	-10	1.030	
Postes non identifiés	1967	-60	-690	95	320		-225
	1968	45	-1.010	805	350		145
	1969	10	-1.210	855	510		-180

¹ Un chiffre positif correspond à une augmentation des créances (ou à une diminution des engagements) du Royaume-Uni à l'égard du reste du monde. ² Balance des biens et des services en termes de comptabilité nationale. ³ Un signe moins représente une diminution des avoirs ou une augmentation des engagements. ⁴ Y compris notamment la position du Royaume-Uni à l'égard du F.M.I. ⁵ Rentrées nettes des fonds d'assurance-vie et de retraite, et dépôts auprès d'autres établissements financiers. ⁶ Y compris les transactions sur des parts de fonds de placement (unit trusts). ⁷ Comprennent principalement les emprunts pour achats de logements.

Source: Banque d'Angleterre.

a été marquée, dans son ensemble, par un encadrement sévère du crédit bancaire au secteur privé. L'excédent qui a fait suite au déficit de la balance des paiements a toutefois permis d'assurer la croissance de la masse monétaire, qui a augmenté de 3% en 1969 après avoir progressé de 6,5% en 1968.

En ce qui concerne les emprunts du secteur public, le marché des Fonds d'Etat est resté déprimé jusqu'à la fin du printemps de 1969, et les autorités ont en général laissé cette influence s'exercer sur les cours. Le rendement des obligations d'Etat à long terme s'est élevé jusqu'à 9¾% au début de juin. La reprise observée à partir de cette époque a été certes due à une évolution favorable de la situation extérieure, mais le gouvernement l'a stimulée, en avril, en prévoyant dans le nouveau budget la suppression, au profit des Fonds d'Etat, de la taxe sur les plus-values en capital. Pendant le second semestre de 1969, les placements nets de titres de cette catégorie dans le secteur privé non bancaire se sont élevés à £450 millions environ. Dans ces conditions, la baisse des taux d'intérêt a été limitée et le rendement des obligations à long terme a encore légèrement dépassé 9% en décembre.

Au printemps de 1969, les autorités ont suivi avec une attention particulière les efforts déployés par les banques pour ramener le volume de leurs concours au secteur privé dans les limites fixées en novembre 1968. A cette époque, en effet, les clearing banks de Londres et les banques écossaises avaient déjà été invitées à ramener leurs encours en sterling (à l'exclusion des crédits à l'exportation et à la construction navale garantis par l'Etat) à 98% du niveau de novembre 1967; pour les autres banques, le plafond global avait été fixé à 102%. Les banques ne sont toutefois pas parvenues à atteindre cet objectif à la date limite de mars 1969 et, en mai, les prêts des clearing banks et des banques écossaises dépassaient encore d'environ 2¾% le niveau requis. En conséquence, la Banque d'Angleterre a décidé de réduire de moitié le taux d'intérêt versé sur les «dépôts spéciaux» qu'elle détenait pour leur compte, jusqu'à ce que le plafond soit observé.

L'importance des engagements sous forme de découverts d'une part, et la pression croissante à laquelle la liquidité des emprunteurs a été soumise d'autre part, expliquent les difficultés rencontrées par les clearing banks londoniennes et les banques écossaises pour abaisser le niveau de leurs avances. En août, celles-ci avaient progressé à 4,5% au-dessus du plafond. Au début d'octobre, pour réduire l'écart qui s'était creusé entre les taux des prêts bancaires et les autres taux du marché, les établissements de crédit ont relevé d'un demi-point leurs taux débiteurs, sans qu'il y ait eu de modification du taux d'escompte officiel. Peu après, la Banque d'Angleterre leur a donné à entendre qu'elle n'insisterait pas outre mesure pour que les plafonds soient observés, à la condition que les prêts soient maintenus à un niveau très voisin de ces plafonds. Plusieurs considérations ont dicté cette

nouvelle attitude: le système des dépôts préalables à l'importation avait été prorogé; les importantes ventes de Fonds d'Etat auxquelles les autorités avaient procédé depuis la fin de juin avaient aggravé les difficultés des banques et, enfin, l'on prévoyait que les liquidités seraient soumises à de fortes pressions pendant le trimestre janvier-mars, qui est marqué par de lourdes échéances fiscales. Par la suite, étant donné les entrées de fonds étrangers qui ont eu lieu en novembre et décembre, les encours des établissements de crédit ont, en fait, accusé un fléchissement.

Le marché intérieur du crédit a réservé, en 1969, un accueil de moins en moins favorable aux sociétés industrielles et commerciales, dont les investissements bruts augmentaient par rapport à leur épargne propre. En outre, pendant le premier semestre, ces entreprises avaient dû constituer des dépôts à l'importation pour un montant de £435 millions, dont une partie à l'aide de ressources obtenues de l'étranger. Leurs emprunts sous forme de crédit bancaire, y compris les catégories de prêts non assujetties à l'encadrement, ont atteint £630 millions contre £525 millions environ en 1968. Leurs recours aux émissions de valeurs mobilières, bien qu'un peu plus importants qu'en 1968, ont fortement baissé au second semestre de l'année, en raison du niveau élevé des taux d'intérêt et du marasme du marché des valeurs mobilières à revenu variable. Théoriquement, les sociétés disposaient aussi d'une autre source de capitaux — emprunts ordinaires ou hypothécaires auprès d'établissements financiers non bancaires — mais, du fait que certains prêteurs avaient délaissé cette forme de placement au profit des Fonds d'Etat, une telle possibilité leur a été refusée. Devant cette situation, et en raison du raffermissement amorcé par la livre sterling, les sociétés se sont tournées de façon croissante vers l'étranger pour se procurer de l'argent frais, notamment à la fin de l'année 1969.

Sur le plan du crédit à la consommation, les conditions des ventes à tempérament avaient été rendues plus sévères en novembre 1968, tandis que les sociétés assurant leur financement avaient été invitées à ramener leurs encours, au plus tard en mars 1969, à 98% du niveau de fin octobre. En conséquence, l'endettement des consommateurs au titre des ventes à crédit ne s'est accru que de £25 millions l'an dernier. De plus, en partie à cause du manque d'élasticité des taux de rémunération des dépôts et d'un ralentissement enregistré précédemment dans les apports de fonds, le montant net des prêts consentis par les sociétés d'épargne-construction pour des acquisitions de logements a fléchi d'environ £100 millions en 1969. Du côté des offres de ressources, les particuliers ont réduit leurs créances sur le «National Savings», leurs dépôts se sont peu développés et les achats de parts de fonds d'investissement se sont inscrits en recul. En revanche, ils ont réduit leurs ventes nettes de valeurs industrielles et renforcé sensiblement leurs avoirs en Fonds d'Etat après le premier trimestre.

Pendant l'exercice budgétaire 1969-70, le Trésor a pu affecter à l'amortissement de ses emprunts un excédent de £1.130 millions; la situation des finances publiques s'est donc améliorée, en deux ans, d'un chiffre très voisin de £2.500 millions. On avait craint que ce surplus qui, pour des raisons de caractère saisonnier, s'est concentré grosso modo sur le premier trimestre de 1970, ne provoquât un resserrement sévère des liquidités. Les faits n'ont pas confirmé ces appréhensions car, d'une part, l'adoption de nouvelles méthodes comptables, en application des dernières prescriptions sur les déclarations de bénéfices, s'est traduite en fait par une amélioration d'un peu plus de 2% de la liquidité, que les autorités se sont délibérément abstenues de compenser; d'autre part, il s'est produit un afflux considérable de fonds étrangers, qui semblent avoir transité en majorité par les comptes des entreprises, et dont l'entrée aurait été provoquée, en partie, par le resserrement du crédit à l'économie interne. Finalement, le volume des prêts bancaires assujettis à l'encadrement, après avoir fléchi à la fin de 1969, a commencé à s'accroître modérément; à la mi-mars, les encours des clearing banks et des banques écossaises dépassaient de 5 ½% leur plafond.

Le marché des Fonds d'Etat a continué d'être très animé pendant le premier trimestre de 1970 et, pour l'ensemble de l'exercice financier, il est probable que les ventes officielles au secteur privé non bancaire ont notablement dépassé, en chiffres nets, le niveau de £550 millions atteint pendant les trois premiers trimestres. Vers le début de 1970 toutefois, il semble que les autorités aient atténué la pression exercée pour le placement des titres d'Etat, afin de favoriser la reprise du marché des nouvelles émissions de valeurs industrielles. Le rendement des obligations industrielles est tombé de 10¾% en décembre à un peu moins de 10% en mars.

L'expansion du crédit intérieur est, selon l'objectif défini pour l'exercice 1970-71, fixée à £900 millions, au lieu d'une contraction nette probablement supérieure à £500 millions en 1969-70. L'excédent des comptes du Trésor fléchira, et l'on prévoit que les placements nets de titres de la dette publique auprès du secteur privé non bancaire seront moins importants. En outre, les banques seront autorisées à développer davantage qu'en 1969-70 leurs concours au secteur privé, de façon à éviter un resserrement excessif de la trésorerie des entreprises, et à ne pas entraver par conséquent l'investissement au Royaume-Uni. Au lieu de plafonner les avances bancaires, les autorités feront, à l'avenir, davantage appel aux dépôts spéciaux et, pour les établissements de crédit autres que les clearing banks et les banques écossaises, au système des dépôts en espèces pour assurer le réglage de la liquidité et des encours bancaires. Dans son discours de présentation du budget, le Chancelier a toutefois recommandé une augmentation progressive

et modérée (environ 5%) des prêts assujettis jusqu'à présent à un plafond, pour l'exercice qui s'achèvera en mars 1971. On s'attend que les sociétés de financement des ventes à crédit se conforment à ces mêmes recommandations.

Le Chancelier a indiqué, en outre, que d'après ses prévisions, l'accroissement de la masse monétaire sera plutôt inférieur à celui du crédit à l'économie interne. De plus, les autorités ne tiennent guère à encourager un nouvel afflux de capitaux à court terme. Cette attitude s'est traduite par la réduction, en deux étapes, de 8 à 7% du taux d'escompte officiel en mars et en avril.

Canada. Dans leurs efforts pour lutter contre l'inflation, les autorités ont progressivement accentué la rigueur de leur politique monétaire à partir du quatrième trimestre de 1968. Le taux d'escompte officiel a été porté de 6 à 6½% en décembre, puis à 7% en mars 1969. Des mesures ont été prises pour renforcer la pression sur la liquidité des banques, et la politique budgétaire restrictive a contribué à ralentir l'expansion de leurs dépôts.

Cependant, la demande de crédit bancaire est demeurée forte, stimulée par la perspective de nouvelles hausses des taux d'intérêt. Pendant le premier semestre de 1969, les banques ont accru leurs encours à un taux annuel désaisonnalisé de 23%, en prélevant progressivement sur les importants avoirs liquides qu'elles avaient accumulés en 1968. C'est pourquoi, en avril 1969, la Banque du Canada a annoncé qu'à dater du 1er juin, le coefficient de réserves obligatoires de liquidités secondaires serait porté de 7 à 8%. Les banques ont partiellement tourné cette décision en continuant à vendre des valeurs d'Etat, et la proportion entre leurs créances liquides et le total de leurs avoirs est tombée, au début de 1970, au niveau le plus bas qui ait jamais été enregistré. Leurs prêts aux entreprises et aux particuliers ont progressé, pendant le second semestre de 1969, à une cadence annuelle de 3,4% seulement.

Dans l'application de leur politique restrictive, les autorités ont cherché à éviter les distorsions qu'aurait pu faire naître une concurrence excessive dans la collecte des dépôts, prenant la forme d'une escalade des taux d'intérêt créditeurs. Le taux d'escompte officiel a été relevé à deux reprises (juin et juillet), pour atteindre 8%. Les grandes banques ont été invitées à ne pas se livrer à une surenchère sur les taux de rémunération des certificats de dépôt à court terme libellés en dollars canadiens. Cette attitude a contribué à faire fléchir les dépôts à terme en monnaie nationale et à ramener le taux de croissance de l'ensemble des dépôts en dollars canadiens de 8,7% (taux annuel) pour le premier semestre de 1969 à 1,5% pour le second. Jusqu'à l'été, le niveau élevé des taux d'intérêt à l'étranger a permis aux banques d'attirer un volume important de capitaux canadiens en offrant de fortes

rémunérations pour les dépôts en devises étrangères provenant d'opérations de swap, dont la contrepartie a été placée surtout aux Etats-Unis. Pour limiter leur expansion, la Banque du Canada a invité les établissements de crédit, en juillet, à considérer le niveau atteint alors par ces dépôts «swaps» comme un plafond temporaire.

L'application de la politique monétaire a été grandement facilitée, en 1969, par un renversement marqué de la situation du budget du gouvernement central, les besoins nets de financement d'un montant d'environ \$1 milliard enregistrés en 1968 ayant fait place, en 1969, à un léger excédent de trésorerie. A la suite, notamment, des ventes nettes d'obligations par les banques, à concurrence de \$481 millions pour l'ensemble de l'année 1969, succédant à des achats nets d'un montant total de \$1.098 millions en 1968, la bourse des valeurs a toutefois été soumise à des tensions de plus en plus fortes. Au cours de l'année, le rendement moyen des Fonds d'Etat à long terme a progressé d'un point entier, passant ainsi à plus de 8,3%. Dans ces conditions, les collectivités locales, les organismes publics et les sociétés ont ramené leurs émissions nettes libellées en dollars canadiens à \$1,6 milliard en 1969, contre \$1,8 milliard en 1968. En revanche, ces emprunteurs ont porté à \$1,5 milliard l'an dernier, contre \$1,3 milliard en 1968, le montant de leurs émissions d'obligations en devises et se sont également procuré davantage de ressources par des augmentations de capital et par l'émission d'effets à court terme.

Les banques ayant perdu une partie des ressources dont elles bénéficiaient ordinairement au profit des autres établissements financiers, notamment des sociétés de financement des ventes à tempérament et de crédit à la consommation, ceux-ci ont pu développer fortement leurs activités de prêt. Les sociétés d'investissement et les établissements de prêts hypothécaires ont, de leur côté, accru leurs octrois de crédits, et les ressources de financement de la construction de logements ont continué d'affluer à un rythme satisfaisant jusque vers la fin de 1969. Ce résultat a été dû, en partie, à l'expansion des activités de financement déployées par le secteur public dans ce domaine; en outre, les taux d'intérêt des prêts hypothécaires ont fait preuve d'une plus grande souplesse que dans le passé et, dans le climat d'inflation qui régnait, les emprunteurs se sont montrés disposés à servir des taux très élevés. Vers la fin de l'année, toutefois, l'octroi de prêts hypothécaires a fortement diminué et on a observé un fléchissement des prêts à la consommation.

Les mesures adoptées ont contribué à provoquer un ralentissement d'activité beaucoup plus tôt qu'aux Etats-Unis. L'inflation n'a toutefois pas été véritablement maîtrisée et, au début de 1970, la politique monétaire est demeurée restrictive. Cependant, sous l'influence de l'évolution de la situation à l'étranger, les taux d'intérêt, tant à court qu'à long terme, se sont quelque peu détendus, et la Banque du Canada a supprimé à la fin de mars le plafond sur les dépôts «swaps». Le budget de

L'Etat pour l'exercice 1970-71 prévoit de nouveau un excédent et, en mars, les autorités ont envisagé d'instaurer un contrôle direct sur les ventes à tempérament. En mai, afin d'empêcher que les entrées de capitaux ne viennent compromettre les effets des restrictions de crédit, le taux d'escompte officiel a été abaissé à 7 ½ % et le coefficient de réserves de liquidités secondaires des banques a été porté de 8 à 9 %, avec effet à partir de juillet.

Japon. Non seulement 1969 a été la quatrième année complète d'un cycle d'expansion rapide de l'activité économique et la seconde à avoir connu d'importants excédents de paiements, mais ce fut aussi une année de surchauffe de l'économie interne et de hausses accélérées des prix. Jusqu'en été, la politique monétaire est restée relativement libérale. L'automne précédent, les autorités avaient supprimé le plafonnement des avances bancaires, qu'elles avaient remplacé par un système de réglementation de la position nette de liquidité des banques des grands centres. A partir d'avril 1969, la Banque du Japon s'est efforcée, par ce système, d'encourager les exportations de capitaux; à cet effet, elle a pris en considération toute aggravation de la position de liquidité des banques résultant d'emprunts en yens au jour le jour contractés aux fins de remboursement de prêts en Eurodollars ou d'autres concours obtenus de l'étranger.

En septembre 1969, le taux d'escompte officiel a été relevé de 5,84 à 6,25 %. En outre, le coefficient des réserves obligatoires sur les dépôts à vue a été porté de 1 à 1,5 % pour les grandes banques. Au cours du même mois, le contrôle de la liquidité bancaire a été renforcé. Enfin, pour encourager les sorties de capitaux à court terme, la banque centrale a, entre octobre 1969 et janvier 1970, fourni aux banques opérant sur le marché des changes des ressources en yens aux fins d'arbitrages contre devises.

Au total, les banques ont amélioré leur position nette en devises d'environ Y 530 milliards, l'an dernier. Comme la création de liquidités découlant de l'accroissement des réserves officielles a été beaucoup plus faible que ce montant, la Banque du Japon a aidé les banques à se procurer des réserves supplémentaires, en renforçant le volume net de ses avances et de ses achats de titres, dont le total est passé de Y 512 milliards en 1968 à Y 885 milliards en 1969. En dépit de ces interventions, la demande de prêts bancaires a été si vive que les établissements de crédit, à court de liquidités, ont dû faire appel au marché de l'argent au jour le jour, où leurs emprunts se sont accrus de Y 370 milliards en 1969, après avoir enregistré en 1968 une réduction de Y 120 milliards. Le taux de l'argent à vue sur le marché monétaire est passé d'environ 7 % en été à 8 ½ % à la fin de l'année.

Par suite de la forte demande de crédit des entreprises, les opérations de prêt et d'escompte des banques sont allées en s'accélégrant au cours de l'année

pour progresser de 16,3% au total, en 1969, contre 14,6% en 1968. Quant au rythme de constitution des dépôts auprès des banques, s'il a été à peu près le même que celui de l'expansion du crédit (16,4%), il s'est en revanche ralenti par rapport à celui de 1968 (17,1%).

L'un des événements les plus marquants de l'an dernier, dans le domaine financier, a été le fait qu'un volume relativement plus élevé de ressources a emprunté le circuit des établissements financiers non bancaires. Ces établissements ont vu leurs dépôts s'accroître fortement, de sorte que leurs prêts ont pu progresser de 24%, contre 21% en 1968. Pour l'ensemble des établissements financiers, l'expansion du total des disponibilités monétaires et des dépôts à terme est passée de 15%

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

Postes	Années	Entre-prises	Ménages	Etat	Entre-prises du secteur public et collectivités locales	Système bancaire	Autres établissements financiers	Reste du monde ¹
Excédent ou déficit financier	1967	-2.930	4.110	- 290	- 1.055			- 70 ²
	1968	-2.910	4.670	75	- 1.455			375 ²
	1969	-3.435	5.180	380	- 1.340			785 ²
<i>Variations correspondantes des avoirs et des engagements financiers³</i>								
Monnaie et dépôts à terme . . .	1967	1.725	4.335	- 805	210	-3.280	-2.185	
	1968	1.890	4.870	- 995	155	-4.325	-1.700	
	1969	3.065	6.525	- 1.190	220	-5.235	-3.385	
Créances sur les compagnies d'assurance et les sociétés de «trusts»	1967	75	1.275	- 165	5	- 30	- 1.165	
	1968	130	1.515	- 235	5	-	- 1.415	
	1969	165	1.815	- 280	5	10	- 1.710	
Valeurs mobilières (en chiffres nets)	1967	- 420	475	- 480	- 925	700	605	
	1968	- 370	620	- 380	- 890	600	565	
	1969	- 445	1.045	- 75	- 880	255	335	
Prêts	1967	-5.135	- 1.835	1.130	- 315	3.235	2.925	
	1968	-5.610	- 1.865	1.505	- 635	3.650	2.960	
	1969	-7.865	- 2.715	1.705	- 650	4.650	4.875	
Réserves officielles	1967							- 25
	1968							320
	1969							220
Autres créances sur l'étranger (nettes)	1967	- 115	-	105	- 30	- 40	-	- 70
	1968	- 55	-	90	- 50	115	-	90
	1969	- 205	-	225	- 20	525	-	600
Transactions diverses ⁴	1967	1.045	- 140	- 80	-	- 590	- 185	25
	1968	1.005	- 470	90	- 40	- 40	- 410	30
	1969	1.845	- 1.485	- 5	- 20	- 200	- 115	30

¹ Un chiffre positif correspond à une augmentation des créances (ou à une diminution des engagements) du Japon à l'égard du reste du monde. ² Balance des biens et des services en termes de comptabilité nationale. ³ Un signe moins représente une diminution des avoirs ou une augmentation des engagements. ⁴ Y compris les prêts commerciaux et les écarts statistiques.

en 1968 à 18% en 1969. En revanche, le rythme d'augmentation des dépenses intérieures brutes, en valeur nominale, est tombé d'environ 18,5% en 1968 à 17,5% l'an dernier, tandis qu'en termes réels le taux d'accroissement a fléchi de 14,3 à 13%. Par conséquent, tout comme dans certains autres pays, les mesures de restriction monétaire ne semblent pas avoir provoqué un resserrement sensible des marchés du crédit dans leur ensemble. Les grandes entreprises, dont l'augmentation considérable des investissements a été couverte en majeure partie par une épargne interne accrue, ont largement recouru à l'emprunt, dont le produit a été affecté au renforcement de leurs fonds de roulement ainsi qu'à l'octroi de prêts commerciaux et de crédits à la consommation.

Au début de 1970, la hausse des taux d'intérêt s'est poursuivie et les grandes entreprises ont, semble-t-il, éprouvé des difficultés croissantes à obtenir du crédit. Aucune révision ne paraît toutefois avoir été effectuée dans les programmes de dépenses. En présentant son budget pour l'exercice 1970-71, le gouvernement a proposé de porter de 35 à 36,75% l'impôt sur les sociétés et envisagé de réduire ses appels à l'emprunt. L'opposition entre la rigueur monétaire et l'excédent de la balance des paiements continue de poser un problème délicat.

Allemagne fédérale. A maints égards, la réévaluation a marqué, en 1969, un tournant dans l'évolution des marchés allemands du crédit. Toutefois, jusqu'en septembre, et même pendant le dernier trimestre, il fut pratiquement impossible de restreindre efficacement l'expansion du crédit. Vers la fin de 1968, les banques virent leurs réserves libres s'élever jusqu'à près de DM 40 milliards, soit 15% du total de leurs dépôts, contre un minimum de 6% atteint au milieu de 1966. Ce gonflement reflétait l'aisance monétaire qui caractérisait précédemment l'économie de la République fédérale, de même que la situation fortement excédentaire de la balance des paiements. Par conséquent, lorsque les mouvements de capitaux à court terme firent apparaître, au titre des neuf premiers mois de 1969, de nouvelles entrées nettes d'un montant de DM 19 milliards, les autorités monétaires s'efforcèrent essentiellement de réduire ou de neutraliser cet afflux de liquidités dans les banques.

De nouvelles mesures furent appliquées, pour la plupart entre mars et septembre. Le taux d'escompte officiel fut porté, en trois étapes, de 3 à 6%, et celui des avances «Lombard» de 3 ½ à 7 ½%. En outre, la Bundesbank continua, en offrant des conditions de swap à des taux préférentiels, à encourager les établissements de crédit à conserver des fonds à l'étranger. D'autre part, au cours des neuf premiers mois, le recours à d'autres instruments de la politique du crédit, notamment aux opérations d'open market, permit d'absorber DM 7,5 milliards de liquidités. Déjà depuis décembre 1968, les nouveaux engagements des banques à l'égard

des non-résidents étaient soumis à la constitution de réserves obligatoires complémentaires, à concurrence de 100% de leur montant. En mars 1969, la Bundesbank annonça une réduction de 20% des contingents de réescompte des établissements de crédit, qui devait prendre pleinement effet à partir de juillet. Par la suite, les coefficients de réserves obligatoires furent majorés à deux reprises. En juin, ils furent relevés de 15% pour les dépôts des résidents et de 50% pour ceux des non-résidents puis, en août, ils subirent une augmentation générale de 10%. Entre janvier et septembre, le déficit de la balance de base entraîna une nouvelle réduction de DM 8 milliards de la liquidité bancaire, et un montant supplémentaire de DM 8 milliards également fut retiré de l'économie, étant donné qu'une amélioration des finances publiques permit aux autorités de stériliser un certain volume de ressources sur les livres de la banque centrale et de réduire leur endettement à court terme à l'égard des établissements de crédit. Malgré toutes ces mesures, les avoirs liquides des banques représentaient encore, à la fin de septembre, près de 12% de leurs dépôts.

Au cours du dernier trimestre de 1969, un changement d'orientation spectaculaire s'est produit dans les facteurs influant sur la liquidité des banques. Le reflux des capitaux à l'étranger et l'aggravation simultanée du déficit de la balance de base ont provoqué une ponction de plus de DM 23 milliards sur les avoirs des établissements de crédit. Grâce aux mesures prises par les autorités en vue d'atténuer ce choc et aux prélèvements opérés par le secteur public sur les fonds mis en réserve auprès de la Bundesbank, l'incidence sur la liquidité a été toutefois ramenée à un chiffre à peine supérieur à DM 13 milliards. En novembre, la Bundesbank a supprimé l'obligation de constitution de réserves additionnelles de 100% du montant des nouveaux engagements à l'égard des non-résidents, ramené le coefficient moyen de réserves pour ces engagements au niveau des taux applicables aux dépôts à l'égard des résidents, et réduit de 10% l'ensemble des obligations de réserves. De plus, elle a relevé le taux de ses avances aux banques de 7½ à 9%, en décembre, alors que les contingents de réescompte étaient presque épuisés, incitant par là même les banques à prélever sur leurs avoirs à court terme à l'étranger. A la fin de l'année, le ratio de liquidité des banques était tombé à 6,8%.

La demande de crédit a vivement progressé en 1969. Le déficit financier global du secteur des entreprises et de celui du logement a doublé par rapport à 1968, pour atteindre DM 46 milliards (contre DM 23 milliards). Pour le seul secteur des entreprises, le recours net aux prêts bancaires est passé de DM 14,6 milliards à DM 38,1 milliards, dont la majeure partie a été empruntée après la réévaluation, en raison de l'exode massif des capitaux vers l'étranger. En même temps, la position de ce secteur à l'égard du marché des émissions s'est complètement renversée, devenant créditrice nette après avoir été débitrice en chiffres nets.

Allemagne fédérale: Epargne, Investissement et variations des avoirs et engagements financiers, par secteurs.

Postes	Années	Ménages	Logement	Entreprises	Secteur public	Etablissements de crédit ¹	Autres établissements financiers ²	Reste du monde ³
Epargne nette, plus transferts nets de capitaux	1967	30,60	7,35	17,95	9,55	3,05	0,45	
	1968	35,20	8,10	27,60	13,95	3,30	0,55	
	1969	41,50	5,15	23,15	29,15	0,20 ⁴	0,40	
Investissement net (-)	1967	—	-21,35	-20,70	-16,00	-0,70	-0,65	
	1968	—	-21,90	-36,85	-18,00	-1,05	-0,55	
	1969	—	-22,85	-51,55	-20,15	-1,35	-0,75	
Excédent ou déficit financier . . .	1967	30,60	-13,95	-2,75	-6,40	2,35	0,15	9,70 ⁵
	1968	35,20	-13,80	-9,25	-4,00	2,20	—	10,35 ⁵
	1969	41,50	-17,70	-28,35	9,00	1,55 ⁴	-0,35	2,85 ⁵
<i>Variations correspondantes des avoirs et des engagements financiers⁶</i>								
Monnaie, dépôts à terme et d'épargne	1967	18,95	0,20	11,50	4,85	-39,40	1,60	-1,35
	1968	24,45	0,15	12,75	5,30	-50,65	1,70	-6,20
	1969	26,20	0,10	12,65	7,95	-55,40	1,20	-7,25
Créances sur les établissements financiers autres que les banques	1967	8,65	—	0,70	0,15	0,10	-9,65	—
	1968	9,10	—	1,20	0,15	0,10	-10,55	-0,05
	1969	10,95	—	1,30	0,10	0,10	-12,45	-0,05
Titres négociables sur le marché monétaire	1967	—	—	0,70	-4,30	4,10	—	0,65
	1968	—	—	0,10	-0,75	-0,45	-0,15	-1,20
	1969	—	—	1,15	6,25	-5,20	—	-0,10
Actions et obligations: Achats	1967	4,00	—	1,55	-0,75	12,60	2,15	0,05
	1968	4,65	—	2,65	0,50	15,70	3,70	-0,70
	1969	8,75	—	4,10	0,30	10,85	3,10	0,75
Ventes	1967	—	-0,05	-3,95	-4,10	-9,50	-0,05	1,85
	1968	—	-0,10	-3,80	-2,50	-14,70	-0,05	6,75
	1969	—	-0,05	-2,95	0,45	-12,95	-0,10	10,75
Crédit bancaire	1967	-0,90	-8,85	-10,70	-6,00	33,20	0,05	6,80
	1968	-2,75	-9,85	-14,55	-8,15	44,65	—	9,35
	1969	-3,80	-11,20	-38,10	-8,65	75,45	-0,25	13,45
Autres prêts	1967	-0,15	-3,65	-1,20	-0,75	—	5,75	—
	1968	-0,10	-3,20	-1,55	-0,45	—	5,35	—
	1969	-0,15	-5,70	-1,75	-0,60	—	8,15	—
Autres créances et engagements	1967	—	-1,60	-1,35	4,50	—	—	1,50
	1968	-0,20	-0,80	-6,10	1,95	—	—	-5,20
	1969	-0,50	-0,85	-2,50	3,20	—	—	-0,65
Or et devises	1967	—	—	—	—	0,30	—	0,30
	1968	—	—	—	—	7,55	—	7,55
	1969	—	—	—	—	-14,40 ⁴	—	-14,40

¹ Banque centrale comprise. ² Associations d'épargne-construction et secteur des assurances. ³ Un chiffre positif correspond à une augmentation des créances (ou à une diminution des engagements) de l'Allemagne fédérale à l'égard du reste du monde. ⁴ Après ajustements du bilan de la Bundesbank consécutifs à la réévaluation du deutsche mark (les variations correspondantes apparaissent dans la colonne «Reste du monde»). ⁵ Balance des biens et des services en termes de comptabilité nationale. ⁶ Un signe moins représente une diminution des avoirs ou une augmentation des engagements.

En outre, les entreprises ont continué à accumuler des dépôts en banque à peu près au même rythme que précédemment. Le secteur public a exercé, en revanche, une influence stabilisatrice, le déficit des comptes financiers ayant fait

place à un excédent, évolution qui s'est traduite par un écart de DM 13 milliards et s'est accompagnée à la fois d'une réduction sensible des appels nets au marché des capitaux, et d'une amélioration de la position à l'égard du secteur bancaire. Les établissements de crédit, pour leur part, ont vu leurs dépôts progresser vigoureusement, mais leurs encours se sont accrus davantage encore, provoquant un ralentissement de leurs achats de valeurs mobilières. Le taux de croissance de la masse monétaire est passé de 7,5% en 1968 à 10,9% l'an dernier.

A la bourse des valeurs, le montant net des émissions, qui atteignait DM 26 milliards en 1968, a reculé à DM 21,4 milliards en 1969. Les entreprises industrielles ont eu principalement recours aux augmentations de capital pour se procurer de l'argent frais. En ce qui concerne les émissions d'obligations, le secteur public s'est pratiquement retiré du marché, tandis que les établissements de crédit ont, par rapport à 1968, réduit leurs appels. En revanche, la participation allemande aux emprunts internationaux, ajoutée aux émissions étrangères classiques lancées sur le marché national, est passée de DM 5,2 milliards en 1968 à DM 6,2 milliards en 1969, soit de 20 à 27% du total des émissions. A partir de mai 1969, le comité des bourses de valeurs, créé à titre officieux par les banques, a limité le lancement d'emprunts étrangers libellés en deutsche marks, dont le montant mensuel, plafonné initialement à DM 500 millions, a été abaissé ultérieurement à DM 300 millions. Si l'on ajoute à l'ensemble des émissions lancées sur le marché allemand le montant net des transactions sur valeurs mobilières avec les non-résidents, soit au total DM 26 milliards, la part des capitaux frais recueillis par des non-résidents sur le marché allemand des valeurs mobilières s'élève à 45%.

En 1970, les autorités ont redoublé d'efforts en vue de contenir la surchauffe et de limiter les sorties de capitaux à long terme. En mars, en l'absence de nouvelles mesures de politique budgétaire destinées à renforcer celles que le gouvernement avait prises en janvier, la Bundesbank a relevé le taux de l'escompte de 6 à 7 ½% et celui des avances consenties aux banques de 9 à 9 ½%. En même temps, pour endiguer les entrées de capitaux à court terme, elle a astreint les établissements de crédit à la constitution de réserves additionnelles équivalant à 30% du montant des nouveaux engagements à l'égard des non-résidents. Le crédit bancaire a progressé un peu moins vite, mais la masse monétaire s'est établie, fin mars, à un niveau supérieur de 14,6% à celui de la période correspondante de l'an dernier; ce gonflement de la masse monétaire est dû, en partie, à une certaine désaffection à l'égard des dépôts à long terme, motivée par des considérations de taux d'intérêt. Pendant le premier trimestre de 1970, le montant net des émissions d'obligations s'est situé sensiblement en dessous du niveau des trois premiers mois de 1969. Au cours de cette période, un terme a été mis temporairement aux nouveaux

emprunts étrangers sur le marché allemand mais, en avril, l'activité a repris à un rythme modeste.

Italie. Au cours des sept premiers mois de 1969, les autorités italiennes ont continué d'appliquer une politique monétaire relativement souple. Une de leurs préoccupations essentielles a encore été de stabiliser les taux d'intérêt à long terme, en vue d'encourager les investissements en capital fixe et de faciliter l'afflux de ressources sur le marché financier. Cependant, cette politique s'était déjà heurtée, à la fin de 1968, à des difficultés. A la suite de la hausse des taux d'intérêt à l'étranger, les sorties de capitaux à long terme se sont accélérées de l'automne 1968 à l'été 1969, provoquant une perte régulière de réserves officielles. Les pressions qui se sont ainsi exercées sur la liquidité bancaire ont davantage pris la forme d'un accroissement de la demande de crédit que d'un fléchissement des dépôts.

Etant d'avis que les tensions d'origine externe revêtaient un caractère temporaire, les autorités monétaires ont, entre janvier et juillet, pris diverses mesures à l'effet de maintenir un climat général de détente sur le marché monétaire et de freiner les sorties nettes de capitaux. Pendant cette période, la liquidité bancaire s'est ressentie défavorablement non seulement du déficit des comptes extérieurs, mais également du fléchissement des décaissements nets du Trésor, provoqué en grande partie par la contraction des prêts destinés au financement des investissements publics. Ces tensions ont été atténuées, dans une certaine mesure, du fait de la réduction, par rapport à la même période de 1968, des cessions de valeurs du Trésor sur le marché des capitaux. En outre, à la fin du mois de mars, les banques ont été invitées à ramener progressivement leur position extérieure nette — qui faisait alors ressortir un solde positif de \$750 millions — à une situation équilibrée au milieu de 1969. Pour disposer de ressources supplémentaires, les banques ont réduit le montant des remboursements qu'elles effectuent traditionnellement en cette période de l'année à la banque centrale. Pour des raisons surtout d'ordre externe, tout en maintenant le taux officiel d'escompte à 3 ½ %, les autorités ont pris diverses mesures en vue de freiner un recours excessif aux facilités accordées aux banques par l'Institut d'émission. En mars 1969, les recours répétés aux avances sur titres furent assujettis à des taux de pénalité allant jusqu'à 1 ½ point au-dessus du taux d'escompte et, à la fin de juin, des taux identiques furent appliqués aux présentations au réescompte dépassant un certain plafond. En avril 1969, les fonds d'investissement étrangers en Italie furent contraints d'inclure dans leur portefeuille 50 % de valeurs italiennes. En outre, la Banca d'Italia suspendit la facilité qu'avaient les établissements de crédit de participer à des syndicats d'émission sur le marché international.

En août, par suite de la persistance de sorties massives de capitaux, et en raison des appréhensions que suscitait l'évolution des prix, les autorités aménagèrent leur politique dans un sens nettement restrictif. Elles portèrent le taux d'escompte de 3½ à 4%, tout en maintenant la pénalisation de 1½ point appliquée au réescompte et aux avances «Lombard». Fait encore plus significatif, étant donné le caractère discrétionnaire que présentent en Italie les concours de la banque centrale, cette dernière adopta une attitude restrictive dans ses opérations de prêt aux banques. Dans ces conditions, les établissements de crédit entreprirent de céder des valeurs à revenu fixe et, comme l'Institut d'émission n'apporta qu'un faible soutien au marché, les rendements à long terme s'orientèrent à la hausse, passant de 6½% en juillet à près de 8% à la fin de l'année.

Les prêts bancaires à l'économie se sont développés à un rythme assez régulier puisqu'ils se sont accrus de LIT 3.140 milliards, soit de 15%, contre 10,5% en 1968. En revanche, le taux d'accroissement du volume global des dépôts est tombé de 13½% en 1968 à 12% l'an dernier; bien qu'en valeur absolue, leur progression (+LIT 3.665 milliards) ait été plus marquée que celle des prêts, la différence entre ces deux montants a été largement absorbée par l'augmentation normale des réserves obligatoires. Les achats nets de titres par les établissements de crédit se sont toutefois inscrits en recul, passant de LIT 1.535 milliards en 1968 à LIT 1.200 milliards en 1969.

Les émissions nettes de valeurs mobilières se sont élevées à LIT 4.025 milliards en 1969, contre LIT 3.565 milliards en 1968 et LIT 2.825 milliards en 1967. Les emprunts obligataires émis, soit pour le compte du Trésor, soit par les établissements de crédit spécialisés, se sont accrus par rapport à l'année précédente, et il en a été de même pour les émissions d'actions des sociétés privées. Cependant, si la Banca d'Italia avait acheté des obligations pour l'équivalent de LIT 220 milliards seulement en 1968, elle a dû en absorber LIT 1.215 milliards l'an dernier, principalement au cours des cinq derniers mois de l'année. Les banques et le public ont réduit leurs acquisitions de nouveaux titres de LIT 3.345 milliards en 1968 à LIT 2.810 milliards l'an dernier.

Durant les premiers mois de 1970, alors que l'économie se remettait lentement des bouleversements de l'automne précédent, les autorités ont dû prendre de nouvelles mesures pour enrayer l'exode des capitaux. En février, elles ont décidé de raccourcir les délais de règlement des opérations commerciales avec l'étranger et, en outre, de prescrire le dépôt direct à la Banca d'Italia à Rome des billets de banque faisant l'objet de rapatriements. Puis, début mars, le taux d'escompte a été relevé de 4 à 5½%, alors qu'était maintenue la pénalisation de 1½ point pour les emprunts

dépassant un certain plafond. Peu après, les taux d'intérêt à long terme ont avoisiné 9% (nets d'impôt pour le détenteur). Ces modifications ont permis aux taux italiens de se rapprocher du niveau international.

France. Au printemps et en été 1969, les autorités françaises ont pris de nouvelles mesures restrictives touchant notamment les prêts au secteur privé, en vue de renforcer la politique d'austérité budgétaire et de restriction de crédit appliquée en novembre 1968. En mai, les limitations quantitatives des encours à court terme des banques furent prorogées jusqu'à la fin de 1969, et les plafonds fixés pour décembre à 107% du niveau de septembre 1968. En même temps, le versement initial pour les ventes à tempérament fut relevé de 20-25 à 30% et la durée maximum de remboursement réduite, dans la plupart des cas, de 21 à 18 mois. En outre, les taux d'intérêt des dépôts à terme et d'épargne furent majorés. En juin, la Banque de France porta le taux d'escompte de 6 à 7%. Peu après, pour enrayer l'expansion accélérée des crédits non «encadrés», des limites furent fixées aux prêts à moyen terme réescomptables ou éligibles au marché hypothécaire, destinés à financer l'équipement et le logement. En revanche, pour compenser partiellement la sévère contraction des liquidités bancaires provoquée par le déficit des comptes extérieurs, les autorités décidèrent de ramener de 2 à 0,5%, à partir de la fin de juin, le coefficient des réserves obligatoires constituées en contrepartie des dépôts à terme et des dépôts d'épargne.

En dépit du ralentissement de l'expansion de la masse monétaire imputable au déficit considérable des comptes extérieurs, les crédits au secteur privé continuèrent à se développer au printemps et en été. Cependant, à la suite de la dévaluation du franc au mois d'août, de nouvelles mesures restrictives s'imposèrent sur le plan du crédit. Peu de temps après, la réglementation des ventes à tempérament fut de nouveau renforcée: relèvement à 40 ou 50% du versement initial et réduction de la durée maximum de remboursement à 15 mois en général. Les prêts à long terme du Crédit National et du Crédit Agricole et les avances du Fonds de Développement Economique et Social aux entreprises publiques du secteur concurrentiel furent plafonnés. De plus, l'octroi de crédits d'équipement à moyen terme réescomptables fut suspendu temporairement, les limites fixées pour 1969 ayant déjà été dépassées. Puis, en octobre, la Banque de France releva le taux d'escompte à 8%. En outre, le «coefficient de retenue» des banques (portefeuille minimum d'effets représentatifs de crédits à moyen terme) fut porté de 14 à 15% du volume des dépôts, et la mobilisation de ces crédits accordés à partir du début de novembre fut limitée à la partie des effets venant à échéance dans un délai de deux ans. En novembre, le Conseil National du Crédit décida d'instituer de nouveaux ratios qui obligent les établissements financiers à maintenir un certain

rapport entre, d'une part, leurs octrois de crédits non mobilisables, essentiellement à long terme et, d'autre part, leurs ressources propres et engagements à long terme.

Ces mesures, conjuguées avec le changement de climat intervenu par suite des ajustements de la parité du franc et du mark, provoquèrent une forte contraction du volume global des concours au secteur privé vers la fin de l'année et une accélération du rythme d'accroissement des dépôts à terme et d'épargne. Pour l'ensemble de 1969, les disponibilités monétaires et quasi monétaires se sont accrues de 6,3%, contre 11,6% en 1968. Quant aux dépôts à vue, en progression de 11% en 1968, ils n'ont enregistré qu'une légère augmentation en valeur nette l'an dernier. Par ailleurs, au deuxième semestre, l'expansion des disponibilités quasi monétaires s'est intensifiée, atteignant 24%, soit le même pourcentage qu'en 1968. Le taux de progression du crédit bancaire au secteur privé est tombé de 21,3% en 1968 à 11,7% en 1969. Les concours bancaires au secteur public (y compris les prêts spéciaux au logement) se sont également développés moins rapidement, puisqu'ils se sont accrus de FF 3,5 milliards seulement en 1969 au lieu de FF 5,4 milliards une année auparavant. Les avoirs extérieurs nets des banques, qui s'étaient inscrits en baisse à concurrence de FF 15,7 milliards en 1968, ont encore fléchi de FF 9,3 milliards l'an dernier; ce recul, qui s'explique en grande partie par les pertes de réserves officielles, résulte également de la réduction à un solde négatif de la position extérieure nette des banques, en application des instructions reçues vers la fin de 1968 et au début de 1969.

Une contraction importante du découvert budgétaire a été obtenue en 1969. Au dernier trimestre, lorsque la balance des paiements est redevenue excédentaire, les opérations de financement du Trésor ont contribué à maintenir les pressions sur la liquidité bancaire. Les opérations de réescompte des banques auprès de la Banque de France et des établissements de crédit spécialisés se sont accrues de FF 10,5 milliards en 1969. Sur le marché monétaire, une importance plus grande a été accordée à la politique des taux d'intérêt en tant qu'instrument de réglage de la liquidité bancaire et les interventions de la Banque de France ont eu pour objet d'ajuster étroitement les taux internes à l'évolution des taux pratiqués à l'étranger. Le loyer de l'argent au jour le jour a marqué une progression de 2 points en cours d'année.

Les crédits réescomptables à moyen terme et les prêts à long terme, en forte expansion au début de l'année, ont accusé, les uns comme les autres, un accroissement de 18% environ en 1969; quant aux crédits à court terme, qui ont été plafonnés tout au long de l'année, leur augmentation ressort à 4% seulement. Les prêts accordés à l'économie par les établissements de crédit spécialisés et les établissements financiers ont enregistré une croissance de 12,3% en 1969, ce qui constitue un rythme légèrement plus élevé que pour le crédit bancaire.

En 1969, le secteur privé a, en outre, fortement intensifié ses appels à des capitaux empruntés en recourant aux émissions de valeurs mobilières. Dans un marché en hausse, les augmentations de capital ont plus que doublé, passant de FF 3,6 milliards en 1968 à FF 7,5 milliards en 1969. Si l'on tient compte des emprunts des entreprises nationalisées, on constate que le montant des émissions d'obligations du secteur privé a progressé de FF 5,8 milliards à près de FF 7 milliards. Cette expansion a été facilitée par les remboursements nets de titres opérés par le gouvernement et par une contraction des emprunts d'autres organismes du secteur public. Le volume net des obligations placées sur le marché intérieur s'est élevé à FF 6,4 milliards au total, contre FF 5,7 milliards en 1968. Sous l'influence de la politique des taux d'intérêt appliquée aux nouvelles émissions, les rendements se sont inscrits en hausse légère pendant la plus grande partie de l'année écoulée. En décembre 1969, les taux de rendement s'établissaient le plus fréquemment à 1 point au-dessus du niveau atteint un an auparavant du fait, en grande partie, des progrès enregistrés au début de 1969 et d'une nouvelle tendance à la hausse vers la fin de l'année.

Le projet de loi de finances pour 1970 prévoit le rétablissement des «grands équilibres». Les mesures d'encadrement des avances bancaires à court terme et du crédit réescomptable à moyen terme ont été prorogées jusqu'à la fin du mois de juin 1970. Depuis qu'en février le plafonnement des encours a fait l'objet de directives de caractère autoritaire, les établissements bancaires qui dépassent les limites sont astreints à effectuer des dépôts non rémunérés auprès de la Banque de France pour une période minimale d'un mois. D'autre part, en mars, il a été décidé d'exempter du système de plafonnement certains prêts en devises à des non-résidents et d'autoriser une progression de 1,5% au maximum par mois des crédits à court terme à l'exportation, cet accroissement n'étant pas retenu dans le calcul des plafonds du régime général. Les conditions de crédit à la consommation ont été légèrement assouplies en janvier et à nouveau au printemps. A la fin d'avril, les limitations imposées à certaines catégories de prêts à moyen et long terme ont été atténuées; en particulier, les taux maxima d'expansion des crédits d'équipement à moyen terme réescomptables ont été portés, en général, de 6 à 8%, pour le premier semestre de 1970. Pour contribuer à annuler les effets sur la liquidité de l'économie de l'amélioration des comptes extérieurs, le taux du portefeuille minimum d'effets représentatifs de crédits à moyen terme que les banques sont tenues de conserver a toutefois été relevé de 15 à 16%.

Belgique. Durant le printemps et l'été 1969, l'action des autorités monétaires a tendu à la fois à freiner les pertes de change et à maintenir l'expansion du crédit dans des limites raisonnables. Le taux officiel de l'escompte a été porté

de 4½ à 6% en trois étapes, de mars à mai et, au début d'avril, des limites ont été imposées à la position au comptant des banques en devises acquises sur le marché réglementé des changes et à leurs avances en francs en comptes convertibles. A la fin du même mois, l'expansion des crédits bancaires aux entreprises et aux particuliers, y compris les crédits en francs belges à des non-résidents, a été plafonnée à 14% pour toute l'année 1969. En outre, la Banque Nationale a restreint les possibilités de réescompte, pour chaque banque, à un certain pourcentage de la moyenne de ses ressources en 1968 (y compris les fonds propres, mais à l'exclusion des comptes interbancaires); cette limite, fixée initialement à 16%, peut être abaissée en cas de dépassement du plafond des encours. D'autre part, les acceptations du Fonds National des Routes dont l'échéance était postérieure au 30 septembre, n'ont plus été admises au réescompte. Enfin, les banques ont été tenues d'observer, pour une durée d'un an à dater de juin, un rapport minimum entre leurs avoirs facilement mobilisables et leurs engagements à court terme en francs belges.

Pendant l'été, devant la nouvelle hausse des taux d'intérêt à l'étranger, et aussi en raison des incertitudes monétaires, les autorités ont encore relevé le taux de l'escompte, le portant à 7% en juillet, puis à 7½% en septembre. Se rendant compte que les limites imposées au crédit bancaire avaient été trop largement calculées par rapport aux besoins, elles ont abaissé, en automne, le plafond applicable pour le second semestre, de façon à ramener à 11,2% le taux global d'expansion sur l'ensemble de l'année. Simultanément, il a été décidé d'étendre cette mesure au premier semestre de 1970 et des normes analogues ont été imposées, comme précédemment, aux concours approuvés par les établissements publics de crédit, par les caisses d'épargne privées et par les compagnies d'assurance. De plus, au mois d'août, le plafond de réescompte des banques auprès de la Banque Nationale a été réduit à 14% et, en septembre, il a été annoncé que ce pourcentage serait abaissé progressivement chaque mois, jusqu'à ce qu'il atteigne 10% à la fin de mars 1970.

Grâce aux économies réalisées sur les dépenses et à une augmentation des recettes fiscales liée à l'évolution de la conjoncture, les besoins nets de financement de l'Etat sont tombés de FB 34,1 milliards en 1968 à FB 28,1 milliards en 1969. Comme ils ont été couverts par des emprunts à l'étranger à raison de FB 4,8 milliards, alors qu'en 1968 le Trésor avait réduit de FB 3,7 milliards son endettement extérieur net, le recours de l'Etat au marché intérieur a diminué de FB 14,5 milliards. Le volume de ses emprunts publics à long terme en Belgique a également fléchi et son recours net aux établissements de crédit (FB 20 milliards), bien que moins important qu'en 1968, a encore fortement contribué à la création de liquidités internes.

Les sorties de capitaux ont revêtu un caractère préoccupant pendant la majeure partie de 1969, mais un important reflux s'est produit vers la fin de l'année et, pour l'ensemble des douze mois, les avoirs extérieurs nets du système bancaire ont enregistré une progression de FB 8,6 milliards succédant à un fléchissement de FB 11 milliards en 1968. Ce revirement dans la situation des paiements a contribué, avec l'augmentation des bénéfices des entreprises et l'utilisation de ressources liquides inemployées, à freiner la demande de crédit du secteur privé. Comme, d'autre part, les établissements financiers autres que les banques ont considérablement accru leurs octrois de crédits en 1969, les prêts bancaires au secteur privé ont atteint FB 13,5 milliards seulement, contre FB 25,6 milliards en 1968. La croissance des disponibilités monétaires et quasi monétaires a été de 7,7%, contre 9,5% en 1968; alors que la monnaie en circulation et les dépôts à vue ont brutalement fléchi pendant le second semestre de 1969, l'augmentation des avoirs quasi monétaires s'est accélérée, passant de 15,7% en 1968 à 21,8% en 1969, en grande partie à cause de la hausse des taux de rémunération des dépôts à terme. Vers la fin de l'année, par suite d'un relâchement du rythme de l'activité interne et d'un reflux des capitaux, la position de liquidité est devenue plus confortable. Le taux de l'argent au jour le jour, qui s'était avancé jusqu'à 7,48% en septembre, est revenu en décembre à 6,07% mais, à ce niveau, il dépassait encore d'environ 2¾ points celui de l'année antérieure.

Le projet de budget pour 1970, présenté par le gouvernement en octobre, prévoyait un déficit global analogue à celui de 1969 mais, en novembre, à la suite de la réévaluation du deutsche mark, les autorités ont annoncé des mesures anti-inflationnistes. Ce programme comprenait des réductions sélectives des dégrèvements fiscaux appliqués aux exportations, un relèvement des cotisations de sécurité sociale et une nouvelle aggravation des conditions de vente à tempérament. En outre, des restrictions étaient apportées à la délivrance des permis de construire et à l'aide de l'Etat aux investissements privés.

En mars 1970, comme le montant des encours bancaires restait nettement en dessous des plafonds fixés, tandis que le rythme des ouvertures de crédit commençait à s'accélérer, le régime du plafonnement a été remplacé par un nouveau système limitant à 5,5%, pour chaque banque, le taux de progression pendant les neuf premiers mois de 1970. L'expansion des encours assujettis aux nouvelles dispositions et des crédits à l'exportation, qui sont exclus des mesures de limitation, sera à peu près équivalente à la progression constatée pendant la période correspondante de 1969. L'octroi de crédits au-delà des limites sera pénalisé par la réduction du contingent de réescompte, à concurrence d'un montant minimum égal à celui du dépassement. A partir de mars, les crédits à l'exportation sont rendus

mobilisables hors plafond auprès de la banque centrale, mais les coefficients de rées-compte doivent être ramenés à 9% en deux étapes, en juin et en septembre.

Pays-Bas. A la fin de 1968, les autorités, après deux ans de relative aisance monétaire, avaient dû adopter une politique restrictive: au mois de décembre, devant les pressions exercées sur les prix à l'intérieur et la hausse des taux d'intérêt à l'extérieur, la Nederlandsche Bank portait le taux officiel de l'escompte de 4½ à 5%, et concluait avec les banques un accord limitant l'expansion des prêts à court terme, qui impliquait un plafonnement de 10% des encours pour l'ensemble de l'année 1969. Quant aux crédits bancaires à moyen et à long terme, leur accroissement devait s'aligner sur celui des ressources à échéance relativement éloignée.

Les taux d'intérêt ayant continué de monter à l'étranger au cours du printemps et de l'été 1969, tandis que la demande de crédit de l'économie néerlandaise s'intensifiait, le taux de l'escompte a été rajusté à deux reprises, passant à 5½% en avril, puis à 6% en août. D'autre part, comme les banques, vers le milieu de l'année, étaient parvenues à renforcer considérablement leurs avoirs extérieurs nets, en faisant abusivement appel, pour les financer, aux concours de la banque centrale, celle-ci les a invitées, en juillet, à réduire leurs positions en devises de 10% par rapport à un niveau de référence donné, et ce avant la fin de l'année. Après la réévaluation du deutsche mark, toutefois, des afflux massifs de capitaux aux Pays-Bas ayant provoqué une rapide atténuation des tensions financières, les banques ont été autorisées à reconstituer leurs positions nettes à concurrence de 125% du chiffre de la période de base. Les taux d'intérêt à long et à court terme ont enregistré, entre la fin de 1968 et octobre 1969, une hausse d'environ 1½ point, suivie d'une détente pendant le reste de l'année.

Le déficit financier du secteur public pour l'ensemble de l'année 1969 a dépassé de peu FL 4 milliards, s'établissant ainsi approximativement au même niveau qu'en 1968. Aussi, la progression de la demande de crédit a-t-elle été surtout imputable au secteur privé dont les besoins de financement ont continué de se développer vigoureusement.

Sous l'effet de la hausse généralisée des taux d'intérêt, la physionomie des mouvements de capitaux s'est considérablement modifiée l'an dernier. Le volume net des fonds alimentant le marché financier a été pratiquement le même qu'en 1968, avec FL 9,8 milliards. Une augmentation d'environ FL 900 millions des apports des investisseurs institutionnels et de l'épargne privée a été à peu près compensée par un fléchissement des placements des banques. Du côté de la demande, le gouvernement central a développé ses emprunts, dont le volume est

passé de FL 1,3 milliard à FL 2,2 milliards, tandis que le recours du secteur privé et des collectivités locales aux banques et au marché monétaire a été relativement plus important que précédemment.

Dans le cadre des limites imposées, le rythme de progression des prêts à court terme au secteur privé a fléchi à 10%, soit à la moitié du taux de 1968. En revanche, les crédits bancaires à moyen et à long terme ont enregistré une augmentation de FL 1,4 milliard, contre FL 0,3 milliard en 1968; au total, par conséquent, les banques ont accru leurs concours au secteur privé de 17%, soit exactement 1 point de moins qu'en 1968. Grâce au recours accru du gouvernement au marché financier, le crédit bancaire au secteur public n'a progressé que de 8%, après avoir augmenté de 12% l'année précédente.

L'expansion des disponibilités monétaires et quasi monétaires détenues auprès des établissements de crédit a été ramenée de 14% en 1968 à 10,5% l'an dernier, tandis que les ressources à plus long terme des banques ont continué de progresser à une allure relativement rapide. Entre le 1er février 1969 et le 31 janvier 1970, l'endettement du système bancaire auprès de la Nederlandsche Bank s'est accru d'environ FL 0,5 milliard, chiffre bien supérieur à l'amélioration de sa position extérieure nette.

Pour 1970, le plafond des crédits bancaires à court terme a été reconduit, pour l'essentiel, sur les mêmes bases qu'en 1969. Pendant les premiers mois de l'année, des tensions sont réapparues sur le marché financier intérieur, et les taux d'intérêt à long terme ont suivi approximativement ceux des marchés internationaux des capitaux.

Suisse. Au cours des huit premiers mois de 1969, les autorités helvétiques se sont trouvées en présence d'une accélération marquée de l'expansion du crédit intérieur, sans disposer des moyens appropriés pour y remédier. Bien que le budget fédéral ait de nouveau fait apparaître un excédent, le réglage de la liquidité bancaire a reposé, en grande partie, sur le maintien d'un niveau peu élevé des taux d'intérêt et, par conséquent, sur les exportations de capitaux. En fait, grâce à l'accroissement rapide des dépôts, les banques ont cependant pu répondre généreusement aux demandes de crédit d'origine interne.

Au début du mois de septembre, les autorités monétaires ont conclu une «convention-cadre» avec les grandes banques, fixant les principes selon lesquels elles pourraient recourir, en cas de besoin, au système de plafonnement du crédit et des réserves minima. En même temps, l'expansion des prêts à l'économie a été plafonnée à un taux annuel variant entre 9 et 11½%, en fonction du rythme antérieur de progression des encours de chaque banque considérée. Dans ces conditions,

il a été ultérieurement décidé de ne pas maintenir les propositions de loi tendant à élargir le champ des instruments d'action de la Banque Nationale.

Au milieu du mois de septembre, compte tenu de l'évolution des taux sur le marché monétaire, l'Institut d'émission a relevé le taux d'escompte de 3 à 3¾%. Toutefois, l'attrait exercé par les taux des Euro-monnaies a incité les banques à réduire au strict minimum leurs éléments d'actifs liquides en monnaie nationale, tout en multipliant considérablement leurs recours aux avances de la banque centrale. Bien que les exportations de capitaux, combinées avec un resserrement des conditions de prêt à l'économie interne, aient été considérées comme souhaitables et que de larges facilités de swap aient été mises à la disposition des banques aux dates de présentation de leur bilan, la Banque Nationale ne s'est pas moins opposée à ce que les concours qu'elle fournissait au système bancaire soient utilisés à des fins d'arbitrage de taux d'intérêt. En insistant sur leur caractère temporaire et exceptionnel, elle s'est décidée, en accord avec les grandes banques, à plafonner, jusqu'à la fin de l'année, le montant de ces facilités.

Les crédits à l'économie, qui s'étaient accrus de 8,4% en 1968, s'inscrivaient, à la fin du mois d'août 1969, en progression de 12,7% par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Néanmoins, les mesures d'encadrement ont permis de ramener la croissance à 12,3% pour l'ensemble de l'année. Le développement accéléré des encours s'explique, en grande partie, par l'accroissement du volume des prêts aux entreprises; les crédits hypothécaires ont progressé à une cadence relativement atténuée (8%). Les dépôts ont encore accusé une augmentation d'environ 20%, due notamment à une forte expansion des dépôts à terme, tant des résidents que des non-résidents.

En 1969, les émissions de valeurs mobilières ont porté sur un total net de FS 5,7 milliards, soit FS 0,2 milliard de plus qu'en 1968, les souscriptions d'actions s'étant accrues de FS 0,5 milliard. Les offres nettes de titres à revenu fixe ont fléchi de FS 0,4 milliard pour s'établir à FS 3,3 milliards. Le montant des emprunts étrangers est resté pratiquement inchangé et a représenté à peine 25% du total des émissions. En dépit de la progression de près de 1 point, en cours d'année, des rendements (qui ont atteint 5,4% pour les obligations fédérales à la fin de 1969), les souscriptions n'ont pas toujours été aussi satisfaisantes qu'on pouvait l'espérer. Si, jusqu'au mois de septembre, la Commission de contrôle des banques a approuvé toutes les demandes d'émission, elle a adopté ensuite une attitude plus restrictive.

En janvier 1970, dans le cadre d'une extension du programme de stabilisation, le taux maximum de progression des encours a été abaissé de 15%, ramenant ainsi à 7,65-9,75% l'expansion du crédit sur une base annuelle. Comme les crédits

à l'économie interne avaient déjà progressé, à la fin de février 1970, de 13,3% par rapport à la période correspondante de l'an dernier, une décélération sensible s'imposait. Au premier trimestre de cette année, le nombre des autorisations d'émission d'obligations a été du même ordre que durant les trois premiers mois de 1969; toutefois, la part des emprunts étrangers a accusé un net fléchissement et, en mai, ces émissions ont été suspendues pour une période indéterminée. Les taux d'intérêt ont poursuivi leur mouvement ascendant; le taux d'escompte privé appliqué par les banques aux emprunteurs de premier ordre et le taux des dépôts à terme ont été relevés d'un demi-point et portés respectivement à 5¼ et 5½%, tandis que les taux des bons de caisse ont été généralement majorés d'un quart de point. Les taux d'intérêt en Suisse se situent toujours au-dessous de ceux des autres pays, et le plafonnement du crédit bancaire dissuade les banques de faire refluer leurs avoirs détenus à l'étranger. Toutefois, si la surchauffe se poursuit, il se pourrait qu'on assiste à des rapatriements indésirables de fonds par les sociétés industrielles.

Autriche. Si l'activité économique s'est inscrite en vive reprise au cours de l'année 1969, ce n'est que vers la fin de l'année que l'appareil productif a été presque utilisé au maximum de ses possibilités. Amorcé par la progression des exportations, le mouvement d'expansion s'est poursuivi sous l'impulsion de la demande interne. La production industrielle a marqué un accroissement moyen de 11,4% par rapport à 1968, tandis que le produit national brut a augmenté de 6,4% en valeur réelle. La hausse des salaires a été du même ordre de grandeur que les gains de productivité, mais elle s'est accélérée quelque peu dès le début de la nouvelle année.

L'excédent des comptes extérieurs — plus faible, il est vrai, que l'an dernier — ayant continué à accroître la liquidité bancaire, l'encours des établissements de crédit s'est développé à raison de SCH 23,3 milliards, contre SCH 14,3 milliards en 1968. Cette progression est d'ailleurs liée au fait que les emprunteurs ont cessé de se tourner vers l'étranger pour se procurer des ressources et, alors que le montant des emprunts extérieurs avait augmenté de SCH 5,7 milliards en 1968, il n'a pas varié en 1969. Cette désaffection à l'égard des emprunts à l'étranger — en général à long terme — est imputable au resserrement des conditions monétaires dans les autres pays, ainsi qu'aux incertitudes qui planaient sur les parités de change.

En ce qui concerne les établissements de crédit autrichiens, l'expansion des avances à l'économie interne, qui ressortait à 16,7%, soit 6 points de plus qu'en 1968, a été plus marquée, l'an dernier, que la progression du volume total des dépôts et des obligations de banque, dont le taux d'accroissement s'est situé, avec 14,4%, à 3 points au-dessus du chiffre noté en 1968. Grâce aux nouveaux taux créditeurs dont la gamme s'étendait jusqu'à 5½%, les dépôts à échéance supérieure

à deux ans et demi ont été rendus plus attrayants pour les épargnants et, en outre, les banques ont procédé à des émissions d'obligations pour un volume considérable. En même temps, elles ont étoffé un peu plus qu'en 1968 leur portefeuille d'effets du Trésor à court terme et amélioré leur position nette envers l'étranger. Pour ce faire, elles ont non seulement cessé d'acquérir des valeurs mobilières mais, qui plus est, elles ont multiplié leurs recours aux facilités de la banque centrale.

Le volume net des émissions d'obligations s'est élevé à SCH 4,3 milliards en 1969, au lieu de SCH 3,1 milliards en 1968. Les taux de rendement sur les Fonds d'Etat ont légèrement progressé pour atteindre 7,6% à la fin de 1969. Des certificats de fonds d'investissement autrichiens et étrangers ont été placés dans le public pour un montant élevé mais, en ce qui concerne ces derniers, une autorisation spéciale de la Banque Nationale a été requise dans la mesure où ils étaient exprimés en devises.

Pendant la plus grande partie de l'année, les autorités ont pratiqué une politique d'assez large aisance monétaire. Au premier semestre lorsque, pour des considérations de taux de change, les emprunteurs autrichiens se sont détournés des sources extérieures de financement pour faire appel au marché interne, la Banque Nationale a mis d'abondantes ressources à la disposition des banques et abaissé le pourcentage des réserves minima d'un point et demi, à 8½% pour les dépôts à vue et à 5½-6½% pour les ressources à terme et d'épargne. En septembre, étant donné la vigueur dont faisait alors preuve l'activité économique, la Banque Nationale a porté son taux d'escompte de 3¾ à 4¾% et relevé celui des avances sur titres pour le fixer au niveau désormais uniforme de 5¼%.

A la suite de la réévaluation du deutsche mark, les autorités ont été contraintes de réorienter leur politique économique. Estimant que la balance des paiements de l'Autriche pouvait être considérée comme étant à peu près en équilibre, elles ont écarté toute idée de révision en hausse de la parité de la monnaie. Au lieu et place, elles ont appliqué un programme de stabilisation comprenant, en plus des mesures sélectives pour stimuler les importations, un relèvement d'un point des coefficients de réserves obligatoires, portés à 9½% pour les dépôts à vue et à 6½-7½% pour les autres engagements.

En janvier, à titre de mise en garde contre une surchauffe de l'économie, la Banque Nationale a majoré d'un quart de point ses taux de réescompte et des avances sur titres, pour les porter respectivement à 5 et 5½% et, en février, elle a absorbé près de SCH 1,5 milliard de liquidités en plaçant ses propres bons de caisse auprès des banques. Au cours de ces deux mois, les pressions exercées par la demande et les coûts de production se sont accrues, et la balance des paiements est devenue déficitaire.

Suède. Le relèvement de 5 à 6 %, en février 1969, du taux officiel d'escompte a marqué le début de l'orientation restrictive prise par la politique du crédit. Par la suite, les autorités se sont efforcées de contrôler plus efficacement la liquidité bancaire et d'appuyer la demande de valeurs à revenu fixe tout en enrayant les sorties de capitaux. Aussi, en mars, l'observation par les banques de ratios de liquidité, qui n'était jusque-là qu'une simple recommandation, est-elle devenue une obligation légale comportant, en cas d'insuffisance d'éléments d'actifs liquides, un taux de pénalité de 4 %. La composition de ces avoirs fut définie, comme précédemment, de façon assez large, pour pouvoir y inclure les Fonds d'Etat et les obligations hypothécaires, mais les créances nettes en devises sur les banques étrangères n'entraient en ligne de compte que dans une mesure limitée. En outre, les organismes d'épargne et d'assurance et la Caisse Nationale des Pensions se sont engagés, en accord avec la Riksbank, à placer les deux tiers de l'accroissement de l'ensemble de leurs éléments d'actif en 1969 sous forme d'avoirs liquides, d'obligations d'Etat et de titres hypothécaires de financement de la construction de logements.

En dépit de ces aménagements et de la réduction des liquidités bancaires consécutive au déficit des comptes extérieurs, les banques commerciales ont développé leurs avances aux entreprises à concurrence de KRS 2,7 milliards pendant le premier semestre de 1969, contre KRS 1,9 milliard pour les six mois correspondants de 1968. Mais leur endettement vis-à-vis de la banque centrale s'est accru de façon brutale, pour atteindre le chiffre record de KRS 3,1 milliards en juin, contre KRS 0,6 milliard en juin 1968.

Dans ces conditions, de nouvelles mesures restrictives furent annoncées. En juillet, la Riksbank porta le taux d'escompte à 7 % et invita les banques à verser sur ses livres, à des comptes non rémunérés, l'équivalent de 1 % de leurs principaux engagements, cette obligation étant assortie d'une pénalisation calculée au taux de l'escompte, plus 3 % en cas de manquement. Au surplus, les banques se sont vu, pour la première fois, appliquer un plafond individuel à leurs possibilités d'emprunt auprès de la Riksbank, ce plafond étant sujet à révision en fonction des résultats obtenus par chaque banque dans ses efforts pour ramener, au niveau du début de 1969, le volume de ses encours autres que les prêts à la construction, qui faisaient l'objet d'accords séparés.

Les concours fournis par les banques commerciales aux entreprises se sont fortement contractés dans la deuxième moitié de 1969; pour l'ensemble de l'année, la progression ne ressort qu'à KRS 0,8 milliard, contre KRS 3,3 milliards en 1968. Les prêts accordés par les banques commerciales pour financer la construction de logements ont enregistré une réduction nette, par suite des opérations de

consolidation réalisées au moyen d'achats d'obligations hypothécaires par d'autres établissements financiers. Les banques commerciales elles-mêmes ont développé leurs acquisitions de titres hypothécaires et de valeurs d'Etat en vue de s'acquitter de leurs obligations de réserves, d'autant plus que les avoirs nets en devises se sont inscrits en recul à partir de septembre.

L'aggravation du déficit d'exécution du budget, qui est passé de KRS 3,4 milliards en 1968 à KRS 3,8 milliards en 1969, s'explique amplement par la progression, plus importante encore, des prêts consentis pour la construction de logements. En même temps, les autorités monétaires ont, du fait de leurs opérations de gestion de la dette publique à long terme, absorbé près de KRS 2 milliards de capitaux au total, contre KRS 1,5 milliard en 1968. Pendant la plus grande partie de l'année, l'endettement du système bancaire auprès de la banque centrale s'est maintenu à un niveau sensiblement plus élevé qu'en 1968; cependant, grâce au rapatriement de fonds, les banques ont pu ramener le total de ces emprunts à KRS 880 millions en décembre, contre KRS 850 millions une année auparavant.

Le volume global des avances, en chiffres nets, s'est accru de KRS 17,2 milliards en 1969, contre KRS 19,9 milliards en 1968; ce ralentissement de l'expansion du crédit est lié au fléchissement encore plus accentué du montant total des emprunts contractés par les entreprises, soit auprès des banques, soit sous forme d'offres de valeurs à revenu fixe. D'une année sur l'autre, le volume global des fonds collectés par le secteur du logement n'a enregistré que des variations mineures.

Suède: Flux net de crédits.

Prêteurs	Années	Emprunteurs				
		Etat	Collectivités locales	Secteur du logement	Secteur des entreprises	Total
		en millions de couronnes suédoises				
Riksbank	1968	1.230	10	110	25	1.375
	1969	1.505	—	— 10	— 15	1.480
Banques commerciales	1968	255	95	2.000	3.320	5.670
	1969	1.525	100	1.180	795	3.600
Autres banques	1968	510	650	2.095	975	4.230
	1969	15	510	2.550	535	3.610
Organismes publics d'assurance	1968	535	495	2.780	1.885	5.695
	1969	590	605	2.815	1.600	5.610
Organismes privés d'assurance	1968	190	115	890	600	1.795
	1969	— 280	155	1.350	630	1.850
Divers	1968	655	55	5	410	1.125
	1969	435	— 25	—	680	1.095
Total	1968	3.370	1.145	7.875	7.215	19.885
	1969	3.795	1.345	7.885	4.225	17.245

On relève, toutefois, une forte progression des émissions d'obligations hypothécaires, facilitée par l'institution du système de coefficients d'investissement s'appliquant aux établissements financiers. En dehors du secteur bancaire, le flux total des crédits s'est très légèrement inscrit en recul en 1969.

Au début de 1970, les avoirs liquides du secteur privé ont fortement baissé mais, en raison de la persistance des tensions inflationnistes, les autorités ont été amenées à renforcer le dispositif restrictif par un resserrement de la politique budgétaire. Le projet de loi de finances, pour l'exercice commençant en juillet 1970, prévoit essentiellement une nette aggravation des impôts indirects et un allègement des impôts directs, les nouvelles dispositions prenant principalement effet à partir de janvier 1971. La taxe à la valeur ajoutée a toutefois été relevée de 10 à 14% à dater de février 1970 pour la plupart des biens durables de consommation; de plus, les autorités ont annoncé, en avril, l'ajournement de certaines commandes de l'Etat et, pour la période de mai 1970 à juillet 1971, l'application sur les nouvelles constructions non prioritaires d'une taxe sur les investissements semblable à celle qui fut instaurée en 1967 et 1968; en outre, en accord avec la Riksbank, les banques commerciales se sont engagées à limiter, à partir de mai, le total de leurs prêts à l'économie autres que les crédits à la construction de logements. En conséquence, le montant de leurs encours doit, d'ici à la fin décembre 1970, être ramené à 104% du niveau de la fin de 1969. Enfin, les conditions d'accès aux facilités de la banque centrale et le taux d'intérêt des dépôts effectués sur les livres de la Riksbank dépendront désormais de la mesure dans laquelle les ratios de liquidité, les plafonds de crédit et les directives sur les prêts à la construction de logements seront respectés.

Danemark. Au printemps de 1969, la recrudescence des exportations industrielles, des dépenses de consommation, des investissements des entreprises et de la construction de logements a déclenché une accélération de l'expansion économique, et le déficit des opérations courantes a continué de s'aggraver. D'abord porté de 6 à 7% en mars, le taux officiel d'escompte fut relevé à 9% en mai, à la suite de la grave crise de change que connaissait le Danemark. En outre, pour renforcer la situation des finances publiques, le gouvernement annonça une compression des dépenses de l'Etat et un relèvement des impôts indirects. Peu de temps après, la Banque Nationale conclut avec les banques commerciales et les caisses d'épargne un accord aux termes duquel le montant des réserves obligatoires fut porté de 10 à 20% pour tout accroissement enregistré dans le volume des dépôts entre septembre 1968 et avril 1969, et à 30% pour les ressources obtenues par la suite. La gamme des valeurs à revenu fixe dans lesquelles les réserves ainsi constituées pouvaient être investies fut élargie mais, en revanche, des restrictions

furent apportées aux possibilités de satisfaire à l'obligation de réserve par le placement de fonds à l'étranger. En outre, les banques s'engagèrent à maintenir l'expansion de leurs encours dans des limites compatibles avec une croissance équilibrée de l'économie.

Les avoirs en devises ont été renforcés par des emprunts contractés à l'étranger, par l'utilisation de facilités de swap accordées par des banques centrales, et par un tirage sur le F.M.I. Devant la poursuite du mouvement d'expansion de la demande interne et le développement des octrois de prêts, les autorités invitèrent les établissements de crédit à restreindre leurs concours au secteur du bâtiment et, à l'automne, de nouvelles mesures furent prises pour réduire la liquidité. En septembre, la Banque Nationale, qui avait précédemment cherché à modérer la hausse des taux d'intérêt, cessa ses interventions sur le marché des obligations et, en accord avec les banques, elle ajourna la réduction, prévue pour novembre, du coefficient de réserves applicable aux nouveaux engagements. De cette façon, KRD 880 millions de ressources des banques commerciales et des caisses d'épargne ont été absorbées par l'accroissement des réserves obligatoires au cours de l'année 1969 dans son ensemble. En outre, l'excédent budgétaire, en progression constante, a contribué à éponger un certain volume de liquidités.

Eu égard à la vigueur de la demande de crédit, les banques commerciales et les caisses d'épargne ont accru leurs concours au secteur privé à concurrence de 15% en 1969, contre 9,5% en 1968. Les disponibilités monétaires et quasi monétaires ont progressé de 10,5%, soit sensiblement plus lentement qu'en 1968. En dépit du ralentissement du rythme d'accroissement de leurs dépôts - 11% en 1969, contre près de 17,5% en 1968 - les banques commerciales ont développé leurs prêts à l'économie en réduisant leurs achats de valeurs et en prélevant sur leurs éléments d'actifs liquides accumulés en 1968, avoirs nets à l'étranger notamment. En outre, leurs emprunts auprès de la Banque Nationale, qui avaient accusé un fléchissement de KRD 206 millions en 1968, se sont accrus, l'an dernier, de KRD 684 millions.

Le secteur privé, et plus particulièrement les organismes de financement du crédit à la construction, ont sensiblement développé leurs recours au marché financier en 1969. Le montant total des émissions de valeurs danoises s'est établi à KRD 8,38 milliards, contre KRD 6,86 milliards en 1968 et KRD 4,50 milliards en 1967. Les achats d'obligations auxquels a procédé la Banque Nationale sont intervenus principalement au cours du premier trimestre et, pour l'ensemble de l'année 1969, leur montant est resté inférieur à celui de 1968. Les banques ont également montré une désaffection relative pour les valeurs à revenu fixe, mais d'autres investisseurs ont, notamment à la fin de 1969, absorbé une plus

grande quantité de titres qu'un an auparavant. Les rendements des obligations se sont légèrement repliés à partir d'octobre mais, à la fin de l'année, les taux des obligations hypothécaires de premier rang s'établissaient à 10% environ. En décembre, de nouvelles mesures de stabilisation du marché des valeurs à revenu fixe ont été prises, principalement pour comprimer le volume des emprunts des collectivités locales et des organismes de financement de la construction.

Les gains horaires moyens dans le secteur privé ont progressé de 11% en 1969, et l'indice des prix, établi sur une base nette d'impôts indirects et sur lequel sont indexés les salaires, a augmenté de 5,4% en 1969, contre 2,7% seulement en 1968. Cette hausse s'est produite, en majeure partie, au début du second semestre, lorsque le blocage général des prix, décidé après la dévaluation de novembre 1967, a été levé. Les taux de l'impôt sur le revenu pour 1970, première année d'application du système de la retenue à la source, ont été fixés de façon à procurer à l'Etat un montant sensiblement plus élevé de recettes à ce titre et, dans le projet de budget pour l'exercice 1970-71, les comptes prévisionnels font apparaître un excédent de KRD 1,5 milliard.

En mars, le gouvernement a décidé de surseoir à toute nouvelle mise en chantier de travaux publics jusqu'en octobre 1970. Au surplus, dans une convention passée avec la Banque Nationale, les établissements de crédit se sont engagés à ne pas augmenter, pendant six mois, le volume net de leurs encours autres que les crédits à la construction de logements de caractère social, qui font déjà l'objet de conditions particulières. Les nouvelles mesures envisagées en mai portent sur un blocage des prix des services et un relèvement de 12,5 à 15% de la taxe à la valeur ajoutée.

Norvège. Le développement des exportations a déclenché, au début de 1969, une reprise de la croissance, qui s'est accélérée au printemps et en été sous l'impulsion d'une forte progression de la consommation des secteurs public et privé.

La politique du crédit s'est donné pour objectif d'encourager l'expansion, axée sur de vastes projets d'investissement, en facilitant le financement par voie d'emprunts obligataires. Les autorités ont, d'autre part, cherché à limiter l'accroissement des prêts des banques commerciales et des caisses d'épargne, en 1969, à KRN 1.800 millions, soit approximativement au même montant qu'en 1968. Mais, au cours du premier semestre, les banques commerciales ont fortement développé leurs avances et tout portait à croire que le plafond recommandé serait sensiblement dépassé. En conséquence, le ratio de liquidité qu'elles devaient observer a été porté de 9 à 11% en deux étapes (juin et juillet).

A la fin de septembre, le taux d'escompte de la Banque de Norvège, qui n'avait pas changé depuis quatorze ans, a été porté de 3½ à 4½%. Si cette décision a été motivée, en partie, par la hausse du loyer de l'argent à l'étranger, elle a été prise également pour tenir compte de la nécessité de modifier les divers taux rattachés à celui de l'escompte, y compris les taux créditeurs des dépôts bancaires, et ceux des prêts consentis par les banques d'Etat, de même que le taux d'intérêt stipulé dans la plupart des contrats de prêt en cours. De plus, cette mesure est intervenue en même temps que le relèvement d'un point de l'intérêt servi sur les nouvelles émissions d'obligations. Comme il semblait nécessaire d'élargir sensiblement la capacité d'absorption du marché des valeurs à revenu fixe, en raison notamment des besoins croissants de moyens financiers des banques d'Etat et d'une aggravation passagère du déficit des finances publiques, les banques commerciales et les caisses d'épargne ont été invitées à placer en obligations, à partir d'octobre, 33% de l'augmentation de l'ensemble de leurs ressources; la même mesure a été appliquée, à partir de janvier 1970 et au taux de 40%, aux compagnies d'assurance-vie et aux caisses de retraite. Enfin, les ratios de liquidité des banques commerciales ont à nouveau été relevés pour être portés, en ce qui concerne les grandes banques, à 12% pour décembre, puis à 13% à partir de janvier 1970.

L'expansion des avances des banques commerciales et des caisses d'épargne a atteint KRN 3 milliards en 1969, correspondant à un pourcentage de 13%; elle a ainsi largement dépassé l'objectif fixé pour l'année, de même que la progression enregistrée en 1968 (9%). Les banques ont également accru leur portefeuille de valeurs à revenu fixe, principalement en vue de faire face aux nouvelles obligations de réserve. Ces résultats, obtenus malgré un ralentissement du rythme d'accroissement des dépôts, ont pu être atteints grâce, notamment, à un recours accru aux emprunts à l'étranger et aux facilités de la banque centrale.

En janvier 1970, l'impôt sur le chiffre d'affaires a été remplacé par une taxe à la valeur ajoutée de 20% sur les biens de consommation et par un impôt de 13% sur les biens d'équipement. Ces mesures ont été assorties de dispositions budgétaires prévoyant essentiellement des dégrèvements d'impôt sur le revenu et une amélioration des prestations sociales, afin de contribuer à répartir plus équitablement la charge des majorations de prix, et un système de contrôle des prix a d'ailleurs été institué de septembre 1969 à janvier 1970 pour empêcher des hausses prématurées ou excessives. Toutefois, le projet de budget de l'Etat pour l'exercice 1970 a prévu que les besoins nets d'emprunt atteindront au total KRN 3,2 milliards, contre KRN 1,7 milliard en 1969; cette augmentation s'explique surtout par les changements apportés au début de 1970 au calendrier des recouvrements d'impôts.

Dans ces conditions, et étant donné l'accélération du rythme de l'activité, de nouvelles mesures temporaires de resserrement de la liquidité ont été prises pour compléter l'encadrement du crédit. Entre février et avril, les banques ont été tenues d'observer un coefficient minimum de liquidité primaire, et le ratio général de liquidité des grandes banques commerciales, comprenant le portefeuille de Fonds d'Etat, a été temporairement porté de 13 à 15%. L'objectif de la politique actuelle de crédit est de contenir l'expansion des encours des banques commerciales et des caisses d'épargne dans les limites de KRN 2.050 millions, soit 8% environ pour l'ensemble de l'année 1970.

Finlande. La reprise économique, qui avait débuté à la fin de 1968 sous l'impulsion des exportations, s'est confirmée l'an dernier, grâce à un renforcement de la demande interne, portant notamment sur les investissements fixes des entreprises. Les autorités ont maintenu leur politique dans la ligne du programme de stabilisation mis en œuvre en mars 1968 pour appuyer l'effet de la dévaluation de 1967. Les prix et les loyers sont restés bloqués pour la plupart, les augmentations de salaires ont été contenues, jusqu'à la fin de 1969, dans les limites de l'accroissement de la productivité, et les clauses d'indexation ont, en général, été supprimées. La politique budgétaire a visé à comprimer les dépenses de l'Etat, à éviter toute aggravation de la fiscalité et à réduire les émissions d'emprunts publics sur le marché intérieur. Sur le plan monétaire, les banques ont été invitées à ne pas majorer leurs taux débiteurs en 1969 et, au début de l'année, les autorités s'efforcèrent surtout de modérer l'incidence de l'excédent des paiements extérieurs sur la liquidité.

Les exportations ont poursuivi leur progression et le rythme des dépenses de consommation s'est accéléré, en raison notamment des assouplissements apportés précédemment aux conditions de vente à tempérament. Malgré un desserrement du contrôle des prix de certains produits, le niveau général des prix a fait preuve d'une assez grande stabilité, à laquelle a contribué le caractère modéré des relèvements de salaires. Le rythme des importations s'est cependant intensifié et, à l'automne, les ressources disponibles ont commencé à être soumises à des tensions inquiétantes. Un coup d'arrêt semblait devoir être donné à l'expansion rapide du crédit au secteur privé. Aussi, en septembre, la Banque de Finlande a-t-elle conclu avec les établissements de crédit un accord aux termes duquel chacun d'eux s'engageait à limiter l'accroissement de ses prêts à 90% de la progression de ses dépôts. De surcroît, les contingents de réescompte auprès de la banque centrale ont été ramenés, à partir d'octobre, à 85% de leur niveau antérieur et, à partir de janvier 1970, à 75% de ce même niveau.

A la faveur de la reprise économique, l'accroissement des prêts bancaires au secteur privé s'est établi à 14,5% en 1969, contre 6,5% seulement en 1968. Son rythme a été un peu plus rapide que celui de la progression des disponibilités monétaires et quasi monétaires (13% contre 12,5% en 1968). En revanche, la situation du Trésor à l'égard des banques s'est améliorée et, en outre, ces dernières ont opéré des prélèvements sur leurs réserves liquides, ce qui leur a permis non seulement de développer davantage leurs prêts au secteur privé, mais également de réduire leur position débitrice nette envers l'étranger. A la fin de 1969, l'endettement net des banques auprès de la banque centrale était légèrement moindre qu'un an plus tôt.

En septembre, les dispositions de l'accord de stabilisation, y compris celles qui concernaient le contrôle des prix et la limitation des augmentations de salaires, ont été reconduites jusqu'à la fin de 1970. Dans le même esprit, le budget de l'Etat pour l'exercice 1970 n'a prévu aucune modification des impôts, mais la politique de modération des dépenses est maintenue. Pour rendre plus efficace l'influence restrictive du budget, le gouvernement a décidé, vers la fin de 1969, de constituer une réserve en compte bloqué auprès de la Banque de Finlande, alimentée par des ressources budgétaires en période de haute conjoncture qui seront libérées ultérieurement en cas de récession. Les premiers versements doivent, selon les propositions, intervenir à partir du premier trimestre de 1970. En outre, le gouvernement a conclu avec des groupes d'entreprises industrielles des accords aux termes desquels ces derniers s'engagent à constituer progressivement, sur une période comprenant l'année 1970 et le début de 1971, une réserve d'environ MF 400 millions. Ces fonds seront placés, pour la plupart, auprès de la Banque de Finlande, dans des dépôts de régularisation de la conjoncture, et leur déblocage sera effectué à la discrétion du gouvernement, ou au plus tard entre 1972 et 1974, en trois étapes. A partir d'avril 1970, les contingents de réescompte des banques commerciales ont été ramenés à 65% de leur niveau de septembre 1969. Etant donné, cependant, que les mesures de politique anticyclique ont permis d'agir plus efficacement sur les dépenses, le plafonnement de 90% des encours bancaires a été supprimé.

Espagne. Le ralentissement de l'activité économique après la dévaluation de 1967 a été suivi d'une reprise en 1968, puis d'une année de haute conjoncture en 1969. Le taux de croissance du produit national brut (8% en termes réels) a presque doublé par rapport à 1968. L'investissement a enregistré une vive progression, et l'expansion de la consommation privée a été presque aussi marquée, ce qui explique en partie que la balance des paiements courants se soit soldée par un déficit sensiblement plus élevé que l'année précédente. Le gouvernement

ayant maintenu son contrôle sur les salaires et les prix, l'indice du coût de la vie n'a subi qu'une hausse modérée de 3,5% qui s'est cependant accélérée vers la fin de l'année.

Jusqu'à l'été, la demande de crédit a été très forte, tandis que le niveau élevé des taux d'intérêt à l'étranger a eu tendance à entraîner des sorties de capitaux à court terme, qui ont essentiellement pris la forme de décalages dans les paiements. Aussi, en juillet, le taux officiel de réescompte, qui était fixé jusqu'alors à 5,1% pour le «papier financier», et à 4 ½% pour le «papier commercial», a-t-il été relevé et en même temps uniformisé à 5 ½%. Cette mesure s'est accompagnée d'une refonte générale des taux d'intérêt, et les taux des prêts et des dépôts, à l'exception des engagements à vue, ont été rattachés au taux officiel de l'escompte.

Les prêts des établissements de crédit au secteur privé (y compris les achats de valeurs mobilières industrielles), qui avaient déjà enregistré un accroissement remarquable de 21,3% en 1968, se sont encore développés pour accuser, entre septembre 1968 et septembre 1969, une progression de 24,1%. Dès lors, les autorités ont décidé de plafonner le crédit bancaire, ce qui a permis de ramener l'expansion des avances au secteur privé à 21,6% pour l'ensemble de l'année. De plus, grâce à une amélioration du budget de l'Etat, les prêts des établissements de crédit au secteur public n'ont augmenté que de 7,6%, contre 20,3% en 1968. Jusqu'à la fin de l'été, les disponibilités monétaires et quasi monétaires se sont accrues au rythme d'environ 20% l'an mais, par suite d'une détérioration de la position extérieure et des mesures d'encadrement du crédit appliquées à partir de septembre, leur taux de croissance s'est établi, pour l'ensemble de l'année 1969, à 18,8% comme l'année précédente. Le ratio entre les avoirs liquides des banques privées et l'ensemble de leurs dépôts est tombé, au cours de l'année, de 10,3 à 7,4%, tandis que leurs marges disponibles de réescompte s'amenuisaient considérablement.

Vers la fin de 1969, le développement des achats à l'étranger ayant déterminé un fléchissement prononcé des réserves de devises, le gouvernement a institué, à la charge des importateurs, un système de dépôts préalables non rémunérés, dont le montant, consigné pendant six mois, représente 20% de la valeur des importations. En outre, pour freiner la consommation des particuliers, la réglementation des ventes à crédit a été rendue plus restrictive.

Au cours des premiers mois de 1970, la situation des comptes extérieurs s'est améliorée et les réserves monétaires se sont renforcées. A partir du début de l'année, le contrôle des salaires a été assoupli et, désormais, seules les conventions collectives annuelles prévoyant des augmentations dépassant 6,5% (ou 8% pour des contrats de salaires de plus longue durée) sont soumises à accord préalable. Pour

neutraliser les pressions sur les prix, le gouvernement a annoncé une réduction de 10% des autorisations de dépenses prévues au budget de l'exercice 1970. En mars, le taux officiel de réescompte a été relevé d'un point et porté ainsi à 6 ½%.

Portugal. L'an dernier, la production industrielle a progressé plus rapidement qu'en 1968 mais, en raison d'un fléchissement de la production agricole, la croissance globale de l'économie a conservé un caractère modéré. Les exportations ont quelque peu augmenté et, malgré l'accroissement des investissements publics, le principal moteur de l'expansion semble avoir été la consommation. La courbe des importations s'est fortement relevée, et le renchérissement des produits importés, ainsi qu'une accélération des majorations de salaires dans l'industrie, ont provoqué une intensification du rythme de hausse des prix intérieurs.

Les estimations font apparaître une progression totale de quelque 10% des dépenses ordinaires et extraordinaires du secteur public, c'est-à-dire du même ordre qu'en 1968, mais elles révèlent un gonflement sensible, en 1969, des dépenses liées au Plan de développement et à d'autres investissements. Grâce à l'excellent rendement des impôts, l'excédent budgétaire global a pu être amélioré.

Le système bancaire a développé ses avances au secteur privé à la cadence de 22% en 1969, contre 16% environ en 1968. Les autres établissements financiers semblent avoir, eux aussi, accru le développement de leurs encours. Etant donné qu'apparemment, les investissements en capital fixe n'ont, dans leur ensemble, marqué aucune accélération, les nouveaux crédits ont surtout servi à couvrir divers besoins de financement à court terme et à permettre la constitution d'avoirs liquides. Monnaie et quasi-monnaie se sont accrues de plus de 17%, contre 13% environ précédemment. Le renforcement des réserves officielles de change a apporté, l'an passé, une moindre contribution qu'en 1968 à la liquidité de l'économie; les banques commerciales ont amélioré leur position nette en devises, tout en empruntant davantage auprès de la banque centrale et en réduisant le volume de leurs réserves libres.

Le budget de l'Etat pour 1970 prévoit un accroissement de 13% du total des dépenses, dû à un développement notable des investissements, ainsi qu'au relèvement des traitements des fonctionnaires à partir de janvier. Par suite principalement de certaines améliorations apportées au système fiscal, le montant total des recettes progressera suffisamment pour maintenir un excédent budgétaire global. En avril 1970, la Banque du Portugal, pour tenir compte de la hausse du loyer de l'argent à l'étranger, mais avant tout pour encourager l'épargne plus encore que pour freiner l'expansion du crédit, a porté son taux d'escompte de 3 à 3 ½%.

Yougoslavie. Lorsqu'au début de 1969, les autorités prirent conscience que l'activité économique risquait de s'emballer, elles recoururent aux instruments de la politique monétaire pour ralentir le rythme de l'expansion. Au cours du premier trimestre, le pourcentage des réserves minima, qui avait déjà été augmenté de 25 à 30 % en novembre 1968, fut porté à 32 %. Les crédits spéciaux octroyés aux établissements de crédit par la Banque Nationale furent réduits d'un montant équivalant à l'effet produit par un relèvement d'un point des réserves obligatoires. De plus, les banques furent invitées à transférer sur les livres de la Banque Nationale le montant des dépôts que les importateurs étaient tenus de constituer trente jours avant le règlement effectif de leurs achats à l'étranger. Enfin, un versement minimum au comptant de 20 % fut institué pour les ventes à crédit de biens de consommation. Ces mesures ont, en général, visé à éponger les excédents de liquidité des banques, mais également à dégager des ressources devant permettre à l'Institut d'émission d'accorder au système bancaire des crédits d'escompte supplémentaires, sur une base sélective, en vue de favoriser le développement des exportations et de l'agriculture.

L'efficacité des mesures prises a été telle, qu'il a été possible de ramener le coefficient des réserves obligatoires à 30 % en août. Pour l'ensemble de l'année, l'accroissement de la masse monétaire n'a pas dépassé le pourcentage inscrit dans le plan, à savoir 12 %, alors qu'il avait atteint 24 % en 1968. En revanche, la progression des crédits à court terme a été légèrement supérieure à l'objectif de 16 % que s'étaient fixé les autorités monétaires, et elle s'explique par les ponctions opérées sur la liquidité du fait de l'aggravation du déficit de la balance des paiements. Le développement des disponibilités quasi monétaires et des autres avoirs liquides s'est encore accéléré en 1969, de sorte que le total des ressources liquides, masse monétaire comprise, a augmenté de 17 %, contre 19 % en 1968.

La masse monétaire croissant moins rapidement, la trésorerie des sociétés s'est resserrée, engendrant des difficultés dans les règlements interentreprises et une compression des dépenses d'investissement. Cette évolution a contribué à un ralentissement de l'expansion économique pendant le dernier trimestre de 1969, mais n'a guère freiné la hausse des prix ni la recrudescence des importations.

III. ÉCHANGES ET PAIEMENTS INTERNATIONAUX.

Le mouvement d'expansion du commerce mondial, exprimé en dollars, s'est encore accéléré en 1969. Les exportations ont progressé de \$30 milliards, soit 14% – ce qui représente le taux d'accroissement le plus élevé depuis 1951 – contre \$22 milliards ou 11,5% en 1968. Compte tenu de la hausse des prix, la croissance en volume des exportations mondiales a, en fait, régressé de 13,5 à 10%. En même temps, l'expansion de l'activité économique a fléchi, en termes réels, de 6 à 5% dans les pays industriels.

Commerce International.

Zones	Exportations			Importations			Accroissement en valeur	
	1967	1968	1969	1967	1968	1969	des expor-	des impor-
							tations	tations
en milliards de dollars E.U.						en pourcentage		
Zones développées								
Europe occidentale								
C.E.E.	56,1	64,2	75,8	55,1	62,1	75,7	18,0	22,0
A.E.L.E.	29,2	31,5	36,3	35,8	39,1	41,9	15,0	10,0
Autres pays	6,1	6,4	7,5	10,1	10,5	12,4	17,5	18,0
Total	91,4	102,1	119,6	101,0	110,7	130,0	17,0	17,5
Etats-Unis	31,6	34,6	38,0	28,7	35,5	38,5	9,5	8,5
Canada	11,1	13,2	14,4	11,0	12,5	14,4	9,5	15,0
Japon	10,5	13,0	16,1	11,7	13,0	15,0	23,5	15,5
Autres zones ¹	6,4	6,7	7,6	7,8	8,1	8,9	14,0	8,5
Total	151,0	169,6	195,7	160,2	179,8	206,8	15,5	15,0
Zones en voie de développement								
Amérique latine	11,0	11,6	12,5	10,3	11,2	12,1	8,0	8,0
Autres zones	28,6	31,7	34,8	31,4	33,8	35,5	9,5	5,0
Total	39,6	43,3	47,3	41,7	45,0	47,6	9,0	6,0
Total général²	190,6	212,9	243,0	201,9	224,8	254,4	14,0	13,0

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.

En dépit du renchérissement des exportations, le volume du commerce mondial, exprimé en dollars, n'aurait cependant pas progressé aussi fortement si le ralentissement de l'activité économique constaté dans les pays industrialisés n'avait touché principalement les Etats-Unis, dont la propension à

importer est faible. Ainsi, malgré la réduction de 23,5 à 8,5% du rythme d'accroissement des importations américaines entre 1968 et 1969, les exportations des autres pays se sont développées de 15% en 1969, contre 12% l'année d'avant. Cet essor a principalement sa source en Europe continentale, et plus spécialement dans les pays du Marché Commun, dont les importations ont progressé de 22%, contre 12,5%. En revanche, les achats à l'étranger des pays en voie de développement ont augmenté plutôt moins vite qu'en 1968.

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

Zones	Années	Zones destinataires						Total
		Europe occidentale		Amérique du Nord	Japon	Autres pays industriels*	Pays en voie de développement	
		C.E.E.	A.E.L.E.					
en pourcentage par rapport à l'année précédente								
C.E.E.	1967	5,5	4,5	7,5	42,0	12,5	6,5	6,5
	1968	18,0	7,5	28,5	9,0	5,0	12,0	14,5
	1969	26,0	13,5	4,5	16,0	13,5	12,0	18,0
A.E.L.E.	1967	-1,5	10,5	-1,5	28,5	2,0	-1,5	2,0
	1968	10,0	6,0	18,0	3,0	2,0	10,5	8,5
	1969	18,5	15,0	4,0	29,5	15,5	16,0	15,0
Amérique du Nord	1967	3,0	7,5	12,0	18,0	-2,5	1,0	5,5
	1968	8,0	10,5	19,0	9,0	3,0	9,0	11,5
	1969	14,5	4,0	14,0	16,0	6,0	4,5	9,5
Japon	1967	-8,0	38,0	1,5	-	1,5	10,5	7,0
	1968	25,5	4,5	35,0	-	15,5	22,0	24,0
	1969	41,0	-5,0	23,0	-	37,0	22,0	23,5

* Y compris les pays à économie planifiée.

Si l'on examine la répartition par pays et par zones des exportations mondiales en 1969, on constate que le Japon se place en tête avec un taux d'augmentation de 23,5%. Les ventes de ce pays à destination des Etats-Unis se sont accrues à une cadence inférieure à celle de l'année précédente (21,5% contre 35,5%), tandis que les exportations vers les pays de la C.E.E. ont fait un bond en avant, progressant de 41% contre 25,5% en 1968. Mis à part le Japon, ce sont les pays de la Communauté Européenne qui, avec un taux d'augmentation de 18%, ont enregistré les meilleurs résultats. Ces progrès s'expliquent, en grande partie, par le développement des échanges intra-européens, en hausse de 26% contre 18% en 1968. En outre, les pays de la C.E.E. ont pratiquement doublé le pourcentage d'accroissement de leurs ventes à l'A.E.L.E.; en revanche, leurs exportations à destination de l'Amérique du Nord ont progressé de 4,5% seulement, contre 28,5% l'année

précédente. Si les ventes de l'A.E.L.E. ont suivi une évolution quelque peu analogue à celle de la C.E.E., leur taux général d'expansion a toutefois été légèrement plus faible (15%).

Malgré le ralentissement de l'activité aux Etats-Unis et l'intensification des tendances à l'emballement de la conjoncture dans plusieurs pays européens, le taux d'accroissement des exportations américaines s'est tout juste maintenu, en dollars courants, à 9,5%, alors qu'en volume il est tombé à 5%; de ce fait, le fléchissement de la part des exportations américaines dans l'ensemble des ventes des pays industrialisés s'est accéléré. Les exportations des Etats-Unis en direction des pays de la C.E.E. et du Japon ont presque doublé leur rythme de progression entre 1968 et 1969, mais l'accroissement des ventes à destination de l'A.E.L.E. et des pays en voie de développement s'est sensiblement ralenti. Ces derniers n'ont pas profité, eux non plus, de l'accélération des échanges commerciaux dans le monde: exprimé en dollars, le taux de progression de leurs ventes s'est maintenu à 9%, tandis qu'en volume il est descendu de 9 à 6%.

Le revirement de 5 points dans les fluctuations accusées entre 1968 et 1969 par l'indice de la valeur unitaire des exportations mondiales — un fléchissement de 1½ point ayant fait place à un accroissement de 3½ points — peut être attribué à l'entrée en jeu de plusieurs facteurs. Il est lié, en premier lieu, à l'incidence des rajustements en baisse de la parité de la livre sterling et d'un certain nombre d'autres monnaies en novembre 1967, qui non seulement ont entraîné un certain fléchissement des prix, exprimés en dollars, des produits exportés par les pays concernés, mais ont, en outre, exercé des pressions concurrentielles sur les prix à l'exportation pratiqués par les autres pays. Des répercussions en sens opposé ont été provoquées, en 1969, par la taxation des exportations allemandes, puis par la réévaluation du deutsche mark, et elles n'ont été compensées qu'en partie par la dévaluation du franc français. En second lieu, les prix des matières premières ont accusé une hausse sensible: entre le troisième trimestre de 1968 et le dernier trimestre de 1969, l'indice des prix des exportations de matières premières a augmenté de 6%, et celui des métaux non ferreux de 28%. Enfin, il est permis de penser que l'ampleur accrue des relèvements de salaires a réduit les possibilités, pour les entreprises de certains pays, d'empêcher que les prix à l'exportation ne subissent les conséquences de l'augmentation des coûts par unité produite.

L'examen de l'évolution des prix à l'exportation des trois grands pays qui, depuis 1967, ont modifié leur taux de change, permet de constater qu'au quatrième trimestre de 1969, les prix français exprimés en dollars se situaient à peu près au même niveau qu'une année auparavant, que les prix allemands avaient progressé de 9% et qu'au Royaume-Uni ils commençaient tout juste à dépasser le niveau atteint au moment de la dévaluation.

Balances des paiements.

En dépit de fluctuations accentuées dans la position des divers pays, l'excédent global des paiements courants des principales zones industrielles a accusé peu de changement en 1969. En Europe, le solde positif enregistré par les pays du Marché Commun a fléchi de \$4,1 milliards à \$2,3 milliards, mais ce recul a été pratiquement compensé par le renversement de la position de l'A.E.L.E., dont le déficit de \$0,3 milliard a fait place à un surplus de \$1,2 milliard. La balance des paiements courants du Japon, après l'amélioration spectaculaire enregistrée en 1968, s'est encore renforcée de \$1,1 milliard, tandis que la position créditrice de celle des Etats-Unis et du Canada réunis est tombée de \$1,2 milliard à \$0,2 milliard, pour se retrouver à \$7 milliards au-dessous de son

Balances des paiements des principales zones industrielles.

Postes	Années	Etats-Unis*	Canada	Japon	A.E.L.E.	C.E.E.	Total
		en milliards de dollars E.U.					
Balance commerciale . . .	1967	+ 3,9	+ 0,6	+ 1,2	- 4,4	+ 4,6	+ 5,9
	1968	+ 0,6	+ 1,4	+ 2,6	- 4,1	+ 5,3	+ 5,8
	1969	+ 0,7	+ 0,9	+ 3,8	- 3,2	+ 3,8	+ 6,0
Services	1967	+ 0,1	- 1,1	- 1,4	+ 3,4	- 0,1	+ 0,9
	1968	+ 0,7	- 1,5	- 1,5	+ 3,8	- 1,2	+ 0,3
	1969	+ 0,2	- 1,6	- 1,6	+ 4,4	- 1,5	- 0,1
Balance des paiements courants	1967	+ 4,0	- 0,5	- 0,2	- 1,0	+ 4,5	+ 6,8
	1968	+ 1,3	- 0,1	+ 1,1	- 0,3	+ 4,1	+ 6,1
	1969	+ 0,9	- 0,7	+ 2,2	+ 1,2	+ 2,3	+ 5,9
Mouvements nets de capitaux	1967	- 8,1	+ 0,8	- 0,4	+ 0,9	- 2,6	- 9,4
	1968	- 3,3	+ 0,5	-	+ 0,5	- 5,9	- 8,2
	1969	- 6,3	+ 1,2	+ 0,1	+ 0,1	- 9,0	- 13,9
Balance générale	1967	- 4,1	+ 0,3	- 0,6	- 0,1	+ 1,9	- 2,6
	1968	- 2,0	+ 0,4	+ 1,1	+ 0,2	- 1,8	- 2,1
	1969	- 5,4	+ 0,5	+ 2,3	+ 1,3	- 6,7	- 8,0
<i>dont:</i>							
<i>Variations dans la position nette des réserves officielles</i>	1967	- 3,4	-	- 0,1	- 1,1	+ 1,4	- 3,2
	1968	+ 1,7	+ 0,1	+ 0,9	- 1,7	- 2,6	- 1,6
	1969	+ 2,6	-	+ 0,8	+ 0,9	- 4,4	- 0,1
<i>Variations dans la position extérieure nette à court terme des banques . . .</i>	1967	- 0,7	+ 0,3	- 0,5	+ 1,0	+ 0,5	+ 0,6
	1968	- 3,7	+ 0,3	+ 0,2	+ 1,9	+ 0,8	- 0,5
	1969	- 8,0	+ 0,5	+ 1,5	+ 0,4	- 2,3	- 7,9

* En vue d'aboutir à une uniformisation, la balance des Etats-Unis fait apparaître ici, contrairement à la présentation «sur la base des liquidités», les variations, traitées en tant que mouvements monétaires, des engagements non liquides envers les organismes officiels étrangers et des avoirs étrangers à court terme des banques.

maximum de 1964. Ainsi, le rôle de principal exportateur de ressources réelles que tenait auparavant l'Amérique du Nord a cessé pour être repris, en grande partie, par l'Europe et le Japon.

Déduction faite du renforcement de \$0,2 milliard des stocks d'or officiels, les transferts de biens et de services des principaux pays industriels à destination du reste du monde ont atteint \$5,7 milliards en 1969. Sur ce total, \$2,3 milliards représentent le déficit global des transactions courantes des autres pays développés de l'Occident, et \$3,4 milliards celui du reste du monde, principalement des zones en voie de développement. En 1964, année où le surplus des opérations courantes des principales zones industrialisées avait été le même qu'en 1969, le solde déficitaire des transactions courantes des autres régions développées avait atteint \$1,5 milliard et les réserves d'or officielles s'étaient accrues de \$0,6 milliard, de sorte que l'excédent courant de l'ensemble des zones industrielles à l'égard du reste du monde s'établissait à \$3,8 milliards. Cela revient à dire que, depuis 1964, malgré l'expansion de leurs revenus réels et la hausse des prix, le montant en dollars, aux prix courants, des transferts de ressources réelles des principaux pays industriels vers les autres nations a baissé.

Si le résultat global des opérations courantes n'a fait ressortir, l'an dernier, que peu de changement, le total des sorties nettes de capitaux enregistrées, d'où sont exclues ici les variations de la position extérieure nette à court terme des banques commerciales, a très fortement augmenté, passant de \$8,2 milliards à \$13,9 milliards. En même temps, le total des engagements extérieurs nets des systèmes bancaires des principales zones industrielles a progressé de \$7,9 milliards. Dans un cas comme dans l'autre, l'influence des flux d'Euro-dollars a été très prononcée. C'est ainsi qu'une part fort importante du volume accru de sorties de capitaux des Etats-Unis a correspondu à des placements de fonds sur le marché des Euro-monnaies par des résidents américains autres que les banques, tandis que les emprunts en Euro-dollars ont formé la presque totalité de l'accroissement des engagements extérieurs nets à court terme des banques américaines. Il se peut également qu'une partie des \$9 milliards de sorties de capitaux des pays de la C.E.E. soit passée par l'Euro-marché; sur ce montant, \$2,3 milliards ont été compensés par des rapatriements ou des emprunts de fonds à court terme contractés, pour la plupart également, sur le marché de l'Euro-dollar par les banques de ces pays.

En raison de la forte progression des sorties nettes de capitaux recensées, le déficit global des principales zones industrielles est passé de \$2,1 milliards à \$8 milliards. Ce chiffre ne représente évidemment pas le déficit de la balance de l'ensemble des paiements de ces pays à l'égard du reste du monde, mais il trouve

sa contrepartie dans l'augmentation de \$7,9 milliards des engagements nets de leurs systèmes bancaires. En effet, il s'est produit dans ces pays des sorties massives de capitaux sous forme de transferts de fonds du secteur non bancaire au marché de l'Euro-dollar, mais les emprunteurs définitifs de ces ressources ont été des banques, en l'occurrence des établissements de crédit des Etats-Unis, de sorte que la contrepartie des sorties de fonds figure sous un poste de financement du solde de la balance des paiements et non sous la forme d'entrées de capitaux.

Si l'on se fonde sur les variations du montant global des positions nettes des réserves officielles, le groupe des principaux pays industrialisés s'est trouvé pratiquement en équilibre en 1969, alors qu'il avait enregistré l'année précédente un déficit de \$1,6 milliard.

Etats-Unis. En 1969, l'évolution de la balance américaine des paiements a revêtu un caractère assez exceptionnel. Calculée sur la base des liquidités, elle s'est en effet soldée par un déficit de \$7,1 milliards – contre un excédent de \$0,2 milliard en 1968 – alors que, sur la base des transactions officielles, l'excédent est passé de \$1,6 milliard à \$2,7 milliards. Aucune de ces deux méthodes de calcul ne reflète toutefois fidèlement la situation fondamentale des paiements en 1969. Comme il est indiqué à la page 157, l'excédent calculé sur la base des transactions entre autorités monétaires donne une idée exagérée de l'amélioration effective de la position nette des réserves, tandis que le revirement de \$7,3 milliards par rapport à 1968, constaté sur la base des liquidités, est encore plus trompeur. Ce changement s'explique, dans une large mesure, par l'entrée en jeu de deux facteurs dont aucun n'a provoqué de façon indubitable une détérioration réelle de la balance des paiements. En premier lieu, on a abandonné la méthode utilisée précédemment, qui consistait à présenter la balance sur la base des liquidités sous un jour favorable en encourageant les détenteurs officiels étrangers de dollars à convertir leurs avoirs liquides en instruments à plus long terme. Le second facteur concerne l'important aller et retour de capitaux qui a, comme on le sait, son origine aux Etats-Unis et, après avoir transité par le marché de l'Euro-dollar, aboutit de nouveau dans ce pays par le canal des filiales étrangères des banques américaines. Si l'on fait abstraction des répercussions des deux facteurs de caractère particulier, l'aggravation de la situation des paiements a été sensiblement moins prononcée que ne l'indique la variation de la balance établie en termes de liquidités.

L'excédent des échanges de biens et de services a encore fléchi de \$0,4 milliard en 1969, pour s'établir à \$0,9 milliard, ce qui constitue le chiffre le plus bas enregistré depuis 1959. Cette aggravation est entièrement imputable au poste des services qui, par suite de la forte montée des taux d'intérêt aux Etats-Unis

Etats-Unis: Balance des paiements.¹

Postes	1968	1969 ²				1970 ²
		Année entière	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en millions de dollars						
Commerce (f.o.b.)³						
Exportations	33.600	36.485	7.480	9.600	9.580	9.830
Importations	32.975	35.795	7.580	9.600	9.240	9.375
Balance commerciale	+ 625	+ 690	- 100	-	+ 340	+ 455
Services						
Revenus des investissements	+ 6.045	+ 5.805	+ 1.545	+ 1.400	+ 1.440	+ 1.420
Dépenses de caractère militaire	- 3.105	- 3.375	- 790	- 875	- 805	- 910
Tourisme	- 1.250	- 1.320	- 315	- 340	- 365	- 295
Autres services	- 960	- 890	- 260	- 180	- 210	- 240
Total	+ 730	+ 220	+ 180	+ 5	+ 60	- 25
Balance des biens et services	+ 1.355	+ 910	+ 80	+ 5	+ 400	+ 430
Dons de l'Etat et mouvements de capitaux officiels	- 3.955	- 3.865	- 795	- 1.155	- 1.040	- 880
Mouvements des capitaux privés américains						
Investissements directs	- 3.025	- 3.060	- 930	- 1.055	- 1.135	+ 60
Autres mouvements de capitaux à long terme	- 1.080	- 1.400	- 275	- 480	- 430	- 215
Mouvements de capitaux à court terme	- 1.050	- 550	- 165	- 515	+ 290	- 170
Mouvements de capitaux étrangers						
Privés	+ 6.160	+ 4.585	+ 1.675	+ 635	+ 915	+ 1.360
Officiels	+ 2.405	- 715	- 35	- 265	- 575	+ 180
Total des mouvements de capitaux	+ 3.410	- 1.140	+ 280	- 1.700	- 935	+ 1.215
Erreurs et omissions	- 640	- 2.965	- 1.240	- 1.040	- 1.035	+ 350
Balance des paiements, sur la base des liquidités	+ 170	- 7.060	- 1.675	- 3.890	- 2.610	+ 1.115
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	+ 1.470	+ 9.770	+ 2.805	+ 5.115	+ 1.685	+ 165
Balance sur la base des transactions entre autorités monétaires	+ 1.640	+ 2.710	+ 1.130	+ 1.225	- 925	+ 1.280
						- 3.315 ⁴

Remarque : Au milieu de mai 1970, les chiffres révisés indiqués ci-dessous ont été publiés pour les balances des paiements établies sur la base des liquidités et sur celle des transactions entre autorités monétaires. On ne dispose pas encore des chiffres définitifs afférents aux différents postes.

Balance établie sur la base des liquidités	- 7.210	- 1.610	- 3.820	- 2.310	+ 530
Balance établie sur la base des transactions entre autorités monétaires	+ 2.715	+ 1.190	+ 1.300	- 615	+ 840

¹ Sur la base des transactions. ² Les chiffres trimestriels sont désaisonnalisés. ³ Non compris les livraisons gratuites et les achats à l'étranger de caractère militaire. ⁴ Allocation initiale de D.T.S. non comprise (\$865 millions).

et des prélèvements opérés par les banques de ce pays sur le marché de l'Euro-dollar, fait apparaître un montant de \$4,4 milliards de versements d'intérêts à des non-résidents, en progression de \$1,5 milliard sur l'année précédente. De ce fait, l'excédent net au titre des revenus des investissements s'est légèrement inscrit en baisse — pour la première fois depuis 1952 — malgré l'accroissement des revenus des investissements américains à l'étranger. Les dépenses militaires et touristiques ont augmenté, en chiffres nets, de \$0,3 milliard et \$0,1 milliard respectivement. Les dépenses des touristes américains à l'étranger, après avoir connu une période de stabilité relative, se sont inscrites l'an dernier en hausse de \$0,4 milliard soit 12%, mais elles ont été compensées, dans une large mesure, par un montant accru de dépenses des étrangers aux Etats-Unis.

L'excédent commercial (dépenses militaires exclues) n'a accusé qu'une faible amélioration, passant de \$0,6 milliard en 1968 à \$0,7 milliard l'an dernier, et les résultats auraient probablement été meilleurs en l'absence des grèves des dockers du début de 1969. Sous l'effet du ralentissement général de l'activité économique, le surplus des échanges de marchandises a toutefois suivi un mouvement nettement ascendant au fil des mois, progressant à une cadence annuelle de \$1,8 milliard au quatrième trimestre et de \$2,1 milliards au cours des trois premiers mois de 1970.

Les exportations autres que celles de matériel militaire (calculées d'après les données du «Bureau of Census») se sont accrues de \$3,25 milliards, soit 9,5%, c'est-à-dire pratiquement au même rythme qu'en 1968. En volume, les ventes à l'étranger se sont quelque peu ralenties, étant donné que la progression de l'indice de la valeur unitaire a plus que doublé pour atteindre 3,5%. Dans le cas des produits finis, cet indice a augmenté de 5% environ. Les exportations de produits non agricoles ont connu une expansion de \$3,6 milliards, soit de 13%. Ce sont les métaux et les productions des techniques de pointe qui ont enregistré le développement le plus prononcé. Les exportations de produits sidérurgiques et de ferraille ont à la fois tiré avantage du «boom» de l'acier en Europe occidentale et des grèves au Canada, de sorte qu'au terme d'une longue période de quasi-stagnation, elles ont fait un bond de \$0,5 milliard pour s'élever à \$1,2 milliard. Quant aux ventes d'ordinateurs et de pièces détachées, elles se sont accrues de \$0,3 milliard pour se situer à \$0,7 milliard. En revanche, les exportations de produits chimiques ne se sont renforcées que de 3%, tandis que les livraisons d'avions civils ont accusé un recul de \$160 millions, imputable à l'arrivée imminente, sur le marché, des turbo-réacteurs géants. Les ventes de produits agricoles ont également fléchi, s'inscrivant en baisse de \$0,3 milliard pour atteindre le total de \$6 milliards, soit près de \$1 milliard de moins que le niveau record de 1966.

Le fléchissement, de 23,5 à 8,5%, du rythme d'accroissement des importations, d'une année à l'autre, a son origine dans la stagnation des achats de fournitures et de matières premières à usage industriel ainsi que de denrées alimentaires, d'aliments pour bétail et de boissons. (En 1968, les importations de ces catégories de produits avaient augmenté de \$3 milliards, en partie sous l'effet des achats effectués en prévision des grèves des dockers.) En outre, les importations de véhicules automobiles, moteurs et pièces détachées se sont développées à une cadence beaucoup plus faible; elles se sont accrues de \$1,1 milliard, contre \$1,7 milliard en 1968. Les achats d'autres biens d'investissement et de consommation ont augmenté de plus de \$1,5 milliard au cours de chacune des deux dernières années. Leur progression de 20% en 1968 a fait cependant apparaître des signes indéniables de ralentissement durant le deuxième semestre de l'année.

En ce qui concerne la balance des mouvements de capitaux, peu de modifications sont à relever du côté des sorties globales de fonds, qui ont atteint \$5 milliards. Par rapport à 1968, les investissements directs des Etats-Unis à l'étranger sont pratiquement restés stationnaires au niveau de \$3 milliards, en dépit de la reprise des placements directs en Europe occidentale, qui ont progressé de \$0,25 milliard l'an dernier, après avoir marqué une diminution de \$0,5 milliard en 1968. Les Américains ont, en outre, étoffé leur portefeuille de valeurs mobilières étrangères à raison de \$0,1 milliard en chiffres nets.

Les fluctuations les plus étendues intervenues dans les mouvements de capitaux concernent le secteur à court terme. Les créances sur l'étranger des résidents américains autres que les banques ont subi une contraction de \$0,3 milliard faisant suite à un renforcement de \$1 milliard en 1968. Ce changement s'explique par le fait que les sociétés américaines ne disposaient plus, comme en 1968, d'un large volant de ressources recueillies grâce à l'émission d'obligations étrangères. D'autre part, d'après les renseignements communiqués par les banques, les créances à court terme sur l'étranger du système bancaire américain ont fait apparaître une augmentation de \$0,9 milliard, soit \$0,8 milliard de plus qu'en 1968. Les créances sur le Canada et le Japon se sont développées à concurrence de \$0,5 milliard et celles sur l'Europe occidentale à raison de \$0,3 milliard. Ces progrès sont probablement en relation, pour une bonne part, avec les opérations de financement des exportations. Les avoirs (à court et à long terme) recensés dans le cadre du programme de restriction volontaire ont augmenté de \$0,15 milliard après avoir subi un recul de \$0,6 milliard en 1968.

Le volume global des entrées nettes de capitaux aux Etats-Unis a enregistré une baisse de \$4,7 milliards par rapport au niveau exceptionnellement élevé de 1968. Dans le secteur officiel, le revirement de grande envergure (\$2,4 milliards d'entrées en

1968, contre \$0,7 milliard de sorties en 1969) s'explique principalement par l'abandon, mentionné précédemment, des transactions spéciales qui avaient allégé artificiellement le déficit. Il a revêtu deux formes principales: fléchissement de \$0,8 milliard, contre un accroissement de \$0,5 milliard en 1968, du volume des dépôts à long terme et des avoirs en certificats de dépôt des institutions monétaires étrangères; réduction de \$0,4 milliard, au lieu d'un renforcement de \$1,5 milliard en 1968, des avoirs de ces mêmes institutions en certaines valeurs à moyen terme non négociables du gouvernement américain.

Dans le secteur privé, en dépit d'une diminution de \$1,6 milliard par rapport à 1968, le volume des entrées de capitaux étrangers non liquides a été fort élevé eu égard aux niveaux enregistrés dans le passé. Les achats étrangers de valeurs américaines autres que des titres du Trésor ont fléchi à raison de \$1,3 milliard, du fait de la contraction, de \$2,1 milliards à \$1 milliard, des émissions d'obligations américaines à l'étranger et de la réduction, de \$2,1 milliards à \$1,5 milliard, des achats d'actions par des non-résidents. A noter toutefois qu'avec \$3 milliards, le volume global net des achats de valeurs mobilières américaines par des non-résidents représente toujours près de dix fois la moyenne annuelle de la période 1960-67. Les résidents américains autres que les banques ont, en outre, réduit de \$0,8 milliard, par rapport à 1968, leurs appels à l'emprunt sur les places étrangères, sans aucun doute du fait du resserrement monétaire en Europe. Enfin, les investissements directs étrangers aux Etats-Unis ont vivement progressé, passant de \$0,3 milliard en 1968 à \$0,75 milliard l'an dernier, alors qu'avant 1967 ils n'avaient jamais dépassé, annuellement, \$0,25 milliard.

Au total, la balance des mouvements de capitaux s'est soldée par des sorties nettes de \$1,1 milliard l'année dernière, contre des entrées nettes de \$3,4 milliards en 1968. De plus, le solde négatif du poste « Erreurs et omissions » est passé de \$0,6 milliard à \$3 milliards; ce changement peut également être considéré pour l'essentiel comme reflétant des mouvements de capitaux, étant donné qu'il recouvre certainement des transferts non enregistrés de fonds américains en direction du marché de l'Euro-dollar.

Canada. L'excédent de la balance générale des paiements s'est encore accru en 1969, passant de \$0,4 milliard à \$0,5 milliard. La balance des paiements courants a aggravé son déficit de \$0,6 milliard, malgré un ralentissement de l'activité économique après le premier trimestre. La progression, à concurrence de \$0,5 milliard, des entrées nettes de capitaux à long terme a toutefois compensé pratiquement ce déficit, de sorte que la balance de base s'est soldée par un surplus de \$1,3 milliard, peu inférieur à celui de l'année précédente. Les sorties de capitaux à court terme ont, de leur côté, fléchi de \$0,2 milliard.

Canada: Balance des paiements.¹

Postes	1968	1969 ²				
		Année entière	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en millions de dollars E.U.						
Commerce (f.o.b.)						
Exportations ³	12.635	13.870	3.465	3.365	3.400	3.640
Importations	11.250	12.965	3.220	3.165	3.220	3.360
Balance commerciale	+ 1.385	+ 905	+ 245	+ 200	+ 180	+ 280
Services	- 1.440	- 1.570	- 375	- 390	- 420	- 385
Balance des paiements courants	- 55	- 665	- 130	- 190	- 240	- 105
Mouvements de capitaux à long terme						
Transactions sur valeurs canadiennes	+ 1.465	+ 1.620	+ 575	+ 395	+ 470	+ 180
Transactions sur valeurs étrangères	- 435	+ 85	- 55	- 10	+ 60	+ 90
Investissements directs	+ 440	+ 340	+ 70	+ 120	+ 60	+ 90
Divers	-	- 45	- 85	- 60	- 15	+ 115
Total	+ 1.470	+ 2.000	+ 505	+ 445	+ 575	+ 475
Balance de base	+ 1.415	+ 1.335	+ 375	+ 255	+ 335	+ 370
Mouvements de capitaux à court terme⁴	- 975	- 785	- 350	- 20	- 230	- 185
Balance générale (= variations des postes monétaires) . . .	+ 440	+ 550	+ 25	+ 235	+ 105	+ 185

¹ Sur la base des transactions. ² Les chiffres trimestriels de la balance des paiements courants sont désaisonnalisés. ³ Y compris la production d'or exportable. ⁴ Y compris les facteurs d'ajustement.

La détérioration de la balance des opérations courantes a été due pour près des quatre cinquièmes à l'évolution du commerce extérieur. L'excédent commercial a néanmoins atteint \$0,9 milliard, chiffre qui n'a été dépassé qu'une fois depuis la fin de la guerre. L'expansion des exportations a été de 10% (contre 19% en 1968) et celle des importations de 15% (contre 13%). Pour les unes comme pour les autres, l'augmentation est en partie imputable à des hausses de prix, qui ont atteint 4,5% pour la valeur unitaire des exportations et 3,5% pour celle des importations. Si l'on exclut cependant les ventes de véhicules automobiles et de pièces détachées aux Etats-Unis, la progression des exportations a été de 4,5% seulement en valeur, et pratiquement nulle en volume. Pendant les trois derniers trimestres de l'année 1969, des grèves ont entraîné une baisse des ventes de minerai de fer, d'acier et de nickel, ainsi qu'un fléchissement des expéditions de marchandises à partir des ports de Colombie britannique. Pour ces raisons notamment, et aussi à cause du ralentissement de l'activité économique aux Etats-Unis, le taux de croissance des exportations à destination de ce pays, dans les autres secteurs que celui de

l'automobile, est tombé de 17 à 8%. Quant aux ventes au reste du monde, elles ont très légèrement fléchi, non seulement par suite des grèves qui ont éclaté au Canada, mais aussi en raison d'une forte réduction des livraisons de blé (principalement à l'Union Soviétique et à la Chine) qui ont régressé de \$0,7 milliard à \$0,5 milliard. Les importations (non compris les achats de véhicules automobiles et de pièces détachées aux Etats-Unis) ont augmenté de 14%, soit deux fois plus vite qu'en 1968. Les achats de biens d'équipement se sont accrus de 19%, et d'importantes progressions ont été enregistrées également dans la plupart des autres catégories de marchandises. La grève des aciéries canadiennes, ainsi que les réductions tarifaires effectuées dans le cadre des négociations Kennedy, ont contribué à la croissance élevée des importations. Celle-ci a décliné au cours du premier trimestre de 1970, les achats à l'étranger étant supérieurs de 2% seulement à ceux de la période correspondante de 1969. Les exportations progressant à un rythme de 13,5%, l'excédent commercial, calculé en termes douaniers, est passé de \$0,2 milliard à \$0,6 milliard.

L'autre cause de l'aggravation de la situation des paiements courants, en 1969, a été l'augmentation de \$0,2 milliard des dépenses nettes du tourisme. Les autres postes de la rubrique «Services» ont enregistré une légère amélioration, de sorte qu'au total, le déficit des transactions invisibles s'est aggravé de \$0,1 milliard.

Dans les mouvements de capitaux à long terme, le principal changement a porté sur les avoirs canadiens en valeurs étrangères; alors qu'en 1968 les Canadiens avaient renforcé leur portefeuille à concurrence de \$0,4 milliard sous la forme notamment d'actions de sociétés des Etats-Unis, ils l'ont réduit de \$0,1 milliard en 1969. Comme dans le passé, les émissions de valeurs canadiennes à l'étranger ont fourni en 1969 la majeure partie des entrées de capitaux à long terme. Les entrées nettes au titre des investissements directs ont fléchi de \$0,4 milliard à \$0,3 milliard, principalement à cause de l'accroissement des investissements directs à l'étranger.

Sur le plan des capitaux à court terme, le resserrement des conditions d'accès au crédit au Canada a provoqué une expansion marquée des emprunts à l'étranger à échéance rapprochée. Les avoirs des non-résidents en effets commerciaux et financiers canadiens se sont renforcés de \$0,3 milliard, après s'être réduits de \$0,1 milliard en 1968. Ce mouvement a été toutefois compensé, en partie, par une augmentation des avoirs à court terme à l'étranger des résidents du secteur non bancaire, qui ont été attirés par le niveau élevé des taux d'intérêt pratiqués dans d'autres pays, de sorte que les sorties nettes de capitaux à court terme en provenance de ce secteur ont fléchi de \$1 milliard à \$0,8 milliard.

Japon. En 1969, le Japon est parvenu à renforcer encore de \$1,2 milliard l'excédent de ses échanges commerciaux, le portant de \$2,5 milliards à \$3,7 milliards, tandis que celui de sa balance générale des paiements passait de \$1,1 milliard à \$2,3 milliards.

Sur la base des opérations recensées dans la balance des paiements, le rythme de progression en valeur des importations s'est accéléré, d'une année sur l'autre, de 13 à 17%, tandis que celui des exportations a légèrement fléchi de 25 à 23%. Compte tenu d'une hausse de 4,5% de la valeur unitaire, l'augmentation du volume des ventes à l'étranger a été de 18% en 1969, contre 24% l'année d'avant. L'excédent désaisonnalisé des échanges commerciaux a quelque peu diminué dans le courant de l'année; au dernier trimestre, les achats à l'étranger se situaient à un niveau supérieur de 23% au chiffre correspondant de l'année précédente, contre 20% pour les exportations, alors qu'au premier trimestre, les taux de progression s'établissaient à 11 et 31% respectivement.

Japon: Balance des paiements.¹

Postes	1968	1969				1970 1er trimestre	
		Année entière	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre		4ème trimestre
en millions de dollars E.U.							
Commerce (f.o.b.)							
Exportations	12.750	15.730	3.285	3.800	4.160	4.495	4.045
Importations	10.220	11.980	2.660	2.880	3.090	3.330	3.460
Balance commerciale	+ 2.530	+ 3.750	+ 605	+ 920	+ 1.070	+ 1.155	+ 525
Services	- 1.490	- 1.565	- 430	- 360	- 390	- 385	- 510
Balance des paiements courants .	+ 1.050	+ 2.185	+ 175	+ 560	+ 680	+ 770	+ 75
Mouvements de capitaux à long terme .	- 240	- 165	+ 50	+ 75	- 105	- 185	- 435
Balance de base . . .	+ 810	+ 2.020	+ 225	+ 635	+ 575	+ 585	- 360
Mouvements de capitaux à court terme².	+ 290	+ 265	+ 55	-	+ 65	+ 125	+ 345
Balance générale (= variations des postes monétaires)	+ 1.100	+ 2.285	+ 280	+ 635	+ 660	+ 710	- 15³

¹ Sur la base des transactions, non comprise (\$ 120 millions).

² Y compris le poste «Erreurs et omissions».

³ Allocation initiale de D.T.S.

Les livraisons à destination de l'Europe occidentale se sont accrues de 24% (contre 16% en 1968), tandis que les ventes aux Etats-Unis ont marqué un progrès de 22%, fort appréciable, mais cependant bien inférieur à celui de 36% qui a été réalisé l'année d'avant. Les exportations de machines et de biens d'équipement,

qui ont encore représenté près de la moitié du total des expéditions à l'étranger, ont progressé de 26% pendant l'année. Du côté des importations, les achats de machines et de biens d'équipement ont enregistré une expansion de 23%; pour les minerais métalliques et la ferraille, l'accroissement, dû en partie à la hausse des cours, a presque atteint 20%. La répartition par pays des livraisons au Japon fait apparaître une progression de 16% des ventes des Etats-Unis, son principal fournisseur, et de 18,5% pour celles des pays en voie de développement qui représentent 42% du total. Le plus fort accroissement en valeur relative a été celui des importations en provenance d'Indonésie et d'Australie, avec 58 et 35% respectivement.

Les autres grandes rubriques de la balance des paiements n'ont pas enregistré d'importantes variations nettes en 1969. Le déficit des services s'est relevé modérément, de \$1.480 millions à \$1.565 millions, tandis que les sorties nettes de capitaux à long terme ont continué de baisser, passant de \$240 millions à \$165 millions. Les achats étrangers d'actions japonaises ont fait un bond de \$230 millions à \$730 millions mais, d'autre part, les exportations de capitaux à long terme ont marqué une forte expansion pour atteindre \$1.520 millions, contre \$1.095 millions. Les entrées nettes de capitaux à court terme, en léger recul, se sont élevées à \$265 millions, dont \$200 millions sous forme de crédits de fournisseurs. Au cours du premier trimestre de 1970, les sorties nettes de capitaux à long terme ont atteint \$435 millions — dont \$200 millions sous forme de prêts de la Banque du Japon à la Banque Mondiale — contre des entrées nettes d'un montant de \$50 millions un an auparavant. Cette aggravation, conjuguée avec une contraction de l'excédent des opérations courantes, due à des résultats moins satisfaisants de la balance commerciale et de celle des services, a entraîné un renversement de la situation de la balance générale des paiements qui, d'excédentaire à concurrence de \$280 millions, s'est soldée par un déficit de \$15 millions.

Europe occidentale. Sur la base des variations de la position nette des réserves officielles et de la position extérieure à court terme des banques, la balance des paiements de l'ensemble des pays d'Europe occidentale a fait apparaître, en 1969, un déficit de \$5,7 milliards. Les balances des paiements courants ont, au total, dégagé un excédent de \$2,3 milliards, tandis que les sorties nettes de capitaux ont atteint le chiffre élevé de \$8 milliards. L'excédent des opérations courantes de la C.E.E. a été, à lui seul, aussi important que celui de l'ensemble de l'Europe. Toutefois, son niveau a été inférieur de \$1,8 milliard à celui de 1968, par suite de la réduction des excédents de l'Allemagne fédérale en particulier et de l'Italie, et de l'aggravation du déficit de la France. L'excédent courant de l'A.E.L.E. et le déficit courant du groupe des «Autres pays» d'Europe occidentale sont compensés,

la position de l'A.E.L.E. s'étant améliorée de \$1,5 milliard par rapport à 1968, grâce au revirement enregistré par le Royaume-Uni au titre des opérations courantes. Les importantes sorties de capitaux enregistrées ont trouvé essentiellement leur origine dans deux pays, l'Allemagne fédérale et l'Italie, où a régné une relative aisance monétaire. Dans ce dernier pays, les sorties de capitaux ont également reflété les incertitudes politiques.

Royaume-Uni. A partir du second trimestre de 1969, après une période d'inquiétude et de malaise, prolongée par le retard avec lequel ont été prises les mesures budgétaires et monétaires que justifiait la situation interne, la balance des paiements du Royaume-Uni a commencé à récolter les fruits de la dévaluation de novembre 1967. Sous l'effet conjugué de ce changement de parité, du développement très rapide du commerce mondial et de certains éléments favorables des mouvements de capitaux à long terme, la balance de base est passée d'un déficit de \$955 millions en 1968 à un excédent de \$930 millions. La balance des échanges commerciaux s'est améliorée de \$1.160 millions et le surplus des transactions invisibles a progressé de \$460 millions, tandis que dans la balance des mouvements de capitaux à long terme, des sorties nettes de \$215 millions faisaient place à des entrées nettes de \$50 millions. En outre, le poste «Ajustements» a enregistré un renversement positif de \$785 millions, de sorte que la balance générale des paiements s'est améliorée de \$2,7 milliards.

Les exportations, non compris les ajustements nets opérés pour tenir compte de leur sous-évaluation, se sont accrues de 12% en valeur, contre 22% en 1968. La hausse des prix, exprimés en livres sterling, des ventes à l'étranger est intervenue dans cet accroissement à concurrence de 3% en 1969, contre 8% en 1968. Compte tenu des répercussions exercées sur les chiffres des deux années par les grèves des dockers qui ont éclaté au Royaume-Uni en 1967, l'accroissement du volume des exportations a été de 11% environ en 1969, contre quelque 9% l'année précédente. Les exportations de produits manufacturés ont, en termes de statistiques douanières, augmenté de 15,5% en valeur en 1969 et, comme les échanges mondiaux portant sur cette catégorie de marchandises se sont développés à peu près au même rythme, le Royaume-Uni a pu conserver sa part de débouchés, contrairement à ce qui s'était passé dans les précédentes périodes d'expansion rapide du commerce international.

En ce qui concerne la répartition géographique des exportations britanniques, la progression la plus marquée a été celle des ventes à l'Europe occidentale, qui se sont accrues de 19%, c'est-à-dire autant qu'en 1968; les exportations à destination des pays de la C.E.E. ont enregistré une expansion de 18% (23% pour les ventes à la France), tandis que les livraisons aux pays de l'A.E.L.E. ont augmenté

Royaume-Uni: Balance des paiements.¹

Postes	1968	Année entière	1969 ²			
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en millions de dollars E.U.						
Commerce (f.o.b.)						
Exportations et réexportations	14.740	16.630	3.880	4.075	4.400	4.475
Importations	16.335	17.165	4.185	4.295	4.305	4.380
Balance commerciale	- 1.595	- 335	- 305	- 220	+ 95	+ 95
Ajustement des résultats des exportations	+ 315	+ 100	+ 85	+ 85	- 45	- 25
Règlements d'achats d'avions militaires aux Etats-Unis	- 260	- 145	- 80	- 35	- 5	- 25
Balance commerciale (ajustée des postes ci-dessus)	- 1.540	- 380	- 300	- 170	+ 45	+ 45
Services						
Officiels	- 1.675	- 1.885	- 470	- 480	- 480	- 455
Privés	+ 2.475	+ 3.145	+ 825	+ 815	+ 760	+ 745
Total	+ 800	+ 1.260	+ 355	+ 335	+ 280	+ 290
Balance des paiements courants	- 740	+ 880	+ 55	+ 165	+ 325	+ 335
Mouvements de capitaux à long terme						
Capitaux officiels	+ 50	- 225	- 105	- 65	+ 30	- 85
Capitaux privés						
Investissements britanniques à l'étranger	- 1.755	- 1.425	- 435	- 380	- 210	- 400
Investissements étrangers au Royaume-Uni	+ 1.490	+ 1.700	+ 330	+ 475	+ 410	+ 485
Total	- 215	+ 50	- 210	+ 30	+ 230	-
Balance de base	- 955	+ 930	- 155	+ 195	+ 555	+ 335
Balance de base avant ajustement saisonnier	- 955	+ 930	- 210	+ 410	+ 535	+ 195
Ajustements	- 350	+ 435	+ 435	- 185	- 245	+ 430
Balance générale (= variations des postes monétaires)	- 1.305	+ 1.365	+ 225	+ 225	+ 290	+ 625

¹ Sur la base des transactions. ² Les chiffres trimestriels de la balance des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme sont désaisonnalisés.

de 22%, la croissance étant particulièrement forte pour les ventes à la Suisse. Les exportations vers les autres pays de la zone sterling se sont améliorées de 13%, mais celles à destination de l'Union Soviétique et de l'Europe de l'Est n'ont que faiblement progressé, et les ventes aux Etats-Unis ont fléchi.

Les importations, à l'exclusion des achats d'avions militaires aux Etats-Unis, ont enregistré une expansion de 5%, contre 22% en 1968. Cette progression a été imputable à la hausse des prix à raison de 4% environ, et pour quelque 2% seulement à un accroissement de volume, alors qu'en 1968, l'augmentation quantitative avait été de 9%. Bien que l'activité ait été moins soutenue en 1969

que l'année précédente, la croissance des importations a été inférieure aux résultats escomptés de l'incidence de ce seul facteur; d'une part, il est possible que l'encadrement du crédit et le système du dépôt à l'importation, qui ont tous deux influé sur la constitution des stocks et, d'autre part, la dévaluation de la livre, qui a peut-être poussé à la substitution de certains produits nationaux à des marchandises d'origine étrangère, aient contribué à réduire la propension du Royaume-Uni à importer.

L'examen des importations par produits révèle, sur la base des transactions commerciales que, la faiblesse de l'expansion modérée de leur volume a été due, en grande partie à des diminutions de 3 et de 4% survenues respectivement dans la catégorie des matières premières et dans celles des denrées alimentaires, boissons et tabacs, qui ne sont soumises ni l'une ni l'autre au régime du dépôt préalable. Les achats de combustibles ont enregistré une augmentation de 7%, et ceux de produits manufacturés, auxquels s'applique pour la plupart le régime du dépôt préalable, ont marqué un accroissement de 5%, nettement inférieur aussi bien à celui de l'année précédente (environ 14%) qu'à la progression moyenne annuelle (autour de 10%) observée au cours de la dernière décennie.

L'amélioration de la balance commerciale (désaisonnalisée) est intervenue essentiellement pendant les deuxième et troisième trimestres, au cours desquels le développement des exportations a été plus rapide que celui des importations, tandis que les règlements d'achats des avions militaires aux Etats-Unis ont diminué. D'autre part, les résultats obtenus pendant le troisième trimestre ont été maintenus pendant les trois derniers mois de l'année, malgré une forte baisse des exportations à destination de l'Amérique du Nord. Les termes de l'échange ont évolué en faveur du Royaume-Uni au début de l'année mais, par la suite, ils se sont détériorés, de sorte qu'ils ont été légèrement moins favorables qu'en 1968.

L'excédent des transactions invisibles a atteint \$1.260 millions en 1969, soit \$460 millions de plus que l'année précédente, malgré la reprise des versements d'intérêts sur les emprunts contractés en Amérique du Nord après la dernière guerre; l'effet conjugué de ces versements (qui ont atteint \$85 millions), du niveau plus élevé des taux d'intérêt au Royaume-Uni et du volume accru des avoirs étrangers en valeurs du gouvernement britannique, a déterminé un accroissement de \$210 millions des décaissements nets du secteur public. Le surplus des transactions invisibles du secteur privé a progressé de \$670 millions, dont \$585 millions au titre du revenu net des investissements. Les revenus des investissements directs des sociétés pétrolières britanniques, en particulier, se sont inscrits en forte hausse, tandis que les investissements étrangers au Royaume-Uni ont vu leurs gains diminuer.

La balance des mouvements de capitaux à long terme s'est soldée, pour la première fois depuis 1961, par des entrées nettes d'un faible montant. Dans le secteur privé, on a enregistré, en 1969, \$275 millions d'afflux net, représentant un renversement de position de \$540 millions par rapport à 1968. Les investissements de portefeuille à l'étranger, qui avaient atteint \$560 millions l'an dernier, sont tombés pratiquement à zéro, à la suite notamment du recul des cours à Wall Street, mais aussi à cause d'une forte contraction des achats de valeurs mobilières australiennes. Dans le même temps, les investissements de portefeuille des non-résidents au Royaume-Uni sont passés de \$210 millions à \$445 millions, dont \$130 millions correspondent aux emprunts contractés sur les marchés étrangers par les entreprises nationalisées et les collectivités locales. En outre, les achats étrangers de titres de sociétés britanniques ont été supérieurs de \$230 millions au chiffre de 1968, mais les opérations sur Fonds d'Etat se sont soldées par une légère sortie de capitaux, après avoir donné lieu à une entrée l'année d'avant. Les investissements directs à l'étranger des résidents britanniques ont augmenté de \$215 millions par rapport à l'année précédente, tandis que ceux des non-résidents au Royaume-Uni ont accusé un fléchissement de \$35 millions; au total, ces deux mouvements ont partiellement compensé le renversement de position (\$790 millions par rapport à 1968) intervenu dans l'ensemble des investissements de portefeuille réalisés entre le Royaume-Uni et l'étranger.

Dans le secteur officiel, des entrées nettes de capitaux à long terme de \$50 millions ont fait place à des sorties nettes de \$225 millions. Ce renversement a été dû essentiellement à la reprise de l'amortissement des emprunts contractés en Amérique du Nord (\$90 millions), aux versements de libération de la souscription du Royaume-Uni à l'Association Internationale de Développement, à concurrence d'un montant de \$105 millions, et à une réduction de \$180 millions à \$25 millions des prêts accordés par la Banque Import-Export pour l'achat d'avions. En revanche, les prêts consentis par l'Allemagne fédérale au titre de la compensation en devises ont été supérieurs de \$75 millions au montant de l'année précédente.

Le poste «Ajustements» a été positif, atteignant pour l'ensemble de l'année un montant de \$435 millions, mais il a subi de très fortes fluctuations entre les deux premiers et les deux derniers trimestres. Ces oscillations ont été dues principalement à l'apparition au détriment du Royaume-Uni, de décalages dans les paiements suivis du dénouement de ces opérations, en liaison notamment avec l'évolution de la situation en Allemagne. Pendant le dernier trimestre, le retour de la confiance dans la livre sterling et le resserrement de la trésorerie des entreprises britanniques ont également joué un certain rôle.

Etant donné, comme le montre le tableau de la page 160, que les opérations de financement des autorités monétaires se sont soldées par un excédent de \$2,6 milliards, le résultat de la balance générale des paiements pour le premier trimestre de 1970 devrait, semble-t-il, être très favorable. L'excédent du commerce extérieur, établi après correction des variations saisonnières, s'est élevé à \$85 millions, chiffre sensiblement supérieur à celui des deux trimestres précédents. En outre, on évalue à près de \$100 millions la cadence mensuelle de l'excédent des transactions invisibles. Il semble toutefois que la composante la plus importante du surplus dégagé au premier trimestre ait été le solde fortement créditeur du poste «Ajustements».

France. Déficitaire à concurrence de \$3,2 milliards en 1968, la balance des paiements de la France a encore dégagé un solde négatif de \$1,9 milliard pendant les trois premiers trimestres de l'année 1969. Si, en 1968, la balance des mouvements de capitaux a été responsable de plus de la moitié du déficit global, au cours

France: Balance des paiements.¹
(vis-à-vis des pays ne faisant pas partie de la zone franc)

Postes	1968	Année entière ²	1969			
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre ²
en millions de dollars E.U.						
Commerce (f.o.b.)						
Exportations	11.195	.	3.105	3.155	3.255	.
Importations	11.810	.	3.630	3.950	3.365	.
Balance commerciale	-- 615	-- 1.450	-- 525	-- 795	-- 130	--
Services	-- 840	-- 680	-- 205	-- 240	-- 235	--
Balance des paiements courants	-- 1.455	-- 2.130	-- 730	-- 1.035	-- 365	--
Mouvements de capitaux à long terme						
Privés						
Investissements français à l'étranger (en chiffres nets) . . .	-- 625	.	-- 40	-- 15	-- 30	.
Investissements étrangers en France (en chiffres nets)	+ 300	.	+ 255	+ 10	+ 115	.
Secteur bancaire	-- 355	.	-- 40	+ 10	-- 45	.
Total	-- 680	+ 420	+ 175	+ 5	+ 40	+ 200
Officiels	-- 30	-- 60	-- 15	-- 5	-- 40	--
Total	-- 710	+ 360	+ 160	--	--	+ 200
Balance de base	-- 2.165	-- 1.770	-- 570	-- 1.035	-- 365	+ 200
Mouvements des capitaux à court terme, règlements multilatéraux et ajustements						
	-- 1.040	+ 90	+ 10	-- 115	+ 145	+ 50
Balance générale (= variations des postes monétaires)	-- 3.205	-- 1.680	-- 560	-- 1.150	-- 220	+ 250

¹ Sur la base des règlements.

² Estimations provisoires de la B.R.I.

des neuf premiers mois de l'année 1969 le solde négatif des opérations courantes a été supérieur à celui de la balance générale. Cette aggravation des opérations courantes a été liée pour une bonne part à l'évolution défavorable des termes de paiements; aussi, après le revirement opéré par ces derniers à la suite de la dévaluation du franc et de la réévaluation du deutsche mark, la situation des comptes extérieurs s'est-elle rapidement redressée, et un excédent global de \$250 millions a-t-il été dégagé pendant le dernier trimestre de 1969.

L'influence, sur la balance commerciale, des opérations de décalage dans les paiements – et de leur dénouement qui s'ensuivit – apparaît clairement si l'on compare les chiffres des règlements aux données calculées d'après les statistiques douanières. Pendant les trois premiers trimestres de 1969, l'excédent d'importation s'est élevé à \$750 millions sur la base des données douanières désaisonnalisées (f.o.b.) et à \$1.450 millions en termes de règlements. En revanche, au quatrième trimestre, lorsque les positions spéculatives constituées précédemment ont été en voie de liquidation, la balance commerciale, tant sur la base des statistiques douanières que sur celle des règlements, a été approximativement en équilibre. Pour l'ensemble de l'année, les phénomènes de décalage dans les paiements ont, semble-t-il, gonflé à concurrence d'environ \$700 millions le déficit des échanges commerciaux, qui s'est élevé à \$1.450 millions sur la base des règlements.

D'après les données douanières (c.a.f.), la valeur en francs des importations en provenance des pays situés hors de la zone franc a progressé de 32% l'an dernier, contre 15% en 1968. Cet accroissement est imputable pour près de 75% à une expansion en volume et, pour le reste, à la hausse des prix. Si, au cours du premier semestre, la quasi-totalité de la progression du montant des importations a reflété une augmentation en volume, en revanche, pendant les six derniers mois de l'année, elle a été motivée, pour plus de 50%, par la hausse des prix. L'accroissement de 26% enregistré l'an dernier dans le montant des exportations a résulté, à concurrence de plus du quart de l'augmentation moyenne de 7% de la valeur unitaire des marchandises exportées. Au dernier trimestre, cependant, près de la moitié de l'expansion des ventes extérieures a été imputable à la montée des prix.

L'excédent d'importation avec les pays hors de la zone franc, qui s'élevait à \$1.420 millions en 1968, a progressé à \$2.480 millions l'an dernier. Le déficit commercial dégagé traditionnellement avec les autres pays de la C.E.E. est passé de \$1.160 millions à \$1.570 millions, tandis que l'excédent généralement enregistré avec l'A.E.L.E. est tombé de \$280 millions à \$20 millions. La balance commerciale s'est également aggravée vis-à-vis de toutes les autres zones importantes.

En ce qui concerne la structure des échanges par catégories de marchandises, les importations de biens de consommation ont enregistré la progression la plus

rapide, avec une avance de 42% (36% dans le cas des véhicules automobiles), tandis que les achats de biens d'équipement se sont inscrits en hausse de 33% (43% pour les machines et le matériel électrique). Les importations et les exportations de produits agricoles se sont accélérées à raison de 30% dans chaque cas. A noter également les progrès importants des ventes de biens d'équipement (+30%) et de biens de consommation (+26%). Le pourcentage de couverture des importations par les exportations, qui était de 89% en 1968, est tombé à 84% l'an dernier. Toutefois, au quatrième trimestre, il s'est de nouveau avancé à 89% sur la base de données désaisonnalisées, se rapprochant ainsi du taux de 93% qui, selon les autorités françaises, correspond à une situation équilibrée. Celle-ci a d'ailleurs été atteinte au premier trimestre de 1970 avec un taux de couverture de 95% (il a été de 100% exactement en mars), par suite d'une accélération plus rapide du rythme de progression des exportations que de celui des importations. Par rapport au premier trimestre de 1969, les achats et les ventes à l'étranger ont marqué une augmentation de 20 et 10% respectivement, de sorte que le déficit commercial est tombé de \$445 millions à \$195 millions.

Du côté des opérations en capital, où un contrôle des changes très rigoureux a été appliqué à tous les mouvements de fonds à destination de l'étranger, les sorties nettes de \$1.750 millions notées en 1968 ont fait place à des entrées nettes d'environ \$450 millions l'an dernier. Les mouvements de capitaux privés à long terme se sont traduits, selon les estimations, par un afflux de plus de \$400 millions de ressources en chiffres nets. Près de la moitié de ce montant est imputable aux nouveaux emprunts extérieurs français. Au cours du premier trimestre de 1969, quatre emprunts internationaux en deutsche marks ont été émis pour un montant total de près de \$130 millions, dont \$50 millions au profit de la Caisse Nationale de l'Energie et autant pour la Caisse Nationale des Autoroutes. Au dernier trimestre, une émission en dollars E.U. pour compte privé, d'un montant de \$55 millions, a porté le total des émissions extérieures à \$185 millions pour l'ensemble de l'année et, au premier trimestre de 1970, le volume des emprunts à l'étranger s'est monté à près de \$70 millions. En ce qui concerne les mouvements de fonds à court terme, y compris les règlements multilatéraux et les ajustements, l'hémorragie de capitaux s'est arrêtée. Les sorties nettes de \$115 millions notées au deuxième trimestre, donc avant la dévaluation, ont fait place pendant les six derniers mois de 1969 à un mouvement de reflux de fonds, et la balance des mouvements de capitaux à court terme s'est ainsi soldée, pour l'ensemble de l'année, par un faible montant d'entrées nettes (\$90 millions).

Allemagne fédérale. En raison principalement d'un accroissement massif des sorties de capitaux à long terme, la balance de base des paiements de l'Allemagne fédérale, qui avait été à peu près en équilibre en 1968, s'est soldée, en 1969,

par un déficit de \$4,2 milliards. Ce chiffre correspond aussi à celui de la balance générale des paiements, du fait que les mouvements de capitaux à court terme, considérés sur l'ensemble des douze mois, ont été négligeables. Au cours de l'année, toutefois, la balance des mouvements de fonds à échéance rapprochée (y compris le poste « Erreurs et omissions ») a enregistré de violentes oscillations. Les perspectives d'une modification de la parité du deutsche mark ont déterminé des entrées nettes de \$4 milliards pendant les neuf premiers mois de l'année, essentiellement au cours des deuxième et troisième trimestres; après que l'événement attendu se fut produit, on a assisté, pendant le quatrième trimestre, à des sorties de fonds de la même importance. Ces variations très amples dans les mouvements de capitaux à court terme ont été la cause essentielle du renversement de la balance générale des paiements qui, d'un excédent de \$2 milliards exactement pour les neuf premiers mois de l'année, s'est soldée, au dernier trimestre, par un déficit

Allemagne fédérale: Balance des paiements.¹

Postes	1968	Année entière	1969 ²				1970 ²
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	1er trimestre
en millions de dollars E.U.							
Commerce							
Exportations (f.o.b.)	24.890	29.045	6.570	7.130	7.410	7.935	.
Importations (c.a.f.)	20.295	25.075	5.805	6.180	6.300	6.790	.
Balance commerciale	+ 4.595	+ 3.970	+ 765	+ 950	+ 1.110	+ 1.145	+ 745
Services et transferts	- 1.740	- 2.215	- 535	- 500	- 390	- 790	- 825
Balance des paiements courants	+ 2.855	+ 1.755	+ 230	+ 450	+ 720	+ 355	- 80
Balance des paiements courants (avant ajustement)	+ 2.855	+ 1.805	+ 315	+ 560	+ 445	+ 465	+ 5
Mouvements de capitaux à long terme							
Privés	- 2.540	- 5.485	- 1.400	- 1.020	- 690	- 2.375	- 1.025
Officiels	- 340	- 480	- 40	- 20	- 180	- 240	- 65
Total	- 2.880	- 5.965	- 1.440	- 1.040	- 870	- 2.615	- 1.090
Balance de base	- 25	- 4.160	- 1.125	- 480	- 425	- 2.130	- 1.085
Mouvements de capitaux à court terme							
Privés	+ 135	- 190	+ 125	+ 520	+ 680	- 1.515	+ 200
Officiels	+ 275	- 45	- 60	+ 55	- 25	- 15	- 10
Total	+ 410	- 235	+ 65	+ 575	+ 655	- 1.530	+ 190
Erreurs et omissions	+ 735	+ 205	+ 425	+ 1.745	+ 525	- 2.490	+ 635
Balance générale (= variations des postes monétaires)	+ 1.120	- 4.190	- 635	+ 1.840	+ 755	- 6.150	- 260 ³

¹ Sur la base des transactions. ² Les chiffres trimestriels de la balance des paiements courants sont désaisonnalisés. ³ Allocation initiale de D.T.S. non comprise (\$200 millions).

de \$6,2 milliards. Un facteur supplémentaire est toutefois entré en jeu sous la forme d'une forte détérioration de la balance de base et cette aggravation, bien qu'étant, elle aussi, motivée en partie par la réévaluation, a constitué plutôt une accentuation qu'un véritable changement de la tendance existante.

L'excédent des paiements courants a fléchi de \$2,8 milliards à \$1,8 milliard entre 1968 et 1969. Cette variation a été due pour un peu plus de la moitié à la balance commerciale, dont le surplus est passé de \$4,6 milliards à \$4 milliards. Si l'on tient compte toutefois du fait que l'excédent commercial avait enregistré un gonflement artificiel à la fin de 1968, juste avant l'entrée en vigueur des taxes compensatrices sur le commerce extérieur, il est probable que le fléchissement de caractère structurel de l'excédent des échanges commerciaux a été très faible en 1969. En outre, les chiffres désaisonnalisés montrent que, tout au long de l'année, ce surplus a augmenté d'un trimestre à l'autre, bien que cette augmentation ait été faible pendant le dernier trimestre.

Évaluées en deutsche marks, les importations ont progressé de 21 % contre 16 % l'année d'avant. Les exportations ont enregistré, pour chacune des deux années, une progression de 14 %. La valeur unitaire moyenne des achats à l'étranger s'étant accrue d'un peu plus de 2 % et celle des ventes d'un peu moins de 2 %, l'expansion en volume des importations et des exportations s'établit à 18 et à 12 % respectivement, contre 18 et 16 % en 1968. Si l'on compare les neuf premiers mois de 1969 avec le dernier trimestre, on constate un ralentissement du rythme de croissance des achats à l'étranger, qui est passé de 22 à 17 % en valeur (exprimée en deutsche marks) et de 19 à 16 % en volume, tandis que les chiffres correspondants pour les exportations se sont établis à 17 et 8 % en valeur et à 15 et 5 % en volume. Au début de 1970, l'indice des prix de gros à l'exportation était supérieur de 6 % au niveau atteint un an auparavant.

Pour l'année considérée dans son ensemble, la baisse du rythme de progression des ventes à l'étranger a eu notamment pour cause un léger fléchissement des livraisons aux États-Unis, après une expansion de 38 % en 1968. Les ventes aux pays de la C.E.E. et de l'A.E.L.E., en revanche, qui constituent les deux tiers du total des exportations allemandes, se sont développées plus rapidement qu'en 1968, de 21 et 13 % respectivement. Du côté des importations, on note des accroissements de 27, 20 et 16 % respectivement pour les livraisons en provenance de la C.E.E., de l'A.E.L.E. et des États-Unis. Par catégories, la progression la plus marquée a été celle des importations de produits finis (32 %); les achats à l'étranger de denrées alimentaires se sont inscrits en hausse de 13 %.

Le déficit des services et des transferts est passé de \$1,7 milliard à \$2,2 milliards. Les dépenses nettes des touristes à l'étranger ont progressé de \$0,7 milliard

à \$0,9 milliard et les envois de fonds des travailleurs immigrants, de \$0,2 milliard à \$0,7 milliard. Ce dernier mouvement correspond à peu près à l'expansion de l'effectif de la main-d'œuvre étrangère employée en Allemagne fédérale.

Les variations de la balance de base des paiements, en 1969, ont été dues à concurrence des trois quarts à la balance des mouvements de capitaux à long terme qui s'est soldée par \$6 milliards de sorties nettes. Les sorties de capitaux privés à long terme sont passées de \$2,5 milliards à \$5,5 milliards, les investissements allemands à l'étranger s'avancant, en chiffres nets, d'un peu moins de \$3 milliards à un peu plus de \$5,6 milliards, tandis que les investissements nets, en République fédérale, des non-résidents du secteur privé ont fléchi de \$0,4 milliard à \$0,1 milliard seulement. L'expansion des placements à l'étranger des résidents allemands du secteur privé a pris principalement deux formes: les investissements de portefeuille sont passés de \$1,4 milliard à \$2,4 milliards et les prêts et avances à long terme, de \$1,1 milliard à \$2,6 milliards. Les investissements directs allemands à l'étranger ont également enregistré un certain progrès, passant de \$0,4 milliard à \$0,6 milliard et, pour la première fois depuis la dernière guerre, ils ont dépassé le montant des placements directs étrangers en Allemagne fédérale. Les investissements de portefeuille des non-résidents en valeurs allemandes ont accusé un recul net de \$0,3 milliard qui est intervenu presque intégralement au quatrième trimestre.

Au cours de ce dernier trimestre de 1969, les sorties nettes de fonds à long terme du secteur privé se sont élevées à \$2,4 milliards, dont \$1,1 milliard pour les prêts et avances. Avant la réévaluation, les banques allemandes s'étaient engagées, envers des non-résidents, à leur accorder des prêts à concurrence d'un montant appréciable. Ces facilités ont été largement utilisées pendant le dernier trimestre de l'année, car les taux d'intérêt allemands étaient encore avantageux et les doutes sur le taux de change avaient disparu. Les placements allemands en valeurs mobilières étrangères ont atteint également un niveau très élevé pendant ce trimestre (\$0,7 milliard), notamment parce que les nouvelles émissions libellées en deutsche marks, lancées sur le marché allemand par des émetteurs étrangers, avaient moins de succès qu'auparavant auprès des non-résidents, l'espoir d'une plus-value en capital due à la réévaluation ayant disparu.

Les \$4 milliards d'entrées de fonds à court terme enregistrées au cours des neuf premiers mois de l'année, comprennent les transactions non identifiées, mais excluent les variations de la position extérieure à court terme du système bancaire; elles peuvent essentiellement être réparties sous deux rubriques: emprunts à court terme d'entreprises allemandes à l'étranger, à concurrence de \$1,3 milliard, et un poste « Erreurs et omissions » positif, s'élevant à \$2,7 milliards. Ces entrées ont surtout été notées au mois de mai (\$2,2 milliards) et pendant la période

août-septembre (\$1,2 milliard). Les sorties de capitaux à court terme enregistrées pendant le quatrième trimestre ont pris la forme d'une réduction de \$1,5 milliard des emprunts nets contractés à l'étranger par des entreprises allemandes, et d'un poste « Erreurs et omissions » négatif de \$2,5 milliards.

Abstraction faite de l'attribution de la première tranche de Droits de Tirage Spéciaux, la balance générale des paiements de l'Allemagne fédérale a accusé un déficit de \$0,3 milliard au premier trimestre de 1970. La balance des paiements courants, après ajustement, a fait apparaître un déficit de \$80 millions, contre un excédent de \$230 millions l'année d'avant, par suite d'une augmentation de \$300 millions du solde négatif des services et des transferts. La balance des mouvements de capitaux et le poste « Erreurs et omissions » ont reflété, l'un comme l'autre, le resserrement de la situation monétaire en Allemagne fédérale. Les sorties de capitaux à long terme ont encore atteint un chiffre élevé (\$1,1 milliard), mais bien inférieur à celui du trimestre précédent et à celui du premier trimestre de 1969; en revanche, la balance des mouvements de capitaux à court terme, y compris le poste « Erreurs et omissions », a fait apparaître des entrées nettes d'un montant de \$0,8 milliard.

Italie. La balance des paiements de l'Italie s'est, elle aussi, considérablement détériorée entre 1968 et 1969, un excédent de \$0,6 milliard ayant fait place à un déficit de \$1,2 milliard, le premier depuis 1963. Tout en étant inférieur à celui de 1968, l'excédent courant de \$2,4 milliards est demeuré très élevé. Les sorties de capitaux se sont toutefois gonflées de \$1,5 milliard pour s'établir à \$3,5 milliards.

En ce qui concerne la balance des opérations courantes, l'excédent commercial a fléchi de \$1 milliard à \$0,6 milliard d'une année à l'autre; cette baisse a été compensée pour près de la moitié par une nouvelle progression des recettes nettes au titre des services, qui sont passées de \$1,6 milliard à \$1,8 milliard. Les envois de fonds par les travailleurs émigrés, les revenus des investissements et les recettes touristiques nettes se sont accrus respectivement de \$100 millions, \$70 millions et \$30 millions. L'aggravation de la balance commerciale, après ajustement pour tenir compte des variations saisonnières, est survenue en grande partie au cours du dernier trimestre de l'année, pendant lequel l'activité économique s'est gravement ressentie des grèves: par rapport au dernier trimestre de 1968, la balance des échanges commerciaux s'est soldée par une détérioration de \$450 millions, ce qui correspond exactement à la croissance des importations. La balance courante a fléchi d'un montant à peu près égal, entre le premier trimestre de 1969 et les trois mois correspondants de 1970, par suite d'un renversement, à concurrence de \$350 millions, du solde des échanges commerciaux, qui d'excédentaire est devenu déficitaire, et d'un recul de \$130 millions des recettes procurées par les services.

Italie: Balance des paiements.¹

Postes	1968	Année entière	1969 ²				1970 ² 1er trimestre
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
en millions de dollars E.U.							
Commerce (f.o.b.)							
Exportations	10.095	11.645	2.795	3.030	3.080	2.740	2.955
Importations	9.050	11.060	2.570	2.805	2.845	2.840	3.075
Balance commerciale . . .	+ 1.045	+ 585	+ 225	+ 225	+ 235	- 100	- 120
Services							
Tourisme	+ 1.110	+ 1.140	+ 255	+ 290	+ 310	+ 285	+ 220
Envois de fonds des travailleurs . .	+ 850	+ 945	+ 245	+ 225	+ 265	+ 210	+ 245
Divers	- 380	- 300	- 25	- 20	- 130	- 125	- 120
Total	+ 1.580	+ 1.785	+ 475	+ 495	+ 445	+ 370	+ 345
Balance des paiements courants	+ 2.625	+ 2.370	+ 700	+ 720	+ 680	+ 270	+ 225
Mouvements de capitaux							
Résidents	- 2.150	- 3.865	- 955	- 1.155	- 975	- 780	.
Non-résidents	+ 460	+ 435	+ 200	+ 100	- 110	+ 245	.
Erreurs et omissions	- 350	- 115	- 305	- 160	+ 290	+ 80	.
Total	- 2.040	- 3.545	- 1.060	- 1.235	- 795	- 455	- 935
Balance générale (= variations des postes monétaires) . .	+ 585	- 1.175	- 360	- 515	- 115	- 185	- 710 ³

¹ Sur la base des transactions. ² Les données trimestrielles de la balance des paiements courants sont désaisonnalisées.
³ Allocation initiale de D.T.S. non comprise (\$105 millions).

Sur la base des statistiques douanières (importations c.a.f.), le déficit commercial est passé de \$100 millions en 1968 à \$700 millions en 1969 (\$200 millions pendant les neuf premiers mois et \$500 millions au cours du dernier trimestre). En 1968, les importations n'avaient progressé que de 4,5% par suite de l'essoufflement de la demande interne; de janvier à septembre 1969, elles se sont accrues en revanche de 22,5% sous l'effet de la recrudescence des investissements et de l'élévation du pouvoir d'achat de la population. Pendant les mois suivants, le ralentissement de la demande a été moins prononcé que celui de l'offre, et les achats à l'étranger ont progressé de 17% par rapport au dernier trimestre de 1968, l'accélération des importations de biens de consommation compensant le recul accusé par les autres catégories de produits, installations fixes, machines et équipements en particulier, de même que les combustibles et l'énergie.

Les exportations, en augmentation de 17% en 1968, se sont développées à un rythme encore plus rapide (+21%) de janvier à septembre 1969, mais leur progression s'est arrêtée pendant le dernier trimestre; en effet, si les ventes à l'étranger de produits alimentaires se sont accrues à une cadence plus forte que pendant les neuf mois précédents, le rythme de progression des livraisons de biens de

consommation durables est tombé de 26,5 à 8% et celui des biens d'équipement de 24 à 3%, les exportations des autres groupes de produits descendant même au-dessous du niveau atteint au cours du dernier trimestre de 1968.

En valeur absolue et pour l'ensemble de l'année, les exportations ont augmenté en 1969 de \$1,5 milliard pour s'élever à \$11,7 milliards; cette progression est intervenue pour près de moitié dans les échanges avec la France et l'Allemagne fédérale. Les livraisons à destination des Etats-Unis ont enregistré une hausse d'environ \$200 millions, tandis que les ventes à l'Union Soviétique se sont améliorées de \$100 millions. Le développement des importations, de \$10,3 milliards à \$12,5 milliards, est imputable, à hauteur d'environ \$1 milliard, aux achats en provenance de la C.E.E. qui se sont accrus de 30%.

La balance commerciale s'est encore aggravée pendant le premier trimestre de 1970. Par suite de la progression de 19% des achats à l'étranger et de 5,5% seulement des exportations, le déficit s'est élevé à \$455 millions, contre \$65 millions au cours des trois mois correspondants de 1969. On a noté en particulier une chute de 18% des ventes de véhicules automobiles, provoquée par la persistance de troubles sociaux, tandis que les importations de voitures ont monté en flèche (+56%).

Les sorties nettes de capitaux, qui avaient progressé de \$1,2 milliard à \$2 milliards entre 1967 et 1968, se sont vivement accélérées l'an dernier pour s'établir à \$3,5 milliards. Si les investissements nets étrangers en Italie se sont poursuivis à une cadence supérieure à \$400 millions, les sorties nettes — presque en totalité de caractère privé — se sont amplifiées de \$1,7 milliard pour atteindre \$3,9 milliards. Comme les années précédentes, les sorties ont résulté principalement d'exportations de billets de banque, qui ont atteint \$2,2 milliards en 1969, soit presque le double de 1968. Le volume des prêts accordés aux particuliers est passé de \$85 millions à \$465 millions, par suite, en grande partie, de l'écart entre les taux d'intérêt italiens et les taux pratiqués à l'étranger. Les investissements autorisés de portefeuille sont passés de \$280 millions en 1968 à \$460 millions l'année dernière, les placements en titres de fonds d'investissements étrangers représentant \$235 millions de ce total. Après avoir marqué un ralentissement au cours du deuxième semestre de l'année, les sorties de capitaux se sont élevées à plus de \$900 millions pendant les trois premiers mois de 1970.

En plus des mesures de caractère monétaire adoptées en 1969 en vue d'enrayer les sorties de capitaux (voir Chapitre II, page 82), les autorités ont décidé, en février 1970, de raccourcir les délais de paiements pour les importations et les exportations, et de rendre le rapatriement de billets italiens plus difficile, en ce sens que leur conversion est subordonnée à leur présentation à la Banca d'Italia à Rome.

Union Economique Belgo-Luxembourgeoise. La balance générale des paiements s'est sensiblement améliorée en 1969, passant d'un déficit de \$220 millions à un excédent de \$170 millions. Cette amélioration a été due, en majeure partie, à l'évolution des transactions en capital, mais également à une certaine progression de l'excédent courant.

Le déficit commercial, calculé en termes de règlements, a fléchi de \$170 millions par rapport à 1968 pour atteindre \$95 millions. Sur la base des statistiques douanières cependant, la balance des échanges commerciaux a enregistré une amélioration de \$255 millions (un déficit de \$170 millions a fait place à un excédent de \$85 millions), la différence de \$85 millions étant imputable à l'évolution défavorable des termes de paiements. Effectivement, la balance calculée sur la base des règlements a subi, au cours de l'année, d'importantes fluctuations: elle est passée d'un solde négatif de \$300 millions pour les neuf premiers mois, pendant lesquels les décalages dans les paiements ont joué au détriment de la Belgique, à un solde positif de \$200 millions pour le dernier trimestre, au cours duquel le mouvement s'est inversé.

Le commerce extérieur de l'U.E.B.L. a fait preuve d'un grand dynamisme en 1969. Les importations et les exportations ont progressé, en valeur, de 20 et de 23% respectivement, alors que l'année précédente, les unes comme les autres s'étaient accrues de 15%. En volume, achats et ventes à l'extérieur ont augmenté d'environ 17% en 1969. Les produits allemands et français ont constitué la majeure partie de cet accroissement des importations. Du côté des exportations, les ventes de matériel de transport et de combustibles se sont développées de 34 et de 30% respectivement, et les livraisons de machines de 25%. Les ventes à destination des pays de la C.E.E. ont progressé de 30% et le surplus d'exportations à l'égard de ces pays a atteint \$1 milliard, compensant très largement les déficits enregistrés dans les échanges commerciaux avec le reste du monde.

L'amélioration de la balance commerciale a été compensée, en grande partie, par une réduction de \$300 millions à \$175 millions de l'excédent des transactions invisibles nettes. Les achats à l'étranger de matériel militaire ont augmenté tandis que le revenu net des investissements a fléchi.

La balance des mouvements de capitaux s'est soldée par des entrées nettes de \$200 millions, contre des sorties nettes de \$175 millions précédemment. Ce revirement a été dû, pour un peu plus de la moitié, aux emprunts nets, d'un montant de \$190 millions, effectués par les entreprises et les organismes financiers non monétaires du secteur public, et en particulier aux emprunts contractés à l'étranger par la Société Nationale de Crédit à l'Industrie. Les mouvements de capitaux

Union Economique Belgo-Luxembourgeoise: Balance des paiements.¹

Postes	1968	1969				
		Année entière	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en millions de dollars E.U.						
Commerce						
Importations	6.660	7.875	1.825	2.005	1.990	2.055
Exportations	6.395	7.780	1.775	1.925	1.825	2.255
Balance commerciale	- 265	- 95	- 50	- 80	- 165	+ 200
Services						
Opérations de courtage sur marchan- dises et travail à façon	+ 240	+ 290	+ 75	+ 45	+ 85	+ 85
Tourisme	- 125	- 140	- 20	- 20	- 90	- 10
Divers	+ 185	+ 25	+ 10	- 10	- 5	+ 30
Total	+ 300	+ 175	+ 65	+ 15	- 10	+ 105
Balance des paiements courants	+ 35	+ 80	+ 15	- 65	- 175	+ 305
Mouvements de capitaux						
Organismes publics	- 70	- 55	- 20	+ 15	- 20	- 30
Organismes semi-publics ²	- 10	+ 190	+ 105	+ 70	+ 10	+ 5
Capitaux privés						
Investissements étrangers en U.E.B.L.	+ 240	+ 355	+ 40	+ 95	+ 100	+ 120
Investissements de l'U.E.B.L. à l'étranger	- 335	- 290	- 140	-	- 90	- 60
Total	- 175	+ 200	- 15	+ 180	-	+ 35
Erreurs et omissions	- 80	- 110	- 50	- 15	+ 105	- 150
Balance générale (= variations des postes monétaires)	- 220	+ 170	- 50	+ 100	- 70	+ 190

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

privés ont également fait apparaître des entrées nettes, succédant à des sorties nettes, les investissements étrangers en Belgique – sous forme essentiellement d'investissements directs – progressant de \$240 millions à \$355 millions, tandis que les placements belges à l'étranger ont fléchi de \$45 millions.

Pays-Bas. La balance générale des paiements des Pays-Bas s'est améliorée, elle aussi, entre 1968 et 1969, le déficit de \$100 millions ayant fait place à un excédent de \$150 millions. Le surplus des opérations courantes a progressé de \$110 millions et les sorties nettes de capitaux à long terme ont fléchi de \$125 millions.

La balance des capitaux privés à long terme a été en équilibre l'an dernier, une sortie de \$145 millions, intervenue au cours des neuf premiers mois, ayant été suivie d'une entrée de même montant pendant le dernier trimestre. Les investissements directs à l'étranger, en chiffres nets, sont passés de \$40 millions à \$150 millions – compte tenu des crédits interentreprises – mais ce mouvement a été compensé en grande partie par une expansion, de \$40 millions à \$135 millions, des

Pays-Bas: Balance des paiements.¹

Postes	1968	1969				1970	
		Année entière	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre		4ème trimestre
en millions de dollars E.U.							
Commerce (f.o.b.)							
Importations	8.295	9.645	2.120	2.405	2.315	2.805	2.545
Exportations	7.815	9.295	2.095	2.330	2.240	2.630	2.450
Balance commerciale	- 480	- 350	- 25	- 75	- 75	- 175	- 95
Services							
Revenus des investissements . . .	+ 200	+ 205	+ 15	+ 10	+ 80	+ 100	+ 15
Divers	+ 340	+ 315	+ 65	+ 100	+ 15	+ 135	+ 95
Total	+ 540	+ 520	+ 80	+ 110	+ 95	+ 235	+ 100
Balance des paiements courants	+ 60	+ 170	+ 55	+ 35	+ 20	+ 60	+ 5
Mouvements de capitaux							
Long terme							
Valeurs néerlandaises	+ 300	+ 375	+ 70	+ 40	+ 75	+ 190	+ 70
Valeurs étrangères	- 260	- 240	- 65	- 110	- 25	- 40	- 55
Investissements directs ²	- 40	- 150	+ 50	- 130	+ 10	- 80	+ 65
Ressources bancaires et autres capitaux privés ³	- 60	+ 15	-	- 45	- 15	+ 75	- 5
Capitaux officiels	- 95 ⁴	- 30	- 5	- 10	- 5	- 10	+ 75
Total	- 155	- 30	+ 50	- 255	+ 40	+ 135	+ 90
Balance de base	- 95	+ 140	+ 105	- 220	+ 60	+ 195	- 130
Court terme							
Secteur non bancaire	- 5	- 50	- 20	-	- 15	- 15	- 30
Secteur bancaire	- 60	+ 40	- 20	+ 5	-	+ 55	- 105
Erreurs et omissions	+ 60	+ 20	+ 25	+ 105	- 120	+ 10	+ 60
Total	- 5	+ 10	- 15	+ 110	- 135	+ 50	- 75
Balance générale (= variations des postes monétaires)	- 100	+ 150	+ 90	- 110	- 75	+ 245	+ 5 ⁵

¹ Sur la base des règlements. ² Y compris des crédits à long et à court terme entre sociétés. ³ Il s'agit surtout de crédits. ⁴ Y compris un remboursement anticipé de \$65 millions de dettes envers les Etats-Unis. ⁵ Allocation initiale de D.T.S. non comprise (\$85 millions).

entrées nettes imputables aux opérations de portefeuille. Les achats nets de valeurs mobilières néerlandaises par des étrangers se sont avancés de \$300 millions à \$375 millions; la moitié de ces entrées ont eu lieu au cours du quatrième trimestre, des non-résidents ayant alors acheté d'importantes quantités d'obligations néerlandaises, en partie dans l'espoir d'une réévaluation du florin. Les sorties officielles de capitaux, qui s'étaient accrues en 1968 à cause du remboursement anticipé de \$65 millions sur la dette contractée à l'égard des Etats-Unis, sont revenues à \$30 millions, correspondant à l'aide aux pays en voie de développement. La balance des mouvements de capitaux à court terme a été, elle aussi, à peu près équilibrée comme en 1968, des sorties nettes intervenues par l'intermédiaire du secteur non bancaire ayant été presque compensées par une réduction des prêts bancaires.

Pour la troisième année de suite, la balance des opérations courantes a dégagé un excédent, qui s'est élevé à \$170 millions, contre \$60 millions en 1968. Le déficit commercial a été réduit de \$130 millions, s'établissant à \$350 millions, tandis que les recettes nettes provenant des transactions invisibles ont fléchi de \$20 millions. Pendant le premier trimestre de 1970, la balance des paiements courants a été pratiquement en équilibre – alors qu'elle s'était soldée par un excédent de \$55 millions au cours des trois premiers mois de 1969 – le surplus de \$100 millions dégagé au titre des services ayant légèrement dépassé le déficit des échanges commerciaux.

Sur la base des statistiques douanières, les importations sont passées de \$9,3 milliards à \$11 milliards et les exportations de \$8,3 milliards à \$10 milliards. Le rythme de croissance des achats et celui des ventes à l'étranger se sont accélérés, passant respectivement de 9 à 18,5% et de 14 à 19%. Compte tenu d'une hausse moyenne, en 1969, de 3% pour les prix à l'importation et de 2% pour ceux à l'exportation, les indices de volume respectifs se sont relevés de 15 et de 17%. Du côté des importations, l'accélération, tant en volume qu'en valeur, a été due aux achats de biens de consommation, de matières premières et de semi-produits, les acquisitions de biens d'équipement s'étant ralenties. Pour les exportations, on note une expansion de 19% en valeur pour les produits manufacturés (contre 15% en 1968), la hausse des prix n'intervenant dans ce chiffre qu'à concurrence de 1%. Les postes les plus dynamiques ont été le matériel de transport, les métaux, les textiles et les combustibles minéraux. Les ventes de gaz naturel ont fait un bond de près de 50%. L'accroissement des exportations de produits agricoles à l'état brut est passé de 11 à 18%, dont 12% imputables à l'augmentation du volume des ventes et 5% à la hausse des prix. Les trois quarts de la progression des exportations et un peu moins des deux tiers de celle des importations ont intéressé les échanges avec les partenaires des Pays-Bas au sein de la C.E.E.

Autriche. Pour la deuxième année consécutive, la balance générale des paiements de l'Autriche a fait ressortir un excédent, légèrement supérieur à \$100 millions. Si, en 1968, le surplus résultait entièrement des entrées nettes de capitaux, l'année dernière il a reflété fidèlement l'excédent de \$100 millions de la balance des paiements courants – le plus élevé depuis l'établissement en 1953 de la parité actuelle du schilling.

L'expansion des exportations s'est accélérée, passant de 10% en 1968 à 21% en 1969, et les ventes de machines et d'équipement électrique ont progressé à concurrence de 28%. La croissance des importations s'est également intensifiée, mais uniquement de 8 à 13%. En valeur absolue, l'excédent d'importation traditionnellement dégagé par les échanges commerciaux est passé de \$540 millions en 1968 à \$435 millions l'année dernière, alors qu'au premier trimestre de

1970, il a atteint \$600 millions sur une base annuelle. Les recettes invisibles ont progressé de \$455 millions en 1968 à \$535 millions en 1969, par suite principalement de l'augmentation des recettes du tourisme.

La balance des mouvements de capitaux à long terme, qui s'était soldée en 1967 et en 1968 par des entrées nettes fort importantes (\$185 millions en 1968), a dégagé des sorties nettes d'un faible montant en 1969 (\$25 millions), sous l'effet en grande partie de la montée des taux d'intérêt à l'étranger. La recrudescence des achats de valeurs mobilières étrangères par des résidents autrichiens et le développement des prêts à l'étranger par des institutions financières ont donné lieu à des sorties nettes de capitaux privés, qui sont passées d'une année à l'autre de \$95 millions à \$145 millions. Comme les entrées nettes de capitaux privés étrangers ont fléchi parallèlement, la balance des mouvements de capitaux pour compte privé s'est soldée par des sorties nettes de \$55 millions l'année dernière, contre des entrées nettes de \$5 millions en 1968. Quant aux mouvements de capitaux officiels, le contraste a été encore plus marqué par rapport à l'année précédente puisque les entrées nettes sont passées de \$180 millions en 1968 à \$30 millions en 1969, tandis que les apports nets de fonds à court terme ont doublé, passant de \$15 millions à \$30 millions d'une année à l'autre.

Suisse. La balance des paiements de la Suisse, qui avait dégagé un excédent exceptionnellement élevé (\$1.150 millions) en 1968, est revenue l'an dernier au niveau plus normal de \$155 millions. Mis à part l'arrêt des entrées de fonds en provenance de la France, qui avaient exercé une influence considérable sur les résultats de 1968, deux autres causes sont à l'origine de la réduction du surplus en 1969. En effet, l'intensification de l'expansion interne a contribué à creuser le déficit commercial, qui est passé de \$480 millions en 1968 à \$630 millions l'année dernière; par ailleurs, les exportations identifiées de capitaux à long terme se sont accrues de \$800 millions à \$1.100 millions, par suite du changement apporté à la politique suivie par les autorités. Compte tenu d'une nouvelle progression de l'excédent des transactions invisibles, qui sont passées de \$1.025 millions à \$1.140 millions, le déficit de la balance des paiements courants et des capitaux identifiés à long et à moyen terme s'est élevé à \$635 millions en 1969, contre \$275 millions en 1968. Quant aux mouvements non identifiés de capitaux, ils ont donné lieu à des entrées de \$790 millions; ce chiffre, bien qu'à peine supérieur à la moitié de celui de l'année précédente, est encore fort appréciable.

Les échanges commerciaux ont été caractérisés par une forte progression des importations et seulement une accélération légère de la cadence d'augmentation — déjà fort élevée — des ventes à l'étranger. Les importations se sont développées à raison de 17%, contre 9% en 1968. Les achats de matières premières et

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 générale ³
					Long terme	Court terme	
en millions de dollars E.U.							
Allemagne fédérale . . .	1968	+ 5.660	- 2.805	+ 2.855	- 2.880	+ 1.145	+ 1.120
	1969	+ 5.110	- 3.305	+ 1.805	- 5.965	- 30	- 4.190
France*	1968	- 615	- 840	- 1.455	- 710	- 1.040 ⁴	- 3.206
	1969 ⁵	- 1.450	- 680	- 2.130	+ 360	+ 90 ⁴	- 1.680
Italie	1968	+ 1.045	+ 1.580	+ 2.625	- 2.040 ⁶		+ 585
	1969	+ 585	+ 1.785	+ 2.370	- 3.545		- 1.175
Pays-Bas*	1968	- 480	+ 540	+ 60	- 155 ⁷	- 5	- 100
	1969	- 350	+ 520	+ 170	- 30	+ 10	+ 150
Union Belgo-Luxembourgeoise* . . .	1968	- 265	+ 300	+ 35	- 255		- 220
	1969	- 95	+ 175	+ 80	+ 90		+ 170
Total de la C.E.E.	1968	+ 5.345	- 1.225	+ 4.120	- 5.940		- 1.820
	1969	+ 3.800	- 1.505	+ 2.295	- 9.020		- 6.725
Autriche	1968	- 540 ⁷	+ 455	- 85	+ 185	+ 15	+ 115
	1969	- 435 ⁷	+ 535	+ 100	- 25	+ 30	+ 105
Danemark*	1968	- 300	+ 185	- 115	+ 105		- 10
	1969	- 430	+ 180	- 250	+ 175		- 75
Norvège	1968	- 790 ⁷	+ 940	+ 150	+ 15	- 15	+ 150
	1969	- 775 ⁷	+ 870	+ 95	- 160	+ 10	- 55
Portugal	1968	- 305	+ 350	+ 45	+ 85	+ 10 ⁸	+ 140
	1969	- 375	+ 435	+ 60	+ 5	+ 20 ⁸	+ 85
Royaume-Uni	1968	- 1.540	+ 800	- 740	- 215	- 350	- 1.305
	1969	- 380	+ 1.260	+ 880	+ 50	+ 435	+ 1.365
Suède	1968	- 170 ⁷	+ 80	- 110	+ 115	- 50	- 45
	1969	- 180 ⁷	+ 45	- 225	- 95	- 10	- 330
Suisse	1968	- 480 ⁷	+ 1.025	+ 545	+ 605		+ 1.150
	1969	- 630 ⁷	+ 1.140	+ 510	- 355		+ 155
Total de l'A.E.L.E.	1968	- 4.125	+ 3.815	- 310	+ 505		+ 195
	1969	- 3.205	+ 4.375	+ 1.170	+ 80		+ 1.250
Espagne*	1968	- 1.730	+ 1.425	- 305	+ 530	- 120	+ 105
	1969	- 2.105	+ 1.610	- 495	+ 430	- 155	- 220
Finlande	1968	+ 25 ⁷	+ 40	+ 65	+ 95	+ 80	+ 240
	1969	- 50 ⁷	+ 65	+ 15	+ 65	- 30	+ 50
Grèce	1968	- 765 ⁷	+ 530	- 235	+ 205	+ 65	+ 35
	1969	- 900 ⁷	+ 550	- 350	+ 205	+ 140	- 5
Irlande	1968	- 395 ⁷	+ 340	- 55	+ 40	- 15	- 30
	1969	- 525 ⁷	+ 380	- 145	+ 160	-	+ 15
Islande	1968	- 50	-	- 50	+ 30	+ 10	- 10
	1969	- 10	+ 5	- 5	+ 20	-	+ 15
Turquie	1968	- 270 ⁷	+ 45	- 225	+ 210		- 15
	1969	- 285 ⁷	+ 65	- 200	+ 160		- 40
Total «Autres pays»	1968	- 3.185	+ 2.380	- 805	+ 1.130		+ 325
	1969	- 3.855	+ 2.675	- 1.180	+ 995		- 185
Total général . . .	1968	- 1.965	+ 4.970	+ 3.005	- 4.305		- 1.300
	1969	- 3.260	+ 5.545	+ 2.285	- 7.945		- 5.660

Remarque: Les balances des paiements des pays marqués d'un astérisque sont calculées sur la base des règlements.
¹ Y compris les transferts sans contrepartie. ² Différence entre les balances courantes et les balances générales. 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, sauf dans le cas du Royaume-Uni et de la Turquie; le chiffre du Royaume-Uni comprend également les variations de capitaux divers à court terme, et celui de la Turquie ne comprend que les variations des avoirs officiels nets. ⁴ Y compris les règlements de caractère multilatéral et les ajustements. ⁵ Estimations provisoires de la B.R.I. ⁶ Y compris les remboursements anticipés de la dette publique extérieure. ⁷ Importations c.a.f. ⁸ Y compris la balance des territoires portugais d'outre-mer vis-à-vis des pays situés hors de la zone escudo.

de produits semi-finis se sont inscrits en progrès de 21 %, et ceux des biens de consommation et d'investissement de 18 et 13 % respectivement. L'accroissement des exportations (+15 %) n'a été supérieur que d'un point au niveau noté en 1968. Tant en 1968 qu'en 1969, les exportations vers les autres pays de l'A.E.L.E. se sont développées à un rythme moins rapide que le volume global des ventes à l'étranger, tandis que celles à destination des pays de la C.E.E. se sont accélérées (+18 % en 1969, comprenant une progression de 23 % des ventes à l'Allemagne fédérale). La balance du commerce extérieur s'est également ressentie d'une détérioration de 2 % des termes de l'échange. Le déficit commercial s'est creusé au fil des mois, passant de \$360 millions au premier trimestre (taux annuel corrigé des variations saisonnières) à \$950 millions au quatrième trimestre. Pendant les trois premiers mois de 1970, la progression des importations par rapport au premier trimestre de 1969 a été de 31 %, tandis que le déficit commercial a atteint le rythme annuel de \$1.270 millions.

Tout comme en 1968, l'augmentation des recettes nettes au titre des opérations invisibles résulte principalement de l'accroissement des revenus des investissements, qui ont marqué une progression de \$80 millions pour s'établir à \$520 millions. La croissance des sorties nettes de capitaux à long terme identifiés s'explique largement par le triplement du volume des prêts à longue échéance consentis par les banques à des non-résidents, dont le total s'est élevé à \$525 millions. La Banque Nationale s'est montrée très libérale en ce qui concerne l'octroi d'autorisations pour ces prêts, car cela lui permettait d'exercer une action restrictive sur la liquidité interne. En outre, les placements à l'étranger effectués par les sociétés d'investissement se sont développés à hauteur de \$80 millions pour atteindre \$245 millions. A noter également que les nouvelles émissions, en chiffres nets, lancées en Suisse pour compte extérieur et les achats d'actions étrangères par des résidents ont, dans chaque cas, été moins importants qu'en 1968, marquant au total un recul de \$135 millions. Les sorties nettes de capitaux identifiés à long et à moyen terme ont été compensées pour près des deux tiers par les recettes nettes au titre des transactions non identifiées.

Suède. La balance générale des paiements de la Suède s'est fortement détériorée en 1969, le déficit de \$45 millions noté en 1968 s'étant aggravé à \$330 millions l'année dernière. Cette détérioration est imputable pour près de la moitié à la balance des mouvements de capitaux, qui a fait apparaître des sorties nettes de \$105 millions (alors que normalement on assistait à des entrées nettes) et, pour le reste, aux transactions invisibles.

L'aggravation des mouvements de capitaux en 1969 est due à l'entrée en jeu de deux facteurs: revirement du flux des investissements directs (entrées nettes

de \$60 millions en 1968 et sorties nettes de \$90 millions l'année dernière) lié à l'absorption de sociétés étrangères par des intérêts suédois; accroissement de \$35 millions des sorties de capitaux officiels en chiffres nets. L'évolution des mouvements de capitaux a été très contrastée d'un semestre à l'autre, puisque des sorties nettes de \$160 millions au premier ont fait place à des entrées nettes de \$50 millions au second. Les sorties ont été stimulées par la montée des taux d'intérêt à l'étranger et la situation en Allemagne; de plus, le changement de sens s'explique par l'adoption d'une politique restrictive sur le plan interne et par la solution apportée par les autorités allemandes au problème du deutsche mark.

L'évolution de la balance des paiements courants a été principalement marquée par le revirement de \$105 millions des transactions invisibles, un excédent de \$60 millions noté en 1968 ayant fait place à un déficit de \$45 millions l'année dernière. Les transferts unilatéraux, qui comprennent notamment l'aide aux pays en voie de développement, se sont accrus de \$45 millions et le déficit au titre du tourisme a progressé de \$35 millions, tandis que les recettes de fret maritime ont fléchi de \$25 millions. Si le déficit commercial (\$180 millions) a été à peu près le même qu'en 1968, les importations et les exportations se sont considérablement développées, avec des taux d'accroissement de 15 et 16% respectivement. En volume, les importations ont marqué une progression plus forte que les exportations, mais il faut également tenir compte de l'amélioration de 1% des termes de l'échange. Au premier trimestre de 1970, d'après les statistiques douanières, les importations ont progressé de 21%, et les exportations de 13%, de sorte que le déficit commercial s'est élevé à \$210 millions, dépassant ainsi le chiffre relevé pour l'année 1969 tout entière.

Danemark. Dans le courant de 1969, la balance des paiements du Danemark a été caractérisée par des fluctuations très prononcées: déficit considérable au cours des deux premiers trimestres, situation approximativement équilibrée au troisième et apparition d'un large excédent pendant les trois derniers mois de l'année. Le déficit du premier semestre avait principalement son origine dans les transactions courantes, en raison exclusivement d'un solde fortement débiteur des échanges commerciaux, tandis que les mouvements de capitaux sont responsables de l'excédent enregistré pendant le dernier trimestre. Pour l'ensemble de l'année, le déficit global s'est élargi; il est passé de \$10 millions en 1968 à \$75 millions l'année dernière, l'accroissement de \$135 millions du déficit des transactions courantes ayant été en partie compensé par une recrudescence des entrées nettes de capitaux.

Sur la base des données douanières, les ventes à l'étranger ont augmenté de 14,5% en 1969. Les exportations de produits industriels, qui représentent plus de 60% du total, ont progressé de 20%, tandis que les ventes de produits agricoles se sont

accrues de moins de 6%. Quant aux importations, leur valeur exprimée en couronnes danoises a augmenté de 18%, soit à une cadence presque double de celle de 1968.

L'excédent des transactions invisibles est pratiquement resté inchangé, à \$180 millions, par rapport à 1968; la progression des recettes de fret maritime et au titre du tourisme a été compensée par une augmentation des versements nets d'intérêts et de dividendes, ainsi que de l'aide accordée aux pays en voie de développement. Le déficit de la balance des paiements courants s'est élargi, passant de \$115 millions à \$250 millions.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux, les entrées nettes ont progressé de \$105 millions en 1968 à \$175 millions en 1969, et cet accroissement résulte de l'entrée en jeu de plusieurs facteurs. Les plus importants sont l'augmentation de \$80 millions à \$110 millions, en chiffres nets, des emprunts émis à l'étranger par les autorités danoises, et le fléchissement, de \$40 millions en 1968 à \$10 millions en 1969, des sorties nettes au titre des crédits commerciaux. Pendant le premier semestre, les résidents ont opéré des remboursements considérables de crédits commerciaux et les investissements directs étrangers se sont situés à un niveau très faible. Vers le milieu de l'année, les sorties de capitaux privés ont été enrayerées par suite du resserrement de la politique économique interne et, au dernier trimestre, lorsque la question du deutsche mark s'est trouvée réglée, les entrées nettes de capitaux ont progressé à \$105 millions au total, dont \$65 millions de crédits commerciaux contractés par les résidents et \$45 millions d'investissements directs.

Norvège. En 1969, et pour la première fois depuis 1962, la balance générale des paiements de la Norvège s'est soldée par un déficit, qui s'est élevé à \$55 millions. Cette détérioration a été due à d'importantes exportations de capitaux: les sorties nettes enregistrées à ce titre ont en effet atteint \$150 millions, et le solde favorable de la balance des opérations courantes n'a pas suffi à les compenser.

En raison du niveau élevé du loyer de l'argent à l'étranger et des perspectives de réévaluation du deutsche mark, les neuf premiers mois de l'année ont été marqués par des sorties nettes de capitaux s'élevant à \$225 millions. Les exportations de fonds à long terme ont atteint \$180 millions; elles comprenaient d'importants remboursements d'emprunts contractés à l'étranger par des compagnies de navigation et d'autres débiteurs; il convient d'ajouter à ce chiffre un montant de \$45 millions de sorties de capitaux à court terme. Pendant le dernier trimestre, toutefois, les mesures monétaires restrictives d'une part, et la réaction qui a suivi la réévaluation du deutsche mark d'autre part, ont déterminé des entrées nettes de \$20 millions pour les capitaux à long terme et de \$55 millions pour les fonds à court terme.

Le surplus de \$95 millions enregistré par la balance des opérations courantes, bien qu'inférieur à celui de 1968, s'explique en grande partie par une nouvelle amélioration sensible des transactions sur les navires. Les résultats étaient déjà en progrès dans ce secteur en 1968, le déficit s'étant réduit de \$310 millions à \$105 millions; en 1969, il a même dégagé un excédent de \$90 millions. Si les ventes de navires (bateaux d'occasion essentiellement) ont atteint \$325 millions, marquant un progrès de \$50 millions, les achats (bateaux neufs pour la plupart) se sont élevés à \$235 millions, en diminution de \$145 millions par rapport à 1968. Les autres postes de la balance commerciale, au contraire, ont vu leur position négative s'aggraver, passant de \$685 millions à \$865 millions. Les exportations ont enregistré un accroissement plus rapide qu'en 1968 (13% contre 9%) dû, pour près de moitié, aux ventes de produits métallurgiques, mais les importations, poussées par la forte expansion de l'investissement et de la consommation internes, ont progressé à un taux de 17%, contre 4% seulement en 1968. Les achats de matériel de transport, de machines et d'appareillages divers ont contribué, à raison de 40% environ, à cette augmentation, provoquée également par la recrudescence des achats à l'étranger effectués en prévision de l'entrée en vigueur, à la fin de l'année, de la taxe à la valeur ajoutée.

Le surplus des transactions invisibles s'est contracté, l'an dernier, de \$940 millions à \$870 millions. Les revenus nets des transports maritimes ont fléchi de \$75 millions, d'une part en raison de la baisse des taux de fret et, d'autre part, à cause de la réduction de la flotte marchande, diminution qui s'est traduite par un solde excédentaire des achats et ventes de navires. Ce surplus a disparu au premier trimestre de 1970. Le solde débiteur des échanges commerciaux (navires non compris) ayant atteint \$235 millions, contre \$155 millions un an auparavant, la balance des paiements courants, en dépit d'une légère amélioration des recettes invisibles, est passée d'un excédent de \$85 millions à un déficit de \$15 millions. Cette détérioration a été entièrement compensée par un changement de sens du solde des mouvements de capitaux, des sorties nettes ayant fait place à des entrées nettes.

Islande. En 1969, les résultats de la balance des paiements de l'Islande ont très clairement montré que la dévaluation de novembre 1968 avait eu des effets favorables. Les exportations, qui avaient fléchi de 31% en 1967, puis de 15% en 1968, ont accusé une progression de 21%. Quant aux importations, qui avaient déjà diminué de 13% en 1968, elles se sont encore réduites de 15%. En conséquence, le déficit des échanges commerciaux a été ramené de \$50 millions à \$10 millions. L'accroissement des exportations a résulté d'une progression de \$10 millions des ventes des produits de la pêche, qui se sont élevées à \$80 millions, et du

démarrage des livraisons d'aluminium, qui ont atteint \$7 millions. Du côté des importations, les achats de biens d'équipement ont enregistré un fléchissement sensible.

Grâce à la forte amélioration de la balance commerciale et à un léger progrès des recettes invisibles nettes, le déficit des paiements courants a reculé de \$50 millions à \$5 millions. Ce mouvement a été en partie compensé par une chute des importations nettes de capitaux, de \$40 millions à \$20 millions. Le montant net des emprunts publics contractés à l'étranger a été inférieur de \$10 millions au niveau de 1968; de plus, l'achèvement de la première phase de construction de l'usine de traitement de l'aluminium a déterminé une réduction de \$5 millions des investissements directs. La balance générale des paiements est passée en conséquence d'un déficit de \$10 millions à un excédent de \$15 millions.

Finlande. Comme il fallait s'y attendre, la balance des paiements de la Finlande n'a plus été aussi favorable en 1969 qu'immédiatement après la dévaluation de 1967. La balance générale s'est cependant soldée par un surplus de \$50 millions malgré une forte progression des importations, une certaine réduction des entrées de capitaux à long terme et un renversement très marqué des mouvements de capitaux à court terme.

La balance commerciale a été déficitaire en 1969 de \$50 millions, ce qui représente une détérioration de \$75 millions par rapport à l'année précédente. Les exportations ont augmenté de 21,5% mais, en raison d'une vive recrudescence de la consommation et de l'investissement, les importations ont progressé encore plus rapidement, à un rythme de 26,5%, alors qu'en 1968 elles avaient fléchi de 5%. La valeur unitaire des exportations et des importations ayant enregistré des hausses sensibles (6 et 8% respectivement), le volume des ventes à l'étranger s'est donc accru de 15% et celui des achats de 19%. Le bois et les produits de l'industrie papetière sont intervenus à raison de 43% dans la progression en valeur des exportations, tandis que la part des produits des industries métallurgique et mécanique a été de 30%. En ce qui concerne les importations, les biens d'équipement ont représenté 40% et les biens intermédiaires 37% de l'accroissement enregistré l'an dernier. Les importations et les exportations ayant continué de s'accroître d'environ 20% au premier trimestre de 1970, le déficit commercial s'est élevé à \$55 millions, soit exactement le même chiffre qu'une année auparavant.

Les recettes invisibles nettes ont progressé de \$25 millions en 1969, pour atteindre \$65 millions, de sorte que la balance des paiements courants a encore accusé un léger excédent de \$15 millions. Le surplus du poste « Transports » s'est accru de \$10 millions, et l'annulation de la dette de guerre de \$20 millions de la Finlande à l'égard de la Suède a donné lieu à une amélioration correspondante de la balance des transferts sans contrepartie.

Les entrées de capitaux étrangers à long terme ont atteint \$65 millions, soit \$30 millions de moins qu'en 1968. Le changement de sens du solde des mouvements de capitaux à court terme a été beaucoup plus important, puisqu'une entrée de \$80 millions en 1968 a fait place à une sortie nette de \$30 millions. Comme dans nombre d'autres pays d'Europe, et pour les mêmes raisons, d'importantes sorties de fonds à court terme se sont produites pendant les deuxième et troisième trimestres de l'année, mais elles ont été compensées en partie par des entrées au cours du dernier trimestre.

Portugal. Ainsi qu'il ressort des données relatives aux mouvements monétaires, le surplus de la balance générale des paiements du Portugal (y compris la balance des territoires portugais d'outre-mer à l'égard des pays situés hors de la zone escudo) a fléchi de \$140 millions en 1968 à \$85 millions en 1969. En ce qui concerne la zone métropolitaine prise isolément, les entrées nettes de capitaux privés à moyen et long terme, qui avaient suivi ces dernières années une courbe descendante, sont tombées de \$70 millions à zéro. Les crédits financiers obtenus de l'étranger ont été moins importants et les remboursements plus élevés qu'en 1968, de sorte que ce poste a enregistré un fléchissement net de \$20 millions au lieu d'un accroissement net de \$25 millions en 1968. Le solde des crédits de fournisseurs a également changé de sens à concurrence de \$20 millions, une augmentation ayant fait place à une diminution.

L'excédent des paiements courants à l'égard de l'étranger s'est amélioré modérément, passant de \$45 millions à \$60 millions. Les envois de fonds des travailleurs émigrés ont progressé d'un montant remarquable (\$130 millions), compensant et au-delà un fléchissement de \$45 millions des recettes touristiques et une aggravation de \$70 millions du déficit de la balance commerciale, qui est passé de \$305 millions en 1968 à \$375 millions l'an dernier. Sur la base des statistiques douanières, les importations, qui n'avaient pratiquement pas augmenté en 1968, ont enregistré en 1969 une progression de 20%, imputable en majeure partie à des achats plus importants de métaux, de machines et de matériel de transport. D'autre part, les achats de produits agricoles — destinés à compenser l'insuffisance des récoltes — se sont sensiblement accrus. Le taux de croissance des exportations s'est également accéléré, moins fortement toutefois, passant de 7 à 12%.

Espagne. En 1969, la balance des paiements de l'Espagne est redevenue déficitaire. Le solde des échanges commerciaux s'est détérioré et les entrées nettes de capitaux à long terme ont été plus faibles qu'en 1968. Cette évolution défavorable a été compensée en partie par un nouvel accroissement des recettes invisibles;

par suite de ces divers mouvements, la balance de base est passée d'un excédent de \$225 millions à un déficit de \$65 millions. Si l'on ajoute des sorties nettes de capitaux à court terme d'un montant de \$155 millions, on constate que la balance générale des paiements fait apparaître un déficit de \$220 millions.

Le solde débiteur des paiements courants a été de \$500 millions, dépassant ainsi de quelque \$200 millions celui de 1968; en effet, la détérioration de \$375 millions de la balance commerciale n'a été compensée que pour moitié environ par une amélioration au titre des services, due en particulier à l'accroissement des recettes touristiques et des envois de fonds des travailleurs émigrés, qui ont progressé respectivement de \$140 millions et de \$105 millions. L'aggravation du déficit des échanges commerciaux reflète surtout l'incidence, sur les importations, de la reprise marquée de la demande intérieure. Il convient toutefois d'ajouter que des rumeurs concernant une éventuelle dévaluation ont donné naissance, en octobre et en novembre, à des décalages dans les paiements commerciaux dans un sens défavorable pour l'Espagne, à la suite de quoi un régime de dépôt à l'importation a été mis en vigueur en décembre. En 1969, les importations, calculées sur la base des statistiques douanières, ont augmenté de 20% en valeur, contre 1% seulement l'année précédente. Les achats de matières premières et de produits semi-ouvrés ont progressé de 28 et de 38% respectivement, et ceux de biens d'équipement de 17%. Les importations de denrées alimentaires et de produits agricoles, qui avaient fléchi de 12% en 1968, se sont accrues l'an dernier de 13%. En même temps, le rythme d'expansion des exportations s'est également accéléré, pour atteindre presque 20%. Ce dernier résultat est imputable, à concurrence d'un peu moins de la moitié, à l'amélioration des échanges avec les pays de la C.E.E. et, pour la majeure partie du reste, aux progrès des transactions commerciales avec les pays situés hors d'Europe et d'Amérique du Nord. Les ventes à l'Amérique du Nord ont été un peu inférieures à celles de 1968. Durant le premier trimestre de 1970, la progression des exportations s'est ralentie, passant à 16,5%, tandis que celle des importations s'accélérait, atteignant 23,5%; le déficit des échanges commerciaux s'est établi à \$600 millions, contre \$450 millions pour le trimestre correspondant de 1969.

Le fléchissement des entrées de capitaux à long terme, qui ont régressé de \$530 millions en 1968 à \$430 millions en 1969, a porté essentiellement sur le secteur public, dont les emprunts nets à l'étranger ont été ramenés de \$130 millions à \$25 millions. Par conséquent, les entrées nettes de capitaux privés ont été du même ordre qu'en 1968, les recettes nettes provenant des investissements directs et immobiliers s'étant inscrites en progrès et celles des investissements de portefeuille et des emprunts à l'étranger ayant accusé un recul.

IV. OR, RÉSERVES MONÉTAIRES ET CHANGES.

Or: production, marchés et réserves.

Pour la quatrième année de suite, la production mondiale d'or n'a marqué que peu de changement en 1969. L'extraction de métal jaune aux Etats-Unis, entravée durant les deux années précédentes par les grèves qui avaient affecté les mines de cuivre, a amorcé un redressement l'an dernier, pour s'inscrire en augmentation de 255.000 onces et celle de l'Afrique du Sud a légèrement progressé d'environ 110.000 onces. Ces gains ont toutefois été pratiquement annulés par le fléchissement continu de la production d'or au Canada et en Australie.

Production mondiale d'or.

Pays	1929	1940	1946	1953	1965	1966	1967	1968	1969
	poids, en milliers d'onces de fin								
Afrique du Sud . . .	10.412	14.048	11.927	11.941	30.540	30.869	30.535	31.169	31.276
Canada	1.928	5.333	2.849	4.056	3.606	3.319	2.986	2.688	2.434
Etats-Unis	2.059	4.870	1.575	1.958	1.705	1.803	1.584	1.478	1.733
Ghana	208	886	586	731	782	684	767	727	707
Australie	427	1.644	824	1.075	878	917	605	786	700
Philippines	163	1.121	1	481	437	454	491	527	540
Japon	298	405	43	228	265	254	253	238	253
Colombie	137	632	437	437	319	281	258	240	219
Mexique	655	893	420	483	216	214	165	177	181
Total	18.287	29.820	18.662	21.390	38.748	38.795	37.844	38.030	38.043
Autres pays ¹ . . .	2.053	7.640	2.768	2.870	2.392	2.405	2.316	2.440	2.437
Evaluation de la production mondiale ²	18.340	37.460	21.430	24.260	41.140	41.200	40.160	40.470	40.480
Valeur de la production mondiale sur la base de \$35 l'once de fin (estimations)	en millions de dollars E.U.								
	640 ²	1.310	750	850	1.440	1.440	1.405	1.415	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.

En Afrique du Sud, l'extraction a continué de suivre, en 1969, des tendances nettement divergentes dans les zones d'exploitation ancienne et dans les mines plus récentes. Dans ces dernières, la production s'est accrue de 530.000 onces pour atteindre 26,9 millions d'onces, tandis que les autres exploitations sud-africaines ont enregistré un nouveau recul de 420.000 onces, qui a ramené le total de

l'or extrait à 4,4 millions d'onces. En raison de la prime non négligeable du cours de l'or au marché libre par rapport à son prix officiel, et des importantes quantités que les autorités d'Afrique du Sud ont été en mesure d'écouler à ce cours, l'année 1969 a été très favorable pour les mines d'or de ce pays. Les recettes moyennes par once d'or sont passées de \$35,4 en 1968 à \$37,1 et, malgré une baisse modérée de la teneur en or des minerais extraits et une faible hausse du prix de revient à la tonne du minerai broyé, les bénéfices par once de métal se sont relevés de \$13,3 à \$14 (non compris les profits retirés de l'extraction d'uranium). En incluant les primes provenant des ventes spéciales non comptées dans les chiffres ci-dessus, le montant total des bénéfices a progressé de \$410 millions à \$457 millions.

La valeur de l'or extrait dans les pays occidentaux en 1969, calculée au prix de \$35 l'once de fin, s'est établie à \$1.415 millions. On constate à nouveau, comme on a pu le faire chaque année depuis 1965, qu'aucune vente d'or russe n'a été enregistrée.

En ce qui concerne l'écoulement de l'or nouvellement extrait, le fait saillant de l'année 1969 a été la très forte augmentation, par rapport aux neuf derniers mois de 1968, de la proportion vendue au marché libre. Depuis la suspension, en mars 1968, des arrangements du pool de l'or, les variations des apports de métal jaune au marché ont été commandées essentiellement par le volume de l'offre sud-africaine dont l'importance, étant donné la stabilité de la production en Afrique du Sud, est elle-même fonction de la situation des paiements de ce pays et du montant de ses ventes aux détenteurs officiels. Pendant les neuf mois qui suivirent la suspension des opérations du pool de l'or, l'Afrique du Sud avait renforcé ses réserves à concurrence de \$500 millions, ce qui représenté environ 60% de sa production courante. Du fait surtout de la détérioration de sa balance des paiements, elle a vendu, en 1969, outre la totalité de cette production, \$130 millions prélevés sur ses réserves officielles. En conséquence, et malgré la persistance des achats officiels à l'Afrique du Sud, le montant total des apports d'or nouveau au marché, qui avait atteint \$390 millions pendant les neuf derniers mois de 1968, a progressé, d'après les estimations, à \$1.305 millions en 1969, passant ainsi de 37 à 92% de la production mondiale courante. On estime qu'en 1966, dernière année complète avant la période de la crise de l'or de 1967-68, l'absorption de métal à des fins non monétaires a représenté la contre-valeur de \$1.410 millions. Bien que l'on ne dispose pas de chiffres précis sur la consommation d'or à usage industriel ou artistique, on peut penser, d'après le montant des ventes d'or nouveau sur le marché en 1969, que les détenteurs privés ont quelque peu renforcé leurs stocks au cours de l'année.

Estimations des utilisations de l'or.

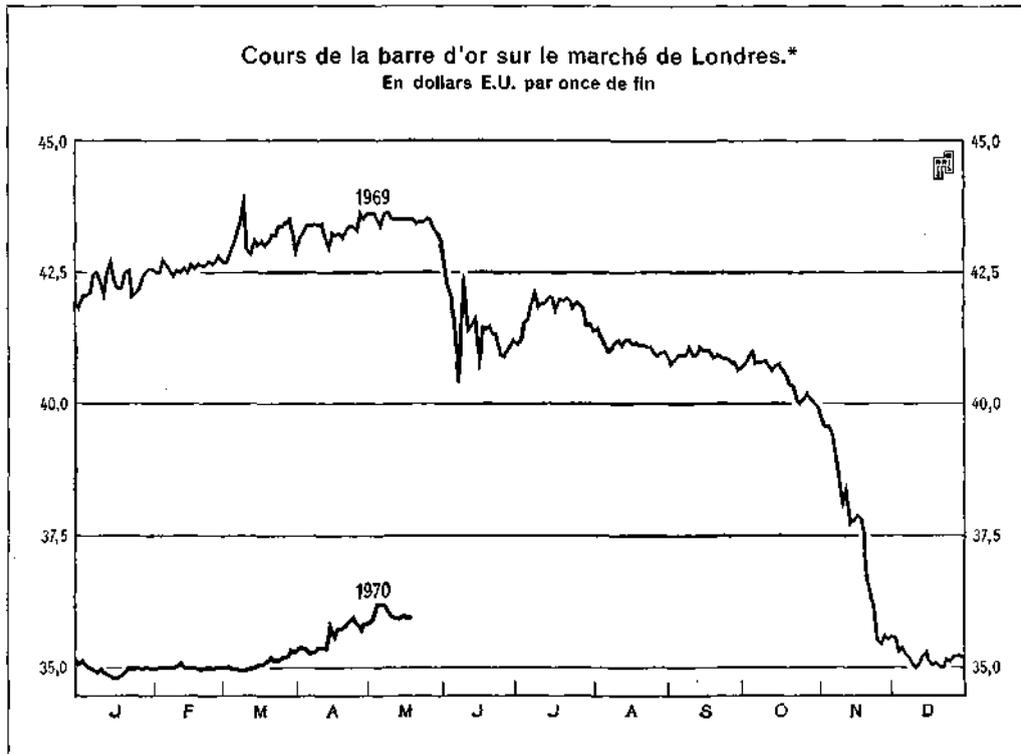
Postes	1968	1969		1969		Année entière
	(avril à décembre)	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
	en millions de dollars E.U.					
Variations des réserves sud-africaines	500	125	- 105	- 170	20	- 130
Variations des réserves officielles des pays occidentaux autres que l'Afrique du Sud	170	20	25	105	90	240
Montant vendu au marché libre* . .	390	200	430	430	245	1.305
Total (= production d'or) . .	1.060	345	350	365	355	1.415

* Chiffres résiduels.

En 1969, \$240 millions d'or nouvellement extrait sont allés renforcer les réserves officielles des pays occidentaux autres que l'Afrique du Sud. Ce chiffre comprenait un remboursement au F.M.I. de \$50 millions en or sur un tirage effectué par l'Afrique du Sud, en avril 1969, et la conversion en or, auprès de la Banque de Réserve de ce pays, de \$110 millions de monnaie sud-africaine tirée sur le Fonds par d'autres pays.

En ce qui concerne l'évolution des cours sur le marché libre de l'or, l'année 1969 a commencé dans la fièvre et s'est terminée dans le calme. Dans les premiers mois, l'or cotait environ \$42 l'once à la séance officielle du marché des métaux précieux de Londres, et le mouvement de hausse se poursuivit jusqu'à fin avril, où le cours atteignit \$43,6. Du côté de la demande, l'incertitude qui planait sur l'avenir de certaines monnaies, notamment du franc français, a sensiblement pesé sur la situation; la menace d'une reprise de l'agitation sociale en France fit effectivement monter la cote, au cours d'une séance du mois de mars, jusqu'à un maximum de \$43,8, et la situation qui s'était créée à la suite de la démission du Général de Gaulle explique, en grande partie, la fermeté du cours du métal jaune à fin avril. Du côté de l'offre, si l'on considère en bloc les quatre premiers mois de 1969, la situation a été caractérisée essentiellement par le niveau, toujours relativement bas, des ventes sud-africaines.

A partir de mai, les ventes de métal de l'Afrique du Sud (effectuées pour la plupart, mais non en totalité, sur le marché) ont commencé à dépasser la production courante. Malgré le niveau constamment élevé de la demande pour compte privé, émanant en partie des négociants en or, il en est immédiatement résulté une certaine détente des cours, les autorités monétaires s'abstenant toujours de se porter acheteur. Cette recrudescence des ventes sud-africaines a aussi contribué indirectement à une brusque chute de la cote au début de juin, quand la demande a commencé à faiblir en raison des perspectives de cessions encore plus importantes



* Chiffres quotidiens de la séance officielle de l'après-midi.

d'or par l'Afrique du Sud, du retour à une situation politique plus stable en France et du niveau très élevé des taux d'intérêt servis sur le marché de l'Euro-dollar.

Après cette baisse, dont le creux a été touché au début de juin avec \$40,6, le cours du marché libre se redressa, pour atteindre \$42 aux alentours de la mi-juillet. Puis, vers la fin de ce mois, l'annonce que le Groupe des Dix était parvenu à un accord sur la création des D.T.S. détermina un nouveau tassement de la cote. Au début d'août, l'or se traitait à \$41 l'once; il se maintint à proximité de ce niveau jusqu'au milieu d'octobre, accusant ensuite un recul accentué, pour atteindre son niveau le plus bas vers la mi-janvier 1970, avec \$34,75.

L'affaiblissement marqué du marché du métal jaune pendant le quatrième trimestre n'a pas été dû aux ventes régulières de l'Afrique du Sud. Au contraire, le montant de l'or nouveau écoulé au cours des trois derniers mois de 1969 a représenté moins de 60% des quantités offertes, tant au second trimestre qu'au troisième. La réduction sensible de la demande nette résulte plutôt de la conjonction d'un ensemble de facteurs: ratification et perspective de mise en vigueur du plan de création des D.T.S., changements de parité en France et en Allemagne fédérale, amélioration de la situation de la livre sterling et persistance de taux d'intérêt élevés sur le marché de l'Euro-dollar.

A la fin de l'année, un accord est intervenu au sujet de la politique du F.M.I. en matière d'achats d'or à l'Afrique du Sud. Aux termes de cet accord, le Fonds s'engage à acquérir auprès de ce pays, au prix de \$35 l'once (moins une commission de manutention): 1) l'or provenant de la production normale, à concurrence de tout montant requis pour satisfaire les besoins courants en devises de l'Afrique du Sud, si le cours du métal jaune sur le marché libre tombe à un niveau égal ou inférieur à \$35 l'once; 2) quel que soit le cours du marché libre, l'or nécessaire pour couvrir les besoins en devises de l'Afrique du Sud dans la mesure où ceux-ci dépassent, pendant une période de six mois, le montant correspondant au produit de la vente de toute la production courante; 3) à concurrence d'un montant de \$35 millions par trimestre, l'or détenu par l'Afrique du Sud à la date du 17 mars 1968, déduction faite du métal cédé depuis cette date à des autorités monétaires.

Pour leur part, les autorités sud-africaines se sont engagées à vendre la production courante d'or «de façon ordonnée» sur le marché, jusqu'à satisfaction complète de leurs besoins pour faire face au règlement de leurs paiements courants. A ce propos, elles ont déclaré qu'elles «n'envisagent pas de recourir à des emprunts étrangers de façon inhabituelle ou non conforme à la tradition, ni de procéder à d'autres transactions spéciales» pouvant avoir une incidence sur les quantités d'or nouvellement extrait que l'Afrique du Sud peut être amenée à vendre pour équilibrer ses paiements courants. En outre, ces autorités monétaires ont «l'intention, en pratique, d'offrir normalement au Fonds Monétaire» l'or qu'elles seront amenées à céder en dehors du marché.

En résumé, par ces arrangements, un plancher de \$35 l'once de fin (moins la commission de $\frac{1}{4}\%$ prélevée par le Fonds) a été effectivement fixé au prix perçu par l'Afrique du Sud pour ses ventes d'or, mais non pour le cours de l'or sur le marché. En fait, ce cours est tombé de 25 cents au-dessous du prix de \$35 l'once pendant quelques jours en janvier 1970. De la fin janvier à la mi-mars, la cote s'est tenue aux environs de la parité officielle, puis s'est avancée à \$36,2 l'once au début de mai. Pendant les trois premiers mois de 1970, le Fonds a acheté à l'Afrique du Sud environ \$285 millions de métal jaune, soit à peu près la production du trimestre. Etant donné que ses réserves métalliques ont fléchi de \$115 millions pendant ces trois mois, l'Afrique du Sud doit avoir vendu sur le marché une quantité additionnelle d'or correspondant approximativement à ce montant.

Après s'être contractées de \$2.325 millions pendant les trois années précédentes, les réserves officielles d'or des pays occidentaux ont légèrement progressé (de \$110 millions) en 1969, pour s'établir à \$41.015 millions. Cette faible variation

globale recouvre des mouvements assez amples dans les encaisses métalliques de certains pays.

L'accroissement le plus marqué a été enregistré par les Etats-Unis dont le stock d'or, après avoir fortement baissé en 1967 et en 1968, s'est renforcé de \$970 millions pour atteindre \$11.860 millions. Cette progression résulte, d'une part, d'achats d'un montant total de \$1.170 millions (dont \$500 millions à l'Allemagne fédérale, \$325 millions à la France et \$200 millions à la B.R.I.) et d'autre part, de ventes d'un montant de \$200 millions.

En dehors des Etats-Unis, les réserves métalliques de certains pays ont enregistré des gains peu importants en valeur absolue, mais assez considérables, dans certains cas, par rapport au total de leur stock d'or. Par exemple, les réserves du Japon ont été portées à \$415 millions, en augmentation de \$60 millions, celles

Encaisses-or dans le monde.

Pays ou zones	Variations en			Montants disponibles à fin 1969
	1967	1968	1969	
	en millions de dollars E.U.			
Etats-Unis	- 1.170	- 1.175	+ 970	11.860
Royaume-Uni	- 650	+ 185	- 5	1.470
Autres pays d'Europe occidentale	+ 150	- 660	- 755	19.670
<i>dont:</i>				
<i>Allemagne fédérale</i>	- 65	+ 310	- 460	4.080
<i>Belgique</i>	- 45	+ 45	- 5	1.520
<i>Danemark</i>	-	+ 10	- 25	90
<i>France</i>	- 5	- 1.355	- 330	3.545
<i>Irlande</i>	-	+ 55	- 40	40
<i>Italie</i>	- 15	+ 525	+ 35	2.955
<i>Pays-Bas</i>	- 20	- 15	+ 25	1.720
<i>Portugal</i>	+ 55	+ 155	+ 20	875
<i>Suède</i>	-	+ 20	-	225
<i>Suisse</i>	+ 250	- 465	+ 20	2.640
<i>Autres</i>	- 5	+ 55	+ 5	1.980
Canada	- 30	- 150	+ 10	870
Japon	+ 10	+ 20	+ 60	415
Amérique latine	+ 20	+ 35	+ 55	1.090
Moyen-Orient	+ 95	+ 270	- 35	1.055
Autres pays d'Asie	+ 60	+ 40	- 20	730
Autres pays d'Afrique	+ 95	+ 740	- 90	1.535
<i>dont:</i>				
<i>Afrique du Sud</i>	- 55	+ 660	- 130	1.115
Autres pays	+ 20	+ 125	+ 5	435
Total, tous pays	- 1.400	- 570	+ 195	39.130
Organismes internationaux	- 180	- 130	- 85	1.885
<i>dont:</i>				
<i>B.R.I.</i>	- 200	+ 275	- 130	- 480
<i>Fonds Européen</i>	- 10	- 10	+ 25	55
<i>F.M.I.</i>	+ 30	- 395	+ 20	2.310
Total général	- 1.580	- 700	+ 110	41.015

de la République démocratique du Congo à \$55 millions (+\$42 millions) et celles de l'Argentine à \$135 millions (+\$25 millions).

Les pays dont l'encaisse-or nationale a le plus fortement fléchi ont été l'Allemagne fédérale, la France et l'Afrique du Sud. Les réserves métalliques de l'Allemagne fédérale ont diminué de \$460 millions, pour atteindre \$4.080 millions, tandis que celles de la France se sont contractées de \$330 millions, pour s'établir à \$3.545 millions, niveau inférieur de près de \$1.700 millions au maximum de 1966-67. Une réduction de \$130 millions du stock officiel de l'Afrique du Sud, qui a été ramené à \$1.115 millions, a succédé à une expansion de \$660 millions en 1968. Contrairement à ces trois pays dans lesquels les pertes d'or ont été liées à l'évolution de la balance des paiements, l'Irlande et le Koweït ont réduit leur encaisse métallique officielle dans des proportions relativement fortes en même temps qu'ils renforçaient leurs réserves monétaires globales, ce qui dénote une certaine désaffection pour l'or. Les réserves officielles de l'Irlande ont augmenté de \$145 millions, tandis que son stock de métal diminuait de moitié, pour se retrouver à \$40 millions, et Koweït a amputé ses avoirs en or de \$35 millions, les ramenant à \$85 millions, tandis que le total de ses réserves monétaires progressait légèrement, passant à \$180 millions.

Pour ce qui est des organismes internationaux, la position-or négative au comptant de la B.R.I. s'est élargie de \$130 millions en 1969, pour s'établir à \$480 millions. Elle a été réduite de \$65 millions au cours du premier trimestre, à l'occasion du renversement des opérations de fin d'année, et s'est accrue de \$195 millions au dernier trimestre, lorsque la Banque a vendu \$200 millions de métal jaune au Trésor des Etats-Unis. Le stock d'or du F.M.I., malgré des ventes d'un montant de \$150 millions effectuées à des pays membres à l'occasion de tirages opérés par la France et par le Royaume-Uni, a enregistré un léger accroissement net (\$20 millions).

D'après des indications préliminaires, les réserves mondiales d'or auraient progressé de \$205 millions pendant le premier trimestre de 1970. On évalue à \$20 millions l'accroissement des encaisses métalliques des pays et à \$185 millions celui des avoirs des organismes internationaux. Le stock d'or du F.M.I. s'est renforcé de \$200 millions, des achats effectués à l'Afrique du Sud, pour un montant de \$285 millions, ayant été partiellement compensés par des ventes d'un montant total de \$100 millions à douze autres pays membres. Parmi les variations des encaisses de chaque pays pendant le trimestre, il convient de signaler des réductions de \$115 millions et de \$40 millions respectivement dans les réserves de l'Afrique du Sud et de l'Irak, et des augmentations de \$55 millions et de \$45 millions dans celles du Japon et des Etats-Unis.

Réserves globales.

Après s'être renforcées respectivement de \$1,7 milliard et de \$2,9 milliards en 1967 et en 1968, les réserves globales des pays (avoirs officiels en or et en devises augmentés des positions créditrices envers le F.M.I. telles qu'elles sont déclarées par cet organisme) n'ont enregistré en 1969 qu'une très faible progression de \$0,1 milliard. On constate en même temps une différence sensible dans l'évolution des diverses composantes. Les encaisses-or de tous les pays réunis, qui avaient fléchi tant en 1967 qu'en 1968 en raison des ventes du pool de l'or au marché (partiellement compensées en 1968 par le renforcement de l'encaisse officielle de l'Afrique du Sud) ont gagné \$0,2 milliard en 1969. Fait encore plus frappant, le total des réserves de devises, qui avait fortement augmenté au cours des deux années précédentes, a accusé un léger fléchissement de \$0,3 milliard.

Variations des réserves monétaires globales (1967-69).

Zones et périodes	Encaisses-or	Avoirs en devises	Positions envers le F.M.I.	Total
	en millions de dollars E.U.			
Ensemble des pays				
1967	- 1.400	+ 3.650	- 585	+ 1.665
1968	- 570	+ 2.725	+ 740	+ 2.895
1969	+ 195	- 290	+ 240	+ 145
Groupe des Dix				
1967	- 1.740	+ 3.080	- 480	+ 860
1968	- 2.060	+ 2.080	+ 465	+ 485
1969	+ 310	- 1.585	+ 135	- 1.140
Autres pays développés				
1967	-	+ 100	- 125	- 25
1968	+ 965	+ 135	+ 180	+ 1.280
1969	- 160	+ 75	+ 85	-
Pays en voie de développement				
1967	+ 340	+ 470	+ 20	+ 830
1968	+ 525	+ 510	+ 95	+ 1.130
1969	+ 45	+ 1.220	+ 20	+ 1.285
Groupe des Dix (à l'exclusion des Etats-Unis et du Royaume-Uni)				
1967	+ 80	+ 1.810	- 575	+ 1.315
1968	- 1.070	+ 1.350	- 405	- 125
1969	- 655	- 950	- 900	- 2.505
Etats-Unis				
1967	- 1.170	+ 1.025	+ 95	- 50
1968	- 1.175	+ 1.185	+ 870	+ 880
1969	+ 970	- 745	+ 1.035	+ 1.260
Royaume-Uni				
1967	- 650	+ 245	-	- 405
1968	+ 185	- 455	-	- 270
1969	- 5	+ 110	-	+ 105

Une analyse par groupe de pays montre que l'accroissement très modeste des réserves globales en 1969 a été dû entièrement aux événements qui se sont déroulés dans les zones développées du globe. En fait, les réserves des pays en voie de développement se sont accrues légèrement plus qu'en 1968 – de \$1,3 milliard contre \$1,1 milliard – bien que ces progrès aient été presque entièrement réalisés par les avoirs en devises, contrairement à ce qui s'était passé en 1968.

Dans les zones développées, le groupe des «Autres pays développés», dont les réserves avaient augmenté de \$1,3 milliard en 1968, n'a enregistré aucun gain en 1969 en raison, essentiellement, du revirement de la situation des paiements de l'Afrique du Sud qui, précédemment excédentaire, s'est soldée l'an dernier par un déficit.

C'est dans le Groupe des Dix que l'évolution des réserves présente les contrastes les plus accusés entre 1968 et 1969. Les encaisses-or de ces pays, après avoir marqué un recul d'un peu plus de \$2 milliards en 1968, se sont renforcées de \$0,3 milliard l'an dernier. Quant à leurs réserves de change qui, en 1968, avaient progressé d'un montant juste suffisant pour compenser les pertes d'or, elles se sont contractées de \$1,6 milliard en 1969. Les avoirs officiels en devises des Etats-Unis ont fléchi de \$0,7 milliard, ceux du Royaume-Uni ont enregistré un modeste accroissement de \$0,1 milliard, et ceux des autres pays du Groupe une réduction de \$1 milliard. L'Allemagne fédérale a perdu, à elle seule, \$1,1 milliard de réserves de change, et les diminutions moins marquées enregistrées au Canada et en Italie ont été largement compensées par les gains réalisés en Belgique et au Japon.

Le ralentissement fortement accentué de la progression des réserves globales en 1969, par rapport à l'année précédente, tient en partie à ce que les positions créditrices envers le F.M.I. n'ont augmenté que de \$0,2 milliard, contre \$0,7 milliard en 1968. Cette évolution n'a pas résulté d'une réduction notable de l'utilisation nette des ressources du Fonds par les pays membres, mais plutôt du fait qu'une large part des tirages nets opérés en 1969 ont été effectués par trois pays européens – Allemagne fédérale, Belgique et Danemark; ces derniers ont tiré sur leur position créditrice à l'égard du Fonds et non sur leur tranche de crédit, de sorte que leurs prélèvements n'ont donné lieu à aucun renforcement de l'ensemble des positions créditrices sur le Fonds, mais uniquement à un transfert de ces positions, des pays auteurs des tirages à ceux dont la monnaie a été utilisée à cette occasion.

Le fait qu'en 1969, les réserves globales n'ont progressé que d'un montant infime est dû principalement au léger fléchissement intervenu pendant l'année dans l'ensemble des avoirs en devises. Ce mouvement s'explique lui-même par le revirement très prononcé accusé par les transactions spéciales entre autorités monétaires, opérations qui avaient été à l'origine des importantes

Analyse des variations des réserves globales.

Postes	1967	1968	1969
	en millions de dollars E. U.		
Variation des réserves globales	+ 1.665	+ 2.895	+ 145
Or	-- 1.400	-- 570	+ 195
Positions de réserve envers le F. M. I. provenant	-- 585	+ 740	+ 240
- de souscriptions en or	+ 35	+ 50	+ 30
- de tirages d'Etats membres à l'intérieur des tranches de crédit	-- 620	+ 690	+ 210
Avoirs en devises provenant de transactions spéciales:	+ 5.030	+ 4.170	-- 2.590
Valeurs non négociables du Trésor des Etats-Unis	+ 420	+ 1.850	-- 450
Facilités de banque centrale à banque centrale (estimations)	+ 4.120	+ 2.320	-- 2.140
Portefeuille de valeurs américaines du Trésor britannique	+ 490	--	--
Autres avoires en devises (poste résiduel)	-- 1.380	-- 1.445	+ 2.300

augmentations de réserves de change survenues en 1967 et en 1968. En effet, on peut évaluer à \$2,1 milliards l'«annulation» d'avoires en devises qui a résulté, en 1969, du remboursement des crédits accordés au titre des facilités entre banques centrales. Il convient de rappeler à ce propos que chaque fois que les Etats-Unis accordent leur assistance financière à un autre pays ou sont remboursés d'un concours antérieur, cette opération donne lieu à un double enregistrement dans les statistiques des réserves, pour tenir compte d'une part des dollars reçus ou remboursés par l'emprunteur et, d'autre part, des variations correspondantes dans les avoires officiels des Etats-Unis.

Le défaut de croissance notable des réserves globales, en 1969, a donc coïncidé avec un développement des encaisses-or et des avoires en devises plus normal qu'au cours des années antérieures et, dans ce sens, il est permis de parler d'une amélioration. Mais, en même temps, était soulignée l'absence de mécanisme assurant de façon quasi automatique une croissance régulière des réserves globales. Les Droits de Tirage Spéciaux mis en vigueur le 1er janvier 1970 ont précisément pour objet de contribuer à combler cette lacune.

Mise en vigueur des Droits de Tirage Spéciaux.

Si la création des Droits de Tirage Spéciaux a exercé des répercussions moins directes sur la situation monétaire internationale que les modifications, esquissées au Chapitre I, de la position extérieure de plusieurs grands pays, elle

constitue probablement, pour l'avenir, l'orientation la plus importante imprimée au système monétaire depuis Bretton Woods. L'amendement aux statuts du F.M.I., portant création des D.T.S., est entré en vigueur le 28 juillet 1969 après que la majorité requise des trois cinquièmes des membres du Fonds, disposant des quatre cinquièmes du nombre total des droits de vote, l'eut accepté. A l'Assemblée générale annuelle du Fonds, en octobre 1969, il fut décidé de lancer une première tranche de ces facilités pour un montant total de \$9,5 milliards répartis sur trois années (1970-72), à savoir \$3,5 milliards en 1970 et \$3 milliards pendant chacune des deux années suivantes. En fait, près de \$3,4 milliards de D.T.S. furent attribués à 104 membres du Fonds le 1er janvier 1970.

La décision de mettre en œuvre le système des D.T.S. a reflété le sentiment général qu'un renforcement des moyens internationaux de règlement s'imposait. Deux considérations furent surtout avancées pour appuyer cette conviction: en premier lieu, les pays ont eu, ces dernières années, de plus en plus tendance à limiter les transactions internationales et, notamment, mais pas exclusivement, dans le domaine des mouvements de capitaux; en outre, on a assisté à un recours croissant aux facilités internationales de crédit pour financer les déséquilibres des balances des paiements et pour assurer une progression régulière des réserves.

Il était stipulé, dans le plan de création des D.T.S., en plus de la reconnaissance de la nécessité de pallier la pénurie mondiale de liquidités additionnelles, que la décision de mise en œuvre des nouvelles facilités devrait veiller tout spécialement à parvenir à la fois à une «amélioration de l'équilibre des balances des paiements» et à un «fonctionnement plus satisfaisant, à l'avenir, du processus d'ajustement». Ces considérations s'appliquaient, en particulier, aux déficits persistants des Etats-Unis et du Royaume-Uni. Si, en été 1969, des doutes subsistaient sur la possibilité pour ces deux pays de réaliser à coup sûr un meilleur équilibre de leurs comptes extérieurs, on s'accordait toutefois à considérer que les efforts qu'ils avaient entrepris pour atteindre cet objectif ne seraient pas compromis par les allocations de la première tranche de D.T.S. Bien plus, on estimait que s'ils s'acheminaient effectivement vers un meilleur équilibre de leur balance des paiements, ils verraient leurs efforts entravés si d'autres pays se trouvaient contraints de prendre des mesures de protection en l'absence d'une progression des réserves globales. Il est symptomatique, à cet égard, que quelques pays seulement se soient déclarés prêts à accepter des réductions substantielles de leurs réserves monétaires. Ces considérations ont abouti à la conclusion que la mise en œuvre d'une première tranche de D.T.S. ne serait nullement incompatible avec la réalisation d'un meilleur équilibre des balances des paiements ou d'un fonctionnement plus satisfaisant du processus d'ajustement. Toutefois, les incertitudes qui persistaient quant à la réalisation de ces objectifs expliquent, en partie, le choix d'une période de

base initiale de trois années pour le démarrage du système au lieu de cinq prévues normalement. De ce fait, il sera possible de faire plus rapidement le point sur le fonctionnement pratique du système des D.T.S. et de procéder, le cas échéant, aux retouches qui s'imposent.

L'allocation de \$9,5 milliards, prévue pour la période de base initiale, représente un compromis entre différents points de vue. Des calculs avaient été effectués pour déterminer les besoins de réserves à plus long terme et la possibilité de les satisfaire par l'intermédiaire d'un accroissement du volume global des actifs monétaires traditionnels. Non seulement on se rendit très vite compte que de telles prévisions étaient très aléatoires mais, en outre, des divergences se manifestèrent quant à la définition même des besoins globaux. Les montants retenus en définitive ont été choisis de façon à tenir compte de l'avis à la fois de ceux qui, estimant que la croissance des réserves ayant été insuffisante pendant un certain temps, se prononçaient en faveur d'allocations initiales fort importantes, et de ceux qui recommandaient une attitude plus prudente en attendant de pouvoir tirer les premières conclusions sur l'application du nouveau système.

Durant le premier trimestre de fonctionnement du système des D.T.S., vingt-neuf pays ont utilisé au total \$301 millions de Droits de Tirage Spéciaux. Le Royaume-Uni a recouru à cette facilité à concurrence de \$105 millions et le reste a été essentiellement le fait de vingt-six pays en voie de développement. Douze pays ont utilisé 70% ou plus et huit pays entre 25 et 50% de leurs allocations. Vingt participants au système ont reçu au total \$153 millions de D.T.S. pendant le premier trimestre. Sur cette somme, \$141 millions ont été transférés à douze pays industriels, dont les Etats-Unis pour \$53 millions. En outre, \$148 millions ont été transférés au Fonds Monétaire, soit en vue du rachat de monnaies, soit en règlement des charges d'intérêt.

Mouvements monétaires.

Etats-Unis. L'évolution de la position monétaire extérieure des Etats-Unis a été dominée, sur l'ensemble de l'année 1969, par le prélèvement de \$7 milliards opéré par les banques américaines sur le marché de l'Euro-dollar par l'intermédiaire de leurs filiales à l'étranger. Ces emprunts sont, en grande partie, à l'origine de la progression de \$8,8 milliards des engagements liquides des Etats-Unis envers les non-résidents autres que les autorités monétaires; ainsi, en dépit du déficit de \$7,1 milliards accusé par la balance des paiements sur la base des liquidités, cette dernière, calculée d'après les transactions officielles, a fait ressortir un excédent pour la deuxième année consécutive.

En raison de certaines particularités d'ordre statistique, décrites au Chapitre III, la balance des paiements de 1969, établie en termes de liquidités, ne donne pas une idée exacte de l'importance du déficit fondamental des comptes extérieurs. De même, du fait également d'insuffisances statistiques, la somme des fluctuations des réserves officielles des Etats-Unis et des engagements recensés envers les autorités monétaires étrangères ne reflète pas fidèlement l'évolution de la balance des transactions entre autorités monétaires. L'excédent de \$2,7 milliards de la balance des paiements, dressée sur la base des règlements officiels, résulte d'une augmentation de \$1,2 milliard des réserves monétaires et d'un fléchissement de \$1,5 milliard des engagements envers des autorités monétaires étrangères. Ce dernier chiffre semble indiquer que les détenteurs officiels étrangers ont réduit leurs avoirs en dollars à concurrence de \$1,5 milliard en 1969. Il ressort, toutefois, des données communiquées au F.M.I. sur la situation d'ensemble des réserves de change, et des renseignements possédés sur les variations des avoirs officiels en devises autres que le dollar, que le montant global des réserves officielles en la monnaie américaine n'a subi, en fait, qu'une légère modification en cours d'année. Cet écart s'explique par le fait que les renseignements fournis par les Etats-Unis sur les engagements envers les autorités monétaires étrangères ne couvrent que les avoirs officiels en dollars des pays étrangers qui sont détenus auprès des banques sises aux Etats-Unis. De toute évidence, il s'est donc produit un gonflement des réserves en dollars détenues auprès de banques situées en dehors des Etats-Unis; ce mouvement trouve, dans les statistiques des Etats-Unis, sa contrepartie dans une fraction de la progression considérable des engagements envers des particuliers non-résidents. L'excédent de \$2,7 milliards, en termes de règlements officiels, aboutit par conséquent à exagérer fortement l'étendue de l'amélioration réelle de la situation nette des réserves américaines en 1969.

Le trait le plus remarquable qui se dégage de l'examen détaillé de l'évolution des mouvements monétaires officiels enregistrés est, du côté de l'actif, l'amélioration de la composition des réserves américaines. L'encaisse-or s'est renforcée à concurrence de \$970 millions, tandis que les avoirs officiels en devises convertibles, qui forment presque entièrement la contrepartie de l'aide américaine à court terme aux autorités monétaires étrangères, ont accusé une baisse de \$815 millions par suite des remboursements opérés par le Royaume-Uni et la France. Ces variations contrastent fortement avec la situation relevée en 1968, où l'on avait noté un fléchissement de \$1.175 millions du stock d'or et un accroissement de \$1.185 millions des avoirs officiels en devises. L'évolution favorable des avoirs en or et en devises a été renforcée, l'an dernier, par la troisième composante des réserves monétaires américaines, à savoir la position à l'intérieur de la tranche-or au F.M.I.; celle-ci, en progrès dès 1968, s'est encore améliorée l'an dernier à

hauteur de \$1.035 millions, en cours d'année, pour s'établir au niveau record de \$2.325 millions à la fin de 1969.

En ce qui concerne les engagements, la réduction a principalement porté sur la composante non liquide, par suite de l'abandon des opérations spéciales dites de « window-dressing » décrites au Chapitre III. Les créances des organismes monétaires étrangers en dépôts à terme libellés en dollars et en certificats de dépôt à échéance initiale supérieure à un an, ont marqué une baisse de \$835 millions au cours de 1969. Les engagements officiels non liquides se sont également ressentis de la diminution de \$365 millions des avoirs détenus par des autorités monétaires étrangères sous forme d'effets à moyen terme non négociables du gouvernement américain, y compris les certificats de participation de la Banque Import-Export.

Au premier trimestre de 1970, la balance américaine des paiements, non corrigée des variations saisonnières, a été déficitaire, tant sur la base des liquidités que sur celle des transactions officielles, à concurrence de \$1,6 milliard et \$2,8 milliards

Etats-Unis: Mouvements monétaires avec l'étranger.¹

Postes	1968	Année entière	1969				1970 1er trimestre
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
en millions de dollars E. U. (+ = accroissement des avoirs, diminution des engagements)							
Réserves	+ 880	+ 1.190	+ 50	+ 300	+ 685	+ 155	+ 385
<i>dont:</i>							
Or	-1.175	+ 970	- 55	+ 320	+ 10	+ 695	+ 45
Avoirs en devises	+1.185	- 815 ²	+ 75	- 245	+ 440	-1.085	- 830
Droits de Tirage Spéciaux	—	—	—	—	—	—	+ 920
Tranche-or au F. M. I.	+ 870	+ 1.035	+ 30	+ 225	+ 235	+ 545	+ 250
Engagements envers des organismes officiels étrangers	+ 760	+ 1.520	+ 1.660	+ 905	-1.730	+ 685	-2.315
<i>dont:</i>							
Engagements liquides	+3.100	+ 525	+1.705	+ 540	-2.240	+ 520	-2.740
Engagements non liquides	-2.340	+ 995	- 45	+ 365	+ 510	+ 165	+ 425
Balance sur la base des transactions entre autorités monétaires	+ 1.640	+ 2.710	+ 1.710	+ 1.205	-1.045	+ 840	- 1.930
<i>Moins</i>							
Engagements non liquides envers des autorités monétaires étran- gères	-2.340	+ 995	- 45	+ 365	+ 510	+ 165	+ 425
Variation globale de la position liquide envers des autorités monétaires	+ 3.980	+ 1.715	+ 1.755	+ 840	-1.555	+ 675	-2.355
<i>Plus</i>							
Engagements envers des particuliers non-résidents	-3.810	-8.775	-3.025	-4.655	-1.420	+ 325	+ 1.620
Balance calculée sur la base des liquidités	+ 170	-7.060	-1.270	-3.815	-2.975	+ 1.000	- 735

¹ Voir note au tableau de la page 111. ² Le fléchissement accusé en 1969 par les avoirs officiels en devises des Etats-Unis, qui apparaît dans le tableau ci-dessus, est supérieur de \$70 millions à celui qui figure dans le tableau de la page 152. La différence s'explique par le fait que ce fléchissement ne fait pas état de l'incidence de la réévaluation du deutsche mark sur ce poste.

respectivement (de \$0,7 milliard et de \$1,9 milliard si l'on tient compte de l'allocation de D.T.S.). L'évolution nettement plus défavorable de la balance des paiements sur la base des transactions officielles qu'en termes de liquidités s'explique par le fait que, contrairement à ce qui s'était passé pendant la majeure partie de 1969, des sorties de fonds à court terme se sont produites sous forme d'un fléchissement de \$1,6 milliard des engagements liquides des banques américaines envers des non-résidents autres que des autorités monétaires; ce fléchissement résultait, à concurrence de \$1 milliard, de remboursements, par les banques américaines, d'emprunts contractés précédemment auprès de leurs filiales à l'étranger. En conséquence de l'allocation de \$0,9 milliard de D.T.S. et de l'augmentation de \$2,3 milliards des avoirs en dollars des organismes officiels étrangers, les réserves brutes des Etats-Unis ont progressé à raison de \$0,4 milliard en dépit d'un déficit considérable dégagé par la balance des paiements en termes de règlements officiels.

Royaume-Uni. Sur le plan des transactions monétaires extérieures, l'amélioration intervenue en 1969 dans la balance des paiements du Royaume-Uni et dans la position de sa monnaie, et la persistance de cette tendance pendant le premier trimestre de 1970, ont permis aux autorités britanniques de procéder à d'importants remboursements de leurs dettes envers des organismes monétaires étrangers. Au cours des quinze mois considérés, l'endettement extérieur à court terme à l'égard des autorités monétaires a été réduit de \$3.780 millions, dont plus de la moitié pendant le seul premier trimestre de 1970, et des remboursements nets d'un montant de \$275 millions ont été effectués au F.M.I. En outre, les avoirs monétaires officiels se sont renforcés de \$290 millions; cet accroissement s'explique, et au-delà, par l'allocation de D.T.S., les réserves en or et en dollars ayant marqué une légère baisse pendant les quinze mois considérés.

Pour 1969, l'excédent des opérations de financement officiel s'est élevé à \$1.740 millions. Si la majeure partie de ce surplus a eu pour origine l'excédent de \$1.365 millions de la balance des paiements, des recettes nettes d'un montant de \$375 millions, provenant d'autres mouvements monétaires que le financement officiel, y ont également contribué. Cette entrée de \$375 millions a été en gros la résultante de trois éléments principaux: un renforcement de \$700 millions des balances sterling autres que celles qui représentaient la contrepartie de l'aide des banques centrales étrangères, une entrée nette de \$480 millions au titre des mouvements de capitaux divers et, dans l'autre sens, une sortie de \$695 millions, sous la forme d'un accroissement des créances en livres des banques du Royaume-Uni sur l'étranger.

Les avoirs en livres se sont surtout renforcés dans la zone sterling, à concurrence de \$655 millions. Cette progression a été due, dans une large mesure, à

Royaume-Uni: Mouvements monétaires avec l'étranger.

Postes	Année entière	1er trimestre	1969			1970 1er trimestre
			2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
en millions de dollars E.U. (+ = augmentation des avoirs, diminution des engagements)						
Financement officiel						
Réserves	- 110	+ 50	- 25	- 10	+ 95	- 125
Droits de Tirage Spéciaux	-	-	-	-	-	+ 305
Remboursements:						
A des autorités monétaires						
étrangères	+ 1.605	+ 280	+ 520	- 125	+ 930	+ 2.175
en livres	+ 1.460	+ 150	+ 735	- 30	+ 605	.
en monnaies étrangères	+ 145	+ 130	- 215	- 95	+ 325	.
Au F.M.I.	+ 25	+ 300	- 325	+ 25	+ 25	+ 250
Total	+ 1.740	+ 630	+ 170	- 110	+ 1.050	+ 2.605
Autres mouvements monétaires						
Autres engagements en livres						
envers des détenteurs résidant dans la zone sterling	- 700	- 305	- 150	+ 210	- 455	.
envers des détenteurs ne résidant pas dans la zone sterling	- 655	- 450	- 65	+ 120	- 240	.
envers des organisations internationales	+ 90	+ 175	- 65	+ 120	- 140	.
Créances en livres des banques britanniques sur des non-résidents Engagements en devises des banques britanniques (en chiffres nets)	- 135	- 30	-	- 30	- 75	.
Engagements des banques britanniques en monnaies de pays d'outre-mer de la zone sterling (en chiffres nets)	+ 695	+ 130	+ 210	+ 140	+ 215	.
Mouvements de capitaux divers	+ 115	+ 25	+ 35	+ 85	- 30	.
	- 5	- 15	+ 25	- 30	+ 15	.
	- 480	- 240	- 65	- 5	- 170	.
Total	- 375	- 405	+ 55	+ 400	- 425	.
Total général	+ 1.365	+ 225	+ 225	+ 290	+ 625	.

L'évolution des balances des paiements de ce groupe de pays, mais aussi à un certain élargissement de la composante sterling de leurs réserves. En fait, le total des avoirs en livres détenus par les autorités monétaires de la zone sterling a augmenté pendant l'année de la contre-valeur de \$930 millions, dont \$695 millions sont, d'après les estimations, couverts par les garanties accordées en septembre 1968.

Les entrées de capitaux divers ont atteint \$480 millions, chiffre d'une importance inaccoutumée. Ce total comprend plusieurs éléments, dont les crédits accordés aux importateurs du Royaume-Uni, pour un montant encore plus élevé (\$670 millions d'après les estimations), mais dont une grande partie a été utilisée pendant le premier semestre de 1969, en liaison avec le système du dépôt à l'importation en vigueur depuis novembre 1968.

On estime que les crédits à l'exportation enregistrés dans les mouvements monétaires se sont accrus en 1969 du même montant que ceux à l'importation,

soit de \$670 millions. Les crédits à l'exportation sont les principaux responsables de la nouvelle augmentation de \$695 millions des créances en livres des banques sur l'étranger, dont les trois quarts environ correspondent à un accroissement des créances sur les pays extérieurs à la zone sterling.

L'examen de l'évolution des mouvements monétaires autres que le financement officiel au cours de l'année fait apparaître d'importantes fluctuations d'un trimestre à l'autre, dues principalement à des variations dans les mouvements des balances sterling et dans les entrées de capitaux divers. Les créances en sterling des banques sur l'étranger, en revanche, ont progressé assez régulièrement de trimestre en trimestre, à l'image de l'expansion des ventes à l'étranger et des crédits à l'exportation. *Le premier trimestre a été marqué à la fois par d'importantes entrées de capitaux divers et par un renforcement notable des balances sterling.* L'afflux de fonds étrangers reflétait assez fidèlement les premiers effets du régime du dépôt à l'importation, qui a eu pour conséquence de porter à un chiffre considérable (\$265 millions) les crédits étrangers accordés aux importateurs britanniques au cours du trimestre. La progression de \$305 millions des engagements en livres (non compris ceux qui représentent la contrepartie de l'aide financière) s'explique par un accroissement encore plus prononcé des avoirs de la zone sterling en cette monnaie; ces avoirs se sont renforcés de la contre-valeur de \$450 millions sous l'influence conjuguée de facteurs saisonniers favorables et d'une certaine reconstitution des réserves en livres sterling, conséquence des garanties octroyées en septembre 1968. Pendant les deuxième et troisième trimestres, les entrées de capitaux divers ont très fortement baissé, bien que le volume des nouveaux crédits à l'importation obtenus durant le deuxième trimestre ait été aussi important que pendant le premier. Simultanément, pour des causes saisonnières, les avoirs en livres des pays de la zone sterling ont ralenti leur expansion au deuxième trimestre, puis ont fléchi de \$120 millions au cours des trois mois suivants. Les avoirs en livres des pays situés hors de la zone sterling ont également diminué de \$120 millions pendant le troisième trimestre, sans doute par suite des incertitudes qui planaient sur la situation monétaire internationale. Enfin, au dernier trimestre, les balances sterling comme les entrées de capitaux divers ont repris leur progression à un rythme accéléré. Outre une nouvelle expansion de \$240 millions des avoirs en livres de la zone sterling, un accroissement de \$140 millions s'est également produit dans ceux des autres pays (compte non tenu de la contrepartie de l'aide financière), marquant ainsi le retour de la confiance dans la livre. Parmi les entrées de capitaux divers pendant ce trimestre figuraient de nouveaux crédits à l'importation, pour un montant de \$130 millions, la situation monétaire interne restant caractérisée par un resserrement très prononcé.

France. Pendant les neuf premiers mois de 1969, le financement du déficit extérieur de la France a fait apparaître un contraste très prononcé entre le premier trimestre et les deux suivants. Pendant les trois premiers mois de l'année, marqués par un déficit de paiements de \$560 millions, les banques ont réduit leurs positions nettes en devises, à concurrence de \$745 millions, de sorte que les réserves monétaires se sont accrues de \$185 millions en chiffres nets. La réduction des positions des banques envers l'étranger s'explique principalement par les instructions reçues de la Banque de France en janvier, aux termes desquelles toutes les banques qui entretenaient des positions créditrices nettes en devises envers des non-résidents devaient les équilibrer à la fin du mois d'avril, et les établissements qui étaient alors débiteurs devaient maintenir une position négative au moins équivalente.

France: Mouvements monétaires avec l'étranger.

Postes	1969		
	1er trimestre	2ème et 3ème trimestres	4ème trimestre
	en millions de dollars E.U. (+ = accroissement des avoirs, diminution des engagements)		
Avoirs officiels nets	+ 185	- 1.485*	+ 200*
dont:			
Réserves	- 215	+ 20	- 175
Position envers le F.M.I. à l'intérieur de la tranche de crédit	-	- 500	-
Autres avoirs (en chiffres nets)	+ 400	- 1.005*	+ 375*
Position nette des banques	- 745	+ 115*	+ 50*
Total général	- 560	- 1.370*	+ 250*

* Estimations provisoires de la B.R.I.

Pour se conformer à cette réglementation, les banques ont en partie réduit leurs avoirs en monnaies étrangères, en partie contracté des emprunts en devises auprès de non-résidents; leurs créances en monnaies étrangères sur les non-résidents ont ainsi fléchi à raison de \$295 millions, tandis que leurs engagements extérieurs en devises ont marqué une progression de \$390 millions pendant le premier trimestre.

Au cours des deuxième et troisième trimestres, la structure du financement s'est fondamentalement modifiée et le déficit global s'est traduit par une baisse d'un montant à peu près égal des réserves publiques en chiffres nets. Ce recul s'explique presque entièrement par le recours accentué aux facilités de crédit de banques centrales et par un tirage de \$500 millions sur le Fonds Monétaire en septembre.

Au cours du quatrième trimestre, pendant lequel la balance des paiements est redevenue excédentaire, les autorités françaises ont utilisé l'afflux de devises,

ainsi qu'une somme de \$175 millions prélevée sur les réserves, pour rembourser une partie de leur endettement envers les banques centrales. Durant les premiers mois de 1970, les avoirs officiels nets se sont encore fortement améliorés. Ainsi, compte tenu d'un nouveau tirage de \$485 millions sur le F.M.I., il a été possible de rembourser en avril le reliquat des dettes contractées envers les banques centrales et de renforcer quelque peu les réserves monétaires.

Allemagne fédérale. Au cours de la période sous revue, le niveau des avoirs monétaires nets des autorités a enregistré d'amples fluctuations, de même que la position extérieure nette du système bancaire, dont les oscillations, sans avoir la même amplitude, ont été loin d'être négligeables.

Les trois premiers mois de 1969 ont été marqués par un déficit de \$635 millions de la balance générale des paiements et par des sorties nettes de fonds de \$1.180 millions par l'intermédiaire des banques. Ce dernier mouvement s'explique principalement par la réduction de \$720 millions des avoirs en deutsche marks que les non-résidents s'étaient constitués auprès des banques allemandes pendant le trimestre précédent à l'occasion de la crise des changes de novembre 1968. En outre, les créances en deutsche marks des banques sur l'étranger ont progressé de \$225 millions. Les avoirs officiels nets ont fléchi de \$1.815 millions au cours du trimestre, les réserves de devises accusant une perte de \$1.530 millions.

Au cours des deux trimestres suivants, pendant lesquels deux afflux massifs de fonds se sont produits, l'un en avril-mai, l'autre en août-septembre, le surplus de la balance générale des paiements a atteint \$2.595 millions. En outre, le troisième trimestre a été marqué par des entrées de capitaux d'un montant de \$1.045 millions par l'intermédiaire du système bancaire, celui-ci ayant réduit de \$460 millions ses créances en deutsche marks sur les non-résidents qui, à leur tour,

Allemagne fédérale: Mouvements monétaires avec l'étranger.

Postes	1969			1970
	1er trimestre	2ème et 3ème trimestres	4ème trimestre	1er trimestre
	en millions de dollars E. U. (+ = augmentation des avoirs, diminution des engagements)			
Avoirs officiels nets	- 1.815	+ 3.730	- 4.920	+ 355
Or	—	+ 55	- 515	—
Devises convertibles	- 1.530	+ 3.735	- 3.350	+ 560
Droits de Tirage Spéciaux	—	—	—	+ 220
Autres réserves monétaires	- 95	+ 75	- 220	- 500
Position de réserve envers le F. M. I.	- 160	+ 110	- 1.160	—
Autres avoirs (en chiffres nets)	- 30	- 245	+ 325	+ 75
Position nette des banques	+ 1.180	- 1.135	- 1.230	- 415
Total général	- 635	+ 2.595	- 6.150	- 60

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

Pays	Fin d'année	Or et devises (position nette)	Position nette envers le F.M.I. et au titre des Accords Généraux d'Emprunt	Total net des réserves officielles	Position nette des banques commerciales	Total net des avoirs à l'étranger	Modifications (+ = augmentation des avoirs, diminution des engagements)	
							Total des avoirs officiels	Banques commerciales
en millions de dollars E.U.								
Allemagne fédérale	1968	8.815	1.515	10.330	235	10.565	+ 1.735	- 615 ¹
	1969	7.155	305	7.460	- 1.080	6.380	- 3.005 ¹	- 1.185 ¹
Autriche	1968	1.355	160	1.515	- 10	1.505	+ 35	+ 60
	1969	1.365	165	1.530	60	1.610	+ 35	+ 70
Belgique	1968	2.155	300	2.455	- 735	1.720	- 280	+ 60
	1969	2.410	155	2.565	- 675	1.890	+ 110	+ 60
Danemark	1968	340	85	425	65	490	- 85	+ 75
	1969	425	-	425	- 10	415	-	- 75
Espagne	1968	1.095	-	1.095	- 50	1.045	+ 45	+ 60
	1969	835	-	835	- 10	825	- 260	+ 40
Finlande	1968	350	-	350	- 110	240	+ 245	- 5
	1969	300	40	340	- 50	290	- 10	+ 60
France	1968	3.270	-	3.270	- 60	3.210	- 3.705	+ 500
	1969	2.670 ²	- 500	2.170 ²	- 640 ²	1.530 ²	- 1.100 ²	- 580 ²
Grèce	1968	295	25	320	10	330	+ 35	-
	1969	290	25	315	10	325	- 5	-
Irlande	1968	495	45	540	180	720	+ 105	- 135
	1969	630	60	690	45	735	+ 150	- 135
Islande	1968	25	- 5	20	- 10	10	- 10	-
	1969	35	- 10	25	-	25	+ 5	+ 10
Italie	1968	4.645	896	5.540	735	6.275	- 135	+ 720
	1969	4.160	865	5.025	75	5.100	- 515	- 660
Norvège	1968	625	70	695	105	800	+ 35	+ 115
	1969	615	85	700	45	745	+ 5	- 60
Pays-Bas	1968	1.950	500	2.450	- 90	2.360	- 165	+ 65
	1969	2.070	440	2.510	-	2.510	+ 60	+ 90
Portugal	1968	1.365	20	1.385	155	1.540	+ 130	+ 10
	1969	1.430	20	1.450	175	1.625	+ 65	+ 20
Suède	1968	635	165	800	275	1.075	- 20	- 25
	1969	560	100	660	85	745	- 140	- 190
Suisse	1968	4.485	-	4.485	510	4.995	+ 625	+ 525
	1969	4.495	-	4.495	655	5.150	+ 10	+ 145
Turquie	1968	70	- 50	20	.	.	- 15	.
	1969	20	- 40	- 20	.	.	- 40	.
Total	1968	31.970	3.725	35.695	1.205 ³	36.890	- 1.425	+ 1.430 ³
	1969	29.485	1.710	31.195	1.315 ³	29.900	- 4.635	- 2.390 ³
Canada	1968	2.635	205	2.840	960	3.800	+ 130	+ 305
	1969	2.415	480	2.895	1.455	4.350	+ 55	+ 495
Japon	1968	2.570	290	2.860	- 790	2.070	+ 860	+ 240
	1969	3.035	625	3.660	695	4.355	+ 800	+ 1.485

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 1969) 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.

ont renforcé de \$430 millions leurs avoirs en cette monnaie auprès des banques allemandes. L'excédent des avoirs officiels, pour la période avril-septembre, s'est élevé en conséquence à \$3.730 millions, et le renforcement des réserves de change a plus ou moins reflété ce mouvement. Comme on l'a déjà signalé en page 8, l'accroissement des réserves a servi, en partie, à redistribuer les capitaux entrés en Allemagne, soit directement à destination du Royaume-Uni et de la France, soit par l'intermédiaire de la B.R.I. à destination d'autres pays touchés par les conséquences de l'excédent allemand.

Au dernier trimestre, la balance générale des paiements s'est soldée par un déficit de \$6.150 millions. Les banques, dont la trésorerie a été soumise à une forte pression en raison de ce lourd déficit et de l'extension qu'elles ont donnée simultanément à leurs prêts à l'économie interne, ont réduit de \$1.230 millions leur position extérieure nette. Les besoins totaux de financement officiel ont atteint \$4.920 millions pendant les trois mois considérés. Le principal changement s'est produit une fois encore dans les réserves de devises, qui ont diminué de \$3.350 millions, compte tenu de la liquidation des précédentes opérations de redistribution des capitaux. En outre, l'Allemagne fédérale a vendu pour \$500 millions d'or aux Etats-Unis, réduit de \$1.160 millions sa position créditrice envers le F.M.I. et mobilisé pour \$215 millions d'effets non négociables du Trésor des Etats-Unis libellés en deutsche marks.

Le déficit de la balance générale s'est vivement contracté pendant les trois premiers mois de 1970 pour tomber à \$60 millions si l'on tient compte des \$200 millions correspondant à l'allocation de la première tranche de D.T.S., et à \$260 millions sans les D.T.S. La position extérieure nette des banques s'est encore détériorée de \$415 millions, et les avoirs officiels nets se sont renforcés de \$355 millions. Les autorités allemandes ont à nouveau mobilisé \$540 millions d'effets non négociables du Trésor des Etats-Unis, de sorte que les réserves de change se sont accrues de \$560 millions, D.T.S. non compris.

Italie. La forte aggravation de la balance italienne des paiements en 1969, qui a fait apparaître un déficit global de \$1.175 millions, a trouvé sa contrepartie sur le plan monétaire dans une réduction de \$660 millions de la position nette des banques envers l'étranger et par un fléchissement de \$515 millions, en chiffres nets, des réserves officielles.

La diminution des avoirs extérieurs nets des banques a été enregistrée, pour l'essentiel, au deuxième trimestre. Pendant les trois premiers mois de l'année, la fuite des capitaux attirés par les taux d'intérêt élevés pratiqués à l'extérieur a engendré un recul de \$380 millions des avoirs officiels nets. En mars, les autorités

ont demandé aux banques de ramener leur position nette envers l'étranger — qui était créditrice à concurrence de plus de \$800 millions à la fin de janvier — à une situation d'équilibre avant le 1er juillet. De ce fait, les avoirs nets en devises des banques ont diminué de \$530 millions pendant le deuxième trimestre; comme ce montant a largement compensé le déficit général de paiements enregistré pendant le trimestre considéré, les autorités n'ont pas eu à faire appel à des moyens de financement durant ces mois, d'autant plus que les taux d'intérêt sur le marché de l'Euro-dollar atteignaient alors leur niveau record. Au cours du dernier trimestre, la position nette des banques envers l'étranger s'est encore réduite de \$230 millions, ce qui a ramené les avoirs en devises des banques à \$75 millions à la fin de l'année, en chiffres nets.

Sur l'ensemble de l'année, on constate que deux composantes sont principalement à l'origine de la baisse de \$515 millions des réserves officielles nettes: la contraction, à concurrence de \$300 millions, des avoirs officiels en titres étrangers à moyen et long terme, comprenant le remboursement, par le Trésor américain, de \$100 millions de valeurs non négociables libellées en liras et l'accroissement de \$155 millions des engagements du secteur public envers des autorités monétaires étrangères. Les réserves de premier rang (or et dollars) et la position créditrice auprès du F.M.I. n'ont guère varié en 1969.

En janvier et en février 1970, la situation des comptes extérieurs s'est sensiblement aggravée. En dépit de l'allocation de \$105 millions de D.T.S., on a enregistré de nouveau un déficit global de \$685 millions pendant ces deux mois; compte tenu des exportations de fonds de \$95 millions effectuées par les banques, les avoirs nets du secteur public ont fléchi à raison de \$780 millions. Les engagements officiels se sont accrus de \$820 millions par suite, principalement, des tirages opérés sur la ligne de swap auprès de la Federal Reserve. Au mois de mars, l'hémorragie de réserves a cessé et l'on a enregistré un excédent global de \$80 millions.

En *Belgique* et aux *Pays-Bas*, les déficits enregistrés en 1968 dans les paiements extérieurs ont été remplacés en 1969 par des excédents. Dans les deux pays, mais surtout aux Pays-Bas, le surplus du dernier trimestre a été supérieur à celui de l'année entière, par suite de l'incidence de la réévaluation du deutsche mark.

Belgique. Les neuf premiers mois de l'année ont été marqués par un léger déficit extérieur de \$20 millions. D'une façon générale, on peut dire que les mouvements monétaires, pendant cette période, ont revêtu la forme d'opérations en sens inverse, se compensant mutuellement, entre le secteur officiel et le secteur bancaire. Les engagements extérieurs nets des banques ont diminué de \$150 millions. Les avoirs des non-résidents en francs belges se sont réduits de \$145 millions,

surtout au troisième trimestre. Au cours des neuf mois en question, les besoins nets de financement des autorités se sont donc élevés à \$170 millions. Ils ont été largement couverts par l'utilisation, à concurrence de \$195 millions, de la facilité de swap auprès de la Federal Reserve, et par une réduction de \$230 millions de la position créditrice envers le F.M.I., résultant pour moitié de la mobilisation par la Belgique, en juillet, de créances sur le Fonds (y compris les créances au titre des A.G.E.). Les réserves de change se sont en fait renforcées de \$225 millions.

Le dernier trimestre a été marqué par un excédent de \$190 millions de la balance générale des paiements. En outre, la position des banques à l'égard de l'étranger a enregistré un changement de sens à concurrence de \$90 millions, provoqué en partie par la reconstitution, à raison de \$60 millions, des avoirs en francs belges des non-résidents, de sorte que la position officielle nette s'est améliorée de \$280 millions. Les tirages sur la facilité de swap auprès de la Federal Reserve qui, en août, avaient atteint à un moment donné \$245 millions, et dont l'encours s'élevait encore à \$205 millions au début du trimestre considéré, se trouvaient intégralement remboursés à la fin de ce dernier. De plus, la Belgique a reconstitué sa position créditrice envers le F.M.I. à concurrence de \$85 millions, en partie par des remboursements directs, en partie par suite des tirages opérés par l'Allemagne fédérale sur le Fonds en novembre et en décembre. Enfin, comme dans le même temps la Banque Nationale a réduit de \$120 millions son portefeuille d'effets de financement des exportations, les réserves de change se sont encore étoffées pendant le trimestre, progressant de \$125 millions. Les trois premiers mois de 1970 ont encore été marqués par un excédent global de \$65 millions, à peu près égal à l'allocation de D.T.S. de la Belgique (\$70 millions). Les engagements nets des banques à l'égard de l'étranger ont fléchi de \$25 millions et les avoirs officiels nets se sont accrus de \$40 millions, compte tenu de l'allocation de D.T.S.

Pays-Bas. Pendant les neuf premiers mois de 1969, le déficit de la balance générale des paiements s'est élevé à \$95 millions. Suivant une évolution parallèle, la position extérieure nette des banques s'est améliorée de \$115 millions, sous forme principalement d'une augmentation de \$75 millions des créances nettes en devises sur les non-résidents, qui s'explique par l'attrait exercé par les taux d'intérêt des placements en Euro-dollars. En fait, la position extérieure des banques s'était renforcée durant les six premiers mois de l'année, de \$160 millions mais, comme il est indiqué aux pages 185 et 186, la Nederlandsche Bank a pris au début de juillet des mesures pour freiner ces sorties et elles ont fléchi, au cours du troisième trimestre, de \$45 millions.

Au cours des neuf mois considérés, les avoirs officiels nets ont fléchi de \$210 millions. La facilité de swap auprès de la Federal Reserve a été utilisée à concurrence

d'un montant net de \$110 millions – un tirage de \$190 millions a été opéré à la fin de juillet, suivi de remboursements d'un montant de \$80 millions en août; d'autre part, la position créditrice des Pays-Bas envers le F.M.I. a fléchi de \$135 millions.

Pendant le dernier trimestre, où l'excédent global a atteint \$245 millions, la position monétaire nette des autorités s'est améliorée de \$270 millions. Les tirages en cours sur les facilités de swap ont été remboursés; la position créditrice des Pays-Bas auprès du F.M.I. s'est renforcée de \$80 millions, presque entièrement par suite de l'utilisation des ressources du Fonds par l'Allemagne fédérale; les réserves de change se sont gonflées de \$75 millions.

Au premier trimestre de 1970, la balance générale des paiements a été excédentaire à concurrence de \$90 millions; comme en Belgique, ce surplus a été à peu près égal à l'allocation de D.T.S., qui s'est élevée à \$85 millions dans le cas des Pays-Bas. A l'exclusion de cette attribution, les mouvements monétaires des trois premiers mois de cette année ont pris la forme d'un afflux de \$45 millions par l'intermédiaire des banques et d'un renforcement d'un montant à peu près équivalent des avoirs officiels nets.

Suède. De janvier à septembre 1969, les réserves monétaires nettes de la Suède se sont fortement contractées, tombant de \$1.075 millions à \$710 millions. Le fléchissement de \$280 millions des avoirs officiels nets résulte notamment du recul des réserves en devises (–\$215 millions) et de la diminution de la position créditrice nette auprès du F.M.I. (–\$55 millions). Les avoirs nets des banques à l'étranger se sont également inscrits en recul de \$80 millions, leurs créances en devises sur des non-résidents ayant fléchi de \$95 millions en chiffres nets.

Entre le troisième et le quatrième trimestre, la balance des paiements a opéré un revirement, passant d'un déficit de \$80 millions à un excédent de \$35 millions. Parallèlement, les avoirs nets des banques envers l'étranger ont enregistré une nouvelle diminution (–\$110 millions) du fait, là encore, principalement de la réduction de leurs positions en devises, de sorte que la situation monétaire officielle s'est améliorée à concurrence de \$140 millions. Durant les trois derniers mois de l'année, les réserves de change ont progressé de \$160 millions.

L'excédent global de \$60 millions, noté en janvier 1970 (dont \$40 millions d'allocation de D.T.S.) a été suivi d'un déficit de \$100 millions au total en février et en mars. Pour l'ensemble du trimestre, la position extérieure nette des banques n'a pas varié et les avoirs monétaires officiels ont diminué de \$40 millions en chiffres nets, l'allocation de D.T.S. ayant été largement compensée par un recul de \$80 millions des réserves de change.

Suisse. En 1969, l'excédent global de la Suisse s'est élevé à \$155 millions, contre \$1.150 millions en 1968. Il ressort du tableau de la page 164 que ce surplus a trouvé sa contrepartie, sur le plan monétaire, dans un accroissement de \$145 millions des avoirs nets en devises des banques et une progression très légère (\$10 millions) des réserves officielles de change en chiffres nets. Pour saisir la signification de ces chiffres, il faut toutefois les examiner, comme à l'accoutumée, à la lumière des opérations de change de fin d'année entre la Banque Nationale Suisse et les banques commerciales. Le montant des dollars transférés à la fin de l'année du système bancaire à la Banque Nationale Suisse, dans le cadre de swaps, s'est accru de \$45 millions en 1969 pour s'établir au total à \$795 millions. D'autre part, la Banque Nationale a rétrocedé aux établissements de crédit, pour réinvestissement à l'étranger, \$155 millions sur les dollars qu'elle avait reçus de ces derniers sous forme de swaps conclus au terme de 1969. Dans les situations au 31 décembre 1969, ces dépôts figurent par conséquent dans les avoirs extérieurs des banques et non dans les réserves de la Banque Nationale, et ainsi les transferts effectifs de dollars des établissements de crédit vers la Banque Nationale ont, l'an dernier, été inférieurs de \$110 millions à ceux de l'année précédente. Si l'on tient compte de ce dernier chiffre, les variations de la position extérieure de la Suisse en 1969 se traduisent par un renforcement de \$120 millions des réserves officielles nettes et une progression de \$35 millions seulement de la position nette des banques envers l'étranger.

Sur la base des fluctuations effectives des réserves officielles nettes en 1969, l'encaisse-or a augmenté de \$20 millions et les avoirs en devises ont fléchi de \$110 millions. Les autres avoirs officiels non compris dans les réserves ont augmenté de \$100 millions en chiffres nets, dont \$95 millions sous forme d'achat de titres non négociables du gouvernement américain.

Pendant le premier trimestre de 1970, les réserves officielles ont subi une baisse de \$430 millions en chiffres nets. Le dénouement des opérations de fin d'année s'est en effet traduit par une ponction de \$710 millions sur les avoirs de change en janvier, mais ces derniers se sont trouvés renforcés de \$305 millions en mars par les opérations de «window-dressing» de fin de trimestre; puis, en avril, un renversement d'un montant presque identique s'est opéré.

Autres pays d'Europe. L'excédent de paiements de l'Autriche s'est élevé à \$105 millions, en 1969, soit peu ou prou le même chiffre qu'en 1968 et la structure générale des mouvements monétaires avec l'étranger, en faisant apparaître un accroissement de \$70 millions de la position extérieure nette des banques et de \$35 millions des avoirs officiels nets, n'a pas non plus subi de variations notables d'une année sur l'autre. Pendant le premier trimestre de 1970, les réserves officielles

nettes ont fléchi de \$25 millions, tandis que les avoirs en devises des banques se sont accrus, en chiffres nets, de \$35 millions. Si l'on fait toutefois abstraction de l'allocation de \$30 millions de D.T.S., le fléchissement des réserves officielles nettes atteint \$55 millions.

La balance des paiements du *Danemark* s'est également détériorée en 1969, et le déficit de \$75 millions a entièrement trouvé sa contrepartie dans une contraction des avoirs nets en devises des banques. De la fin de 1967 à mars 1969, la position des banques envers l'étranger s'était améliorée à concurrence de \$100 millions mais, au deuxième trimestre, un recul s'est amorcé par suite des directives données par la Banque Nationale, et ce mouvement s'est poursuivi jusqu'à la fin de 1969. Pour l'ensemble de l'année, les réserves officielles nettes n'ont pas subi de modification: les avoirs en devises se sont accrus de \$110 millions au détriment d'une réduction de \$85 millions de la position de réserve au F.M.I., consécutive notamment à un tirage de \$45 millions sur le Fonds en mai 1969, et d'un prélèvement de \$25 millions sur l'encaisse-or. En cours d'année, les réserves officielles nettes sur l'étranger ont toutefois subi des fluctuations très prononcées, s'inscrivant en baisse de \$135 millions pendant les six premiers mois de l'année, et plus spécialement pendant le premier trimestre, et accusant une reprise de même importance pendant le dernier trimestre, à la suite de la politique d'austérité appliquée au Danemark et de la réévaluation du *deutsche mark*. Au premier trimestre de 1970, l'excédent de paiements a atteint le même montant que l'allocation de D.T.S. au Danemark, soit \$25 millions. Compte tenu des D.T.S., les avoirs officiels nets ont marqué une très légère augmentation, tandis que la position extérieure des banques s'est améliorée de \$20 millions. L'excédent global de la *Finlande*, fort appréciable en 1968 (\$240 millions), est tombé à \$50 millions l'an dernier et, comme les sorties de fonds par le canal des banques ont été, avec \$60 millions, légèrement plus importantes, les réserves officielles nettes ont quelque peu fléchi l'année dernière. En réalité, la baisse de \$50 millions des réserves de change est due principalement au renforcement de \$40 millions de la position de réserve au F.M.I., grâce aux remboursements directs au Fonds et aux prélèvements de *marks* finlandais par d'autres pays. Les réserves monétaires officielles se sont accrues de \$60 millions, en chiffres nets, pendant le premier trimestre de 1970. Cette amélioration correspond, pour \$20 millions, à l'allocation de D.T.S. de la *Finlande*, le solde formant surtout la contrepartie de la détérioration de la position nette des banques envers l'étranger. En *Norvège* comme au Danemark, le déficit global pour 1969 a presque entièrement trouvé sa contrepartie dans un dégonflement de \$60 millions des avoirs extérieurs nets des banques. On a assisté, en cours d'année, à des fluctuations compensatoires de grande envergure des avoirs en devises, entre le système bancaire et les autorités monétaires, au profit du système bancaire au premier et au

troisième trimestre, puis de nouveau vers les réserves officielles pendant le dernier trimestre. Pendant les trois premiers mois de 1970, l'évolution des mouvements monétaires s'est inversée une fois de plus: diminution de \$35 millions des réserves officielles nettes (y compris l'allocation de \$25 millions de D.T.S.), et renforcement de \$45 millions des avoirs nets des banques envers l'étranger.

L'excédent de paiements du *Portugal* (\$85 millions) a donné lieu à un renforcement de \$65 millions des réserves officielles nettes et de \$20 millions de la position extérieure des banques; cette dernière avait, en vérité, augmenté de \$55 millions pendant les neuf premiers mois pour fléchir ensuite de \$35 millions au cours du dernier trimestre. Pendant les trois premiers mois de 1970, les avoirs officiels nets ont accusé une baisse de \$55 millions. L'*Espagne*, dont la balance des paiements a marqué un revirement très prononcé (excédent de \$105 millions en 1968 et déficit de \$220 millions l'année dernière), a vu ses réserves monétaires s'inscrire en diminution de \$260 millions en chiffres nets. A l'exception du troisième trimestre, dont les résultats favorables sont liés à l'entrée en jeu de facteurs saisonniers, les pertes de réserves n'ont cessé de s'accroître tout au long de l'année, pour atteindre \$150 millions au quatrième trimestre, contre \$70 millions au premier. Cette tendance s'est renversée au premier trimestre de 1970, qui a été marqué par un accroissement de \$75 millions des réserves officielles nettes, comprenant l'allocation de \$40 millions de D.T.S.

Canada. L'excédent global pour 1969 s'est élevé à \$550 millions, progressant ainsi de \$115 millions par rapport à l'année précédente. Il a servi pratiquement en totalité à financer une nouvelle et forte expansion de \$495 millions des avoirs extérieurs nets des banques, principalement sous forme de créances en devises sur les Etats-Unis. L'augmentation globale de \$55 millions des avoirs monétaires nets des autorités au cours de l'année résulte d'un élargissement de \$275 millions de la position créditrice envers le F.M.I. et d'une diminution de \$220 millions des réserves de change. Le fléchissement des avoirs en devises comprend notamment la mobilisation, à concurrence de \$175 millions, en chiffres nets, de valeurs non négociables du gouvernement américain souscrites par le Canada en 1968, en contrepartie de l'exonération de ce pays des mesures de contrôle appliquées par les Etats-Unis aux mouvements de capitaux. Au cours du premier trimestre de 1970, les avoirs officiels nets du Canada se sont sensiblement renforcés (+\$500 millions). Ce chiffre recouvre notamment, à concurrence de \$290 millions, des entrées de fonds par l'intermédiaire des banques et, à raison de \$125 millions, la première allocation de D.T.S. au Canada.

Japon. Les mouvements monétaires extérieurs du Japon en 1969 ont été essentiellement caractérisés par l'apparition, pour la première fois, d'une importante position créditrice nette du secteur bancaire à l'égard de l'étranger. La

position en devises des banques japonaises est passée en effet d'un solde négatif de \$790 millions à un solde positif de \$695 millions, soit un renversement de \$1.485 millions dans l'année. Cette évolution, qui s'est amorcée au second trimestre, a été en partie une conséquence naturelle de l'élargissement de l'écart entre les taux d'intérêt japonais et étrangers, mais elle a été fortement encouragée par les autorités japonaises. En avril 1969, la Banque du Japon a autorisé les établissements de crédit à contracter des emprunts sur le marché monétaire national pour rembourser leurs dettes en Euro-dollars ou leurs autres endettements extérieurs. Les banques ont alors amélioré de \$1.220 millions leur position nette en devises pendant les deuxième et troisième trimestres, en réduisant le montant brut de leurs engagements en devises envers des non-résidents de \$390 millions, tout en renforçant de \$830 millions leurs créances extérieures brutes en monnaies étrangères. Vers la fin de septembre, d'autres mesures ont été prises pour encourager la constitution de positions en devises par les banques, dans l'intention notamment d'éviter un gonflement trop rapide des réserves officielles. La Banque du Japon a fourni aux établissements de crédit, contre remise d'effets «en pension», des ressources en yens qu'ils ont employées à l'acquisition de devises prélevées sur les réserves, par voie de swaps à 90 jours renouvelables et à taux forfaitaire. Au cours du dernier trimestre, les avoirs extérieurs nets des banques se sont encore accrus de \$305 millions.

En dépit de ces mesures, les avoirs monétaires officiels du Japon ont augmenté, en 1969, de \$800 millions, soit de près de 30%. Sur ce montant, \$575 millions ont été reçus pendant le second semestre. Les réserves de devises ont progressé de \$390 millions et la position créditrice envers le F.M.I. s'est élargie de \$335 millions. Le Japon a, en outre, renforcé son encaisse-or de \$60 millions au cours de l'année.

Pendant le premier trimestre de 1970, l'excédent global est tombé à \$105 millions, niveau le plus bas depuis le trimestre correspondant de 1968. En fait, si l'on exclut l'allocation de la première tranche de D.T.S. au Japon, d'un montant de \$120 millions, on aboutit à un léger déficit. La position des banques à l'égard de l'étranger, changeant de sens par rapport à la tendance précédente, a fléchi de \$300 millions. Cette nouvelle orientation des banques, d'une part, et l'allocation de D.T.S., d'autre part, ont permis aux avoirs officiels nets de progresser de \$405 millions.

Opérations du F.M.I.

Le Fonds Monétaire International a connu en 1969 une autre année d'intense activité. Si les tirages bruts des pays membres, comme les rachats bruts de leur monnaie nationale, ont été sensiblement moins élevés qu'en 1968, l'utilisation

nette par ces pays des ressources du Fonds n'a pas été beaucoup plus faible, puisqu'elle s'établit à \$1.283 millions. Ce chiffre comprend le remboursement à la Belgique et à l'Allemagne fédérale, à la demande de ces pays, de \$410 millions de créances au titre des A.G.E.; ce dernier montant a été prélevé sur les souscriptions en monnaies des autres membres. Les opérations des pays européens — Allemagne fédérale, Belgique, France et Royaume-Uni en particulier — ont représenté plus de 80% des tirages bruts et les deux tiers environ des rachats bruts. De plus, les prélèvements nets des pays européens ont légèrement dépassé le total des tirages nets. Les opérations des pays extra-européens ont notamment compris un rachat de \$148 millions par l'Inde et des tirages nets de \$48 millions et de \$45 millions respectivement par l'Indonésie et par Israël.

Dix-sept monnaies différentes ont été tirées sur le Fonds en 1969, dont la plus utilisée a été de loin le dollar des Etats-Unis. Sur le total des prélèvements bruts, un montant de \$1.340 millions a été tiré dans cette monnaie; viennent ensuite le deutsche mark et le yen, avec chacun \$310 millions, le dollar canadien (\$295 millions), la lire (\$195 millions) et le rand sud-africain (\$110 millions). Sauf pour le deutsche mark et la lire, ces monnaies ont été également les plus utilisées si l'on

Fonds Monétaire International: Tirages et rachats de monnaies en 1969.

Pays ou zones	Tirages	Rachats de monnaies nationales ¹	Tirages nets
	en millions de dollars E.U.		
Europe	2.410	1.046	1.364
<i>dont:</i>			
<i>Allemagne fédérale</i>	880 ²	—	880
<i>Belgique</i>	117 ³	33	84
<i>France</i>	501	—	501
<i>Royaume-Uni</i>	850	923	— 73
<i>Autres pays</i>	62	90	— 28
Etats-Unis	—	—	—
Canada	—	—	—
Afrique du Sud	66	50	16
Moyen-Orient	54	33	21
Amérique latine	177	190	— 13
Asie	127	204	— 77
<i>dont:</i>			
<i>Inde</i>	—	148	— 148
<i>Indonésie</i>	66	18	48
Reste du monde	37	65	— 28
Total	2.871	1.588	1.283

¹ Y compris les remboursements, à concurrence de \$8 millions, résultant des tirages effectués par d'autres membres.
² Y compris les remboursements effectués par le Fonds, à concurrence de \$340 millions, sur les emprunts contractés en 1968 auprès de l'Allemagne fédérale.
³ Y compris les remboursements effectués par le Fonds, à concurrence de \$70 millions, sur les emprunts contractés en 1968 auprès de la Belgique.

considère les tirages nets. Au total, les avoirs du Fonds en dollars E.U., yens, dollars canadiens et rands ont diminué, au cours de l'année, de \$1.035 millions, \$195 millions, \$175 millions et \$95 millions respectivement. En revanche, les avoirs en toutes les principales monnaies d'Europe continentale, qui avaient été les plus utilisées dans les tirages effectués pendant la plupart des années soixante, ont augmenté en 1969. Tel a été notamment le cas des avoirs en francs français et en deutsche marks, qui se sont accrus de \$500 millions et de \$695 millions respectivement à la suite du recours de la France et de l'Allemagne fédérale au Fonds.

Les Accords Généraux d'Emprunt ont joué à deux reprises pendant l'année, pour un montant total de \$390 millions, à l'occasion des tirages effectués par le Royaume-Uni en juin, et par la France en septembre. En liaison avec ces opérations, le Fonds a vendu \$150 millions d'or à quatorze pays pour reconstituer ses avoirs en leur monnaie. D'autre part, le Fonds a remboursé \$715 millions empruntés au cours des années précédentes, de sorte que le total de ses encours dans le cadre des A.G.E. a fléchi de \$325 millions pendant l'année. Des créances de l'Allemagne fédérale au titre des A.G.E. ont été, en outre, transférées à d'autres pays signataires de ces accords, à concurrence de \$210 millions, en décembre 1969. Les A.G.E. seront reconduits pour cinq ans à dater d'octobre 1970.

Durant le premier trimestre de 1970, les prélèvements bruts des pays membres ont atteint au total \$706 millions, et leurs rachats bruts, y compris ceux qui résultaient de tirages d'autres membres, \$543 millions. Les principaux prélèvements ont été effectués par la France, pour un montant de \$485 millions, et par le Royaume-Uni pour \$150 millions. Ce dernier pays a également procédé à un rachat de \$338 millions au Fonds; cette opération et les achats de livres sterling effectués par d'autres pays membres ont permis d'achever le remboursement du tirage de \$1,4 milliard effectué par le Royaume-Uni en mai 1965. Enfin, l'Inde a encore procédé, pendant le trimestre, à un rachat de \$57 millions.

En février 1970, une résolution présentée par les administrateurs du Fonds et concernant le relèvement des quotes-parts des pays membres a été approuvée à la majorité requise de 85%. Si tous les membres devaient porter leur quote-part au maximum proposé, le total de ces dernières passerait du niveau actuel de \$21,3 milliards à environ \$28,9 milliards.

Marchés des changes.

Pour la plupart des monnaies, on peut diviser en deux phases l'évolution des marchés des changes pendant la période sous revue. La première, qui a duré jusqu'à la fin de septembre, a été essentiellement caractérisée par une situation

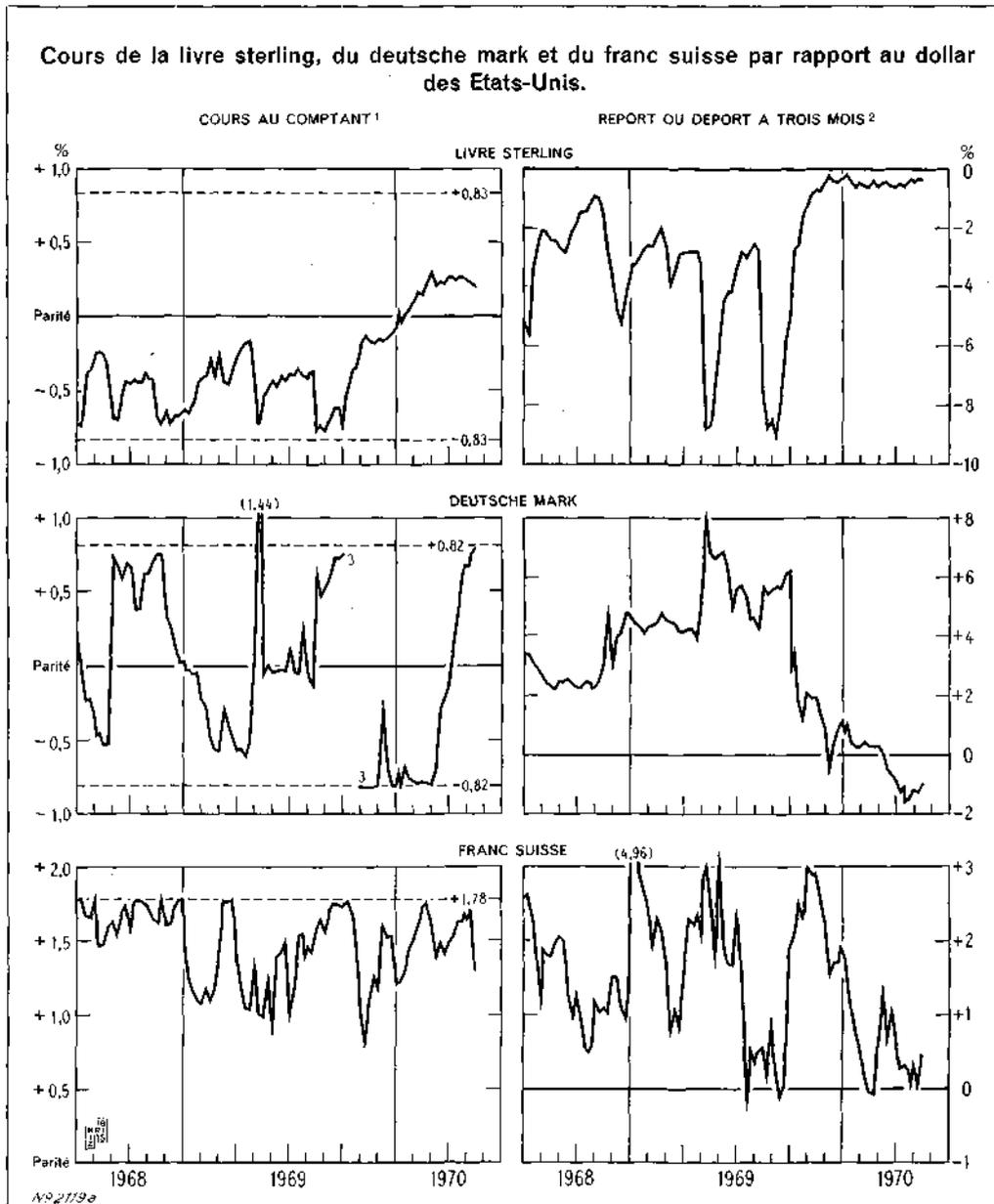
agitée, en raison de la persistance des incertitudes sur la parité de certaines monnaies importantes, et aussi à cause de l'incidence des emprunts des banques des Etats-Unis sur le marché de l'Euro-dollar. La décision de laisser le cours du deutsche mark s'apprécier, venant à la suite de la dévaluation du franc français et de l'apparition d'un excédent de la balance de base des paiements du Royaume-Uni, a marqué le début de la seconde phase, au cours de laquelle la physionomie générale du marché s'est transformée. Grâce à une baisse des taux de l'Euro-dollar à l'aube de la nouvelle année, la plupart des grandes monnaies européennes se sont retrouvées, au printemps de 1970, au-dessus de leur parité par rapport au dollar, contrairement à la position qu'elles occupaient un an plus tôt. On relève toutefois quelques exceptions, dont les principales ont été la lire italienne, le florin néerlandais et la couronne suédoise.

Livre sterling. A part une brève interruption au début de mars, la position de la livre sterling s'est constamment améliorée au cours des premiers mois de 1969. Le dénouement des positions spéculatives qui avaient été constituées lors de la crise de novembre 1968, ainsi que les gains élevés réalisés par les pays de la zone sterling à la faveur de l'entrée en jeu de facteurs saisonniers, ont permis aux autorités d'acheter d'importantes quantités de devises sur le marché. Le cours de la livre au comptant par rapport au dollar, qui se tenait au début de janvier légèrement au-dessus du plancher d'intervention, est monté jusqu'à 0,1% seulement en dessous de la parité à la mi-avril.

Vers la fin d'avril, la livre eut un nouvel accès de faiblesse, la question d'une éventuelle modification de la parité du franc français et de celle du deutsche mark revenant à l'ordre du jour. Le cours au comptant baissa jusqu'au plancher d'intervention, et le déport à trois mois sur le dollar s'élargit au point de dépasser, à un moment donné, 15% l'an. Lorsqu'il devint manifeste qu'aucune modification de parité n'était envisagée, la pression s'atténua. Sur le marché au comptant, le cours par rapport au dollar, qui s'était redressé à fin mai jusqu'à un niveau situé à 0,4% en dessous de la parité, a ensuite oscillé autour de ce niveau, dans des limites assez étroites, jusqu'aux premiers jours du mois d'août, époque à laquelle les autorités avaient regagné les devises perdues pendant la crise d'avril-mai. Sur le marché à terme également, la situation s'est améliorée à partir de la mi-mai et, pendant le mois de juillet, le déport de la livre à trois mois par rapport au dollar a été la plupart du temps inférieur à 3%.

La dévaluation du franc français, survenue le 11 août, a provoqué une recrudescence des ventes de sterling. Les autorités ont laissé le cours au comptant par rapport au dollar descendre jusqu'à environ 0,8% en dessous de la parité,

c'est-à-dire légèrement en deçà du point d'intervention habituel, d'abord au milieu d'août, et de nouveau à la fin du mois; entre-temps, le déport à trois mois s'était tendu jusqu'à atteindre 8,5% l'an. Au début de septembre, la nouvelle fut publiée que la balance de base des paiements était devenue excédentaire pendant le second



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

trimestre mais, bien que la livre ne fût soumise à aucune véritable pression, son cours au comptant et à terme demeura faible jusqu'à la fin du mois. Dès que le deutsche mark commença à s'apprécier et que les capitaux quittèrent l'Allemagne fédérale, la livre fut l'un des principaux bénéficiaires de ce mouvement. Dans les premiers jours de novembre, le cours au comptant par rapport au dollar se tenait presque à la parité, et le déport à trois mois s'était réduit à moins de 1%. La nécessité d'acquérir le plus de dollars possible pour permettre le remboursement de l'endettement officiel, ainsi qu'une recrudescence des pressions sur le marché des Euro-dollars aux approches de la fin de l'année, empêchèrent le cours au comptant d'enregistrer une nouvelle avance. Dans les tout derniers jours de 1969, lorsque les taux de l'Euro-dollar se détendirent, la livre au comptant dépassa sa parité par rapport au dollar, pour la première fois depuis avril 1968.

Depuis le début de 1970, sous l'effet d'un afflux massif de capitaux — déclenché en partie par le souci d'atténuer les pressions sur la liquidité interne, et en partie par le renversement des positions spéculatives à la baisse de la livre, constituées précédemment — effet qui s'est ajouté à celui d'un excédent de la balance de base, le sterling a continué d'être très demandé. Le cours au comptant s'est avancé aux environs de 0,35% au-dessus de la parité au commencement de mars. Dans les premiers jours de mai, après deux réductions du taux officiel de l'escompte, il restait ferme, et le déport à trois mois par rapport au dollar avait presque disparu. A la suite de l'annonce que des élections législatives auront lieu en juin, la cote a cédé quelque peu du terrain.

Deutsche mark. Sous l'influence du déficit de la balance des paiements de l'Allemagne fédérale, le deutsche mark s'est affaibli sur les marchés des changes pendant les premiers mois de 1969. Le cours au comptant par rapport au dollar a fléchi d'environ 0,6% entre les premiers jours de l'année, où il se situait juste en dessous de la parité, et la fin de février. A l'exception de quelques jours au début de mars, il est resté assez faible jusqu'à la mi-avril.

Le deutsche mark a commencé à se redresser à la fin de ce mois, en raison des incertitudes politiques en France. Peu après, des bruits concernant une réévaluation de la monnaie allemande se répandirent à nouveau et, dans les premiers jours de mai, on assista à une vague de demandes de deutsche marks d'une ampleur sans précédent. Le cours au comptant par rapport au dollar dépassa le plafond d'intervention: le 9 mai, il se situait à 1,3% au-dessus de la parité. Le report à trois mois sur le dollar, qui s'était maintenu entre 4 et 5% l'an depuis le début de l'année, atteignit 9% pendant la crise. Dès que fut connue la décision de ne pas réévaluer, le cours au comptant retomba à la parité et se maintint à ce niveau ou légèrement en dessous pendant les trois mois suivants. Immédiatement

après la dévaluation du franc français, le deutsche mark au comptant remonta jusqu'à son plafond par rapport au dollar au milieu d'août et, pendant la période préélectorale qui suivit, le cours oscilla entre 0,5 et 0,75% au-dessus de la parité. Le report à trois mois, qui était revenu à environ 4% entre la crise de mai et la dévaluation du franc français, s'élargit jusqu'à plus de 6% à la fin de septembre.

Les autorités allemandes, s'efforçant d'éviter une réédition de la crise de mai, fermèrent le marché des changes les 25 et 26 septembre, immédiatement avant les élections. Dès que les résultats de celles-ci furent connus et qu'il parut probable qu'un gouvernement moins attaché que le précédent à l'ancienne parité allait se constituer, les capitaux recommencèrent à affluer en masse de l'étranger et, le 30 septembre, les autorités allemandes cessèrent d'acheter des dollars sur le marché à l'ancien cours-plafond d'intervention de DM 3,97. Le cours du deutsche mark au comptant par rapport au dollar se hissa immédiatement à 4,5% au-dessus de la parité. L'écart par rapport à celle-ci passa à 6,75% à la mi-octobre et atteignit 7,3% le 24 du même mois. Le gouvernement allemand annonça alors que le deutsche mark était réévalué officiellement de 9,3%. Pendant la période de transition précédant la fixation de la nouvelle parité, la Deutsche Bundesbank s'est quotidiennement tenue prête à acheter des marks à un cours légèrement inférieur à ceux du marché, fixant ainsi un plancher juste en dessous de chaque hausse successive. A la date de la fixation de la nouvelle parité, les ventes de dollars prélevés sur les réserves pour faire face aux sorties de fonds avaient atteint au total \$1 milliard. La nouvelle teneur en or du deutsche mark est fixée à 0,242806 gramme et la nouvelle parité par rapport au dollar à DM 3,66.

A la réouverture du marché après le changement de parité, le cours au comptant s'est établi immédiatement au nouveau plancher d'intervention, et s'est maintenu à ce niveau ou à proximité pendant plus de quatre mois, à part une remontée d'une très courte durée au début de décembre, lorsque la Bundesbank a porté de 7,5 à 9% le taux des avances qu'elle consent aux banques. Le renforcement, en mars 1970, de la politique de resserrement monétaire a toutefois déterminé une amélioration soutenue du cours au comptant. Au début d'avril, la parité avec le dollar était atteinte et, vers la mi-mai, le deutsche mark touchait son cours-plafond. Le report à trois mois sur le dollar a commencé de diminuer régulièrement à partir de la fin de septembre 1969, pour faire place en avril 1970 à un déport de plus de 1% l'an.

Franc suisse. Si les troubles apparus sur la scène monétaire internationale, en 1969, ont épargné, d'une façon générale, le franc suisse, ils ont toutefois influencé, à plusieurs reprises, l'évolution des cours de cette monnaie sur le marché des changes. Au début du mois de mars, l'accès de nervosité dont a été l'objet

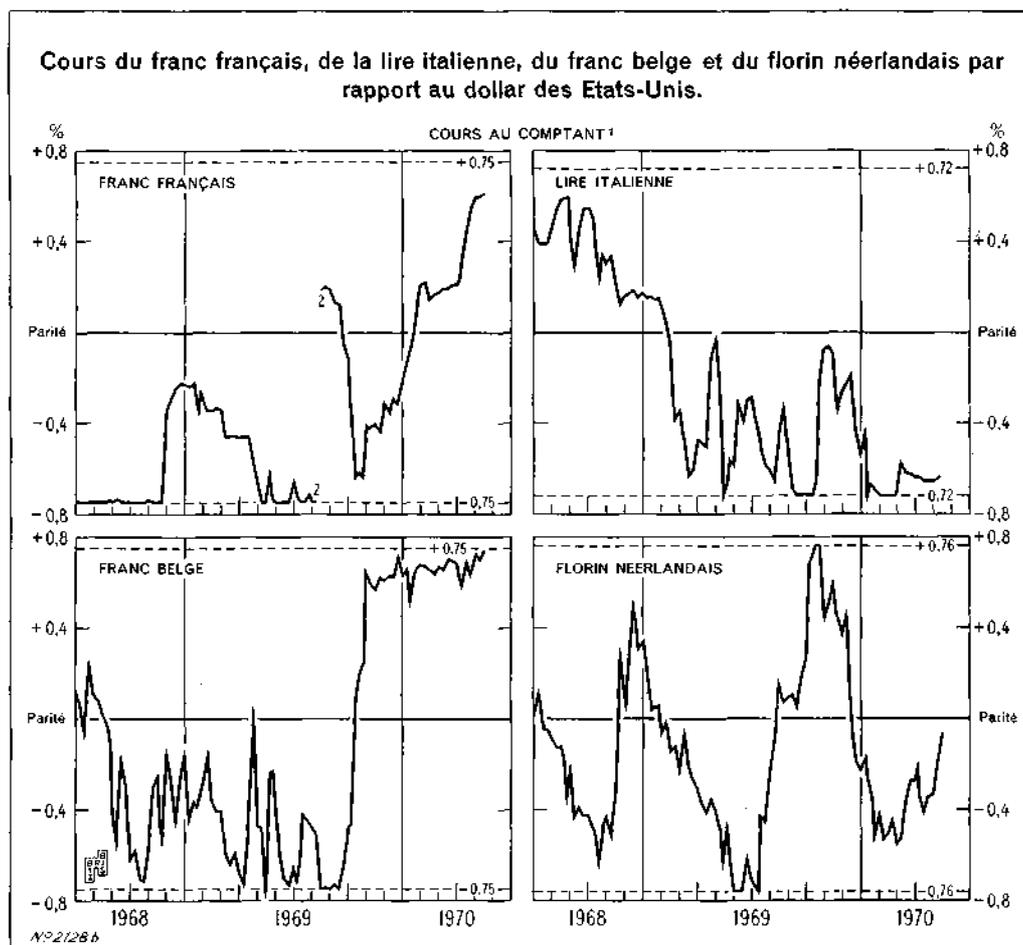
le franc français a provoqué un afflux de capitaux en territoire helvétique, de sorte que le cours du franc suisse au comptant par rapport au dollar a atteint son plafond de 1,78 % au-dessus de la parité, avant même les opérations habituelles des banques en fin de trimestre. Au début de mai, le franc suisse a légèrement cédé du terrain dans le sillage du vaste mouvement en faveur du deutsche mark. En octobre, lorsque le bruit a couru que le franc suisse pourrait être réévalué en même temps que le deutsche mark, le cours au comptant est demeuré dans les alentours du cours-plafond, bien après le dénouement des opérations de «window-dressing» de fin septembre. A la suite du démenti officiel opposé à toute idée de réévaluation, le cours s'est fortement replié au début du mois de novembre, tombant à 0,8 % au-dessus de la parité, ce qui constitue son niveau le plus bas enregistré depuis mai 1968.

Mis à part ces péripéties, les exportations de capitaux en direction du marché de l'Euro-dollar ont contribué à maintenir le franc suisse en dessous de son plafond d'intervention par rapport au dollar pendant la plus grande partie de 1969. Au début de 1970, le recul du cours au comptant provoqué par le dénouement des opérations de «window-dressing» n'a pas été aussi prononcé que d'habitude. Le système du dépôt à l'exportation incorporé dans le programme anti-inflationniste de la mi-janvier, ainsi que le projet de modification de la législation actuelle de façon à pouvoir ajuster la parité de la monnaie sans en référer au Parlement, ont influencé les milieux du marché, encore sensibilisés par l'histoire récente du deutsche mark. Aussi, le cours au comptant du franc suisse s'est-il rapproché du plafond d'intervention en février; cependant, en raison de la faiblesse de la demande, la cote est retombée à 1,4 % au-dessus de la parité au début de mars. Dans les premiers jours de mai, le cours s'est à nouveau raffermi à plus de 1,7 % au-dessus de la parité, pour se replier quelque peu après.

Franc français. Au début de 1969, la situation du franc français sur les marchés des changes bénéficiait toujours, jusqu'à un certain point, de l'application du contrôle des changes et d'autres mesures prises par les autorités à la suite de la crise de novembre 1968. Dès le début de l'année ou presque, le cours au comptant par rapport au dollar s'est néanmoins replié et, pendant les premiers jours du mois de mars, il s'est tenu à 0,45 % en dessous de la parité. En avril, sous l'effet de la dégradation de la situation politique, le cours au comptant a encore cédé du terrain par rapport au dollar et, à la suite de la démission du Général de Gaulle, il s'est situé à son plancher d'intervention; il est demeuré à ce niveau ou dans ses environs immédiats la plupart du temps jusqu'au 8 août.

Ce même jour, le gouvernement a annoncé une dévaluation de 11,1 %. La nouvelle teneur en or du franc ressort désormais à 0,16 gramme et la nouvelle

parité, par rapport au dollar, est de FF 5,5542. Le cours au comptant s'est immédiatement raffermi pour se situer à près de 0,2% au-dessus de la nouvelle parité par rapport au dollar. A l'approche des élections allemandes, le cours s'est cependant replié au-dessous de la parité à la mi-septembre et, contrairement à ce qui s'était passé dans le cas de la livre sterling, le franc français a continué à céder du terrain pendant le mois d'octobre, pour s'établir à plus de 0,6% au-dessous de la parité dans les derniers jours qui précédèrent la réévaluation allemande. Depuis lors, l'amélioration de la cote du franc, sur le marché, a encore été plus prononcée que dans le cas de la livre. Si un renversement s'est amorcé dans les termes de paiements dès l'annonce de la réévaluation officielle du deutsche mark, le cours au comptant ne s'est raffermi que progressivement et se situait toujours à 0,35% en dessous de la parité au début de décembre. Ensuite, devant les signes très nets de redressement marqués par la situation des échanges commerciaux avec l'étranger, le



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

mouvement de reprise du franc s'est intensifié. La cote a atteint la parité par rapport au dollar à la mi-janvier et, au début de mai, le cours au comptant s'est encore amélioré de 0,6%.

Lire italienne. A la différence de la livre sterling et du franc français, la lire italienne s'est affaiblie sur les marchés des changes pendant la période sous revue. Après s'être situé, au début de l'année 1969, à près de 0,2% au-dessus de la parité par rapport au dollar, le cours au comptant s'est replié, sous la pression des sorties de capitaux, à 0,6% environ en dessous de la parité à la mi-mars. Un mois après, il amorçait un bref redressement, pour s'établir à un niveau voisin de la parité mais, le 9 mai, sous l'effet de la demande de deutsche marks, il fléchissait au plancher d'intervention. Pendant la période de reprise qui s'ensuivit, la lire est demeurée bien en dessous de la parité, en dépit des rapatriements de devises auxquels les banques ont été tenues de procéder, et elle a encore cédé du terrain lorsque la saison touristique a battu son plein à la fin de juillet et au début d'août.

Immédiatement après la dévaluation du franc français, et de nouveau entre la mi-septembre et la mi-octobre, le cours au comptant par rapport au dollar est revenu à son plancher d'intervention. A la suite de l'ajustement du taux de change du deutsche mark, la lire s'est redressée très fortement, touchant la parité pendant un bref intervalle au milieu du mois de novembre. La faiblesse sous-jacente de la balance des paiements s'est de nouveau fait sentir à partir de la mi-décembre, et les fortes pertes de change, en janvier et en février, ont maintenu la lire presque continuellement à son niveau inférieur d'intervention. Vers la fin de février, par suite du renforcement de la réglementation sur les rapatriements de billets de banque italiens, la décote de la lire-billet en Suisse s'est élargie pendant un certain temps, passant de 4 à 7%. S'il est vrai que, depuis lors, la balance des paiements s'est fortement redressée et que les billets se traitent maintenant avec un écart ne dépassant pas 3,5% au-dessous du pair, le cours de la lire au comptant, sur le marché officiel des changes, se situait toujours, au milieu du mois de mai 1970, à plus de 0,6% en deçà de sa parité en dollar.

Franc belge. Au cours des neuf premiers mois de 1969, le franc belge s'est ressenti de l'attrait exercé par le marché de l'Euro-dollar ainsi que de l'agitation qui a secoué les monnaies par intermittence. Sous l'influence du premier de ces deux facteurs, le cours au comptant par rapport au dollar a reculé entre le début de février et le commencement d'avril, passant de moins de 0,2% en dessous de la parité à un niveau proche du plancher d'intervention. Après un bref redressement qui l'a porté, à la mi-avril, à sa parité avec le dollar, il est temporairement redescendu, sous l'impulsion de la crise de change de la fin d'avril, jusqu'à sa

limite inférieure, atteinte le 9 mai. A la fin de ce même mois, il a accusé un nouvel accès de faiblesse, et touché son point le plus bas immédiatement après la dévaluation du franc français. La crainte de voir le franc belge subir le même sort a fait de nouveau baisser le cours au comptant sur le marché officiel, jusqu'au plancher d'intervention, tandis qu'une décote d'environ 7% apparaissait sur le marché libre.

La faiblesse du franc belge a persisté quelque temps après la dévaluation du franc français, et le cours au comptant par rapport au dollar s'établissait encore à la limite inférieure d'intervention le 12 septembre. Par la suite, toutefois, les taux d'intérêt pratiqués en Belgique s'étant sensiblement relevés et la réglementation du contrôle des changes ayant été renforcée à plusieurs reprises entre avril et août, le franc belge a effectué une remontée spectaculaire, à telle enseigne qu'après avoir été candidat à la dévaluation, la situation a paru un moment pouvoir justifier une révision en hausse de sa parité. Depuis octobre, le franc n'a cessé de faire preuve de fermeté sur les marchés des changes; vers la fin de ce même mois, le cours au comptant par rapport au dollar atteignait le plafond d'intervention et, à la fin de l'année, la décote du franc sur le marché libre avait pratiquement disparu. Au milieu de mai 1970, le cours au comptant sur le marché officiel dépassait de plus de 0,7% la parité par rapport au dollar.

Florin néerlandais. Sous l'influence des mêmes pressions extérieures que celles dont le franc belge a été victime, et aussi sous celle des facteurs d'inflation d'origine interne, le cours au comptant du florin par rapport au dollar a fléchi, durant les cinq premiers mois de 1969, de 0,35% au-dessus de la parité jusqu'au plancher d'intervention. A la mi-juillet, à la suite de l'institution de mesures de réglementation des positions extérieures des banques, le cours commença à s'apprécier pour s'établir, au début d'août, juste au-dessus de la parité. Vers la fin de septembre, un nouveau mouvement de hausse du cours au comptant s'amorça et, à la mi-octobre, devant la perspective d'une réévaluation du deutsche mark, le marché établit un parallèle avec la situation de mars 1961, et le cours du florin se hissa jusqu'à sa limite supérieure par rapport au dollar. Les autorités ayant déclaré que, cette fois, la monnaie néerlandaise ne suivrait pas l'exemple du deutsche mark, le cours au comptant s'est replié. En novembre, il a commencé à reculer fortement et, à la fin de janvier 1970, il se trouvait à plus de 0,5% en dessous de sa parité par rapport au dollar. Le florin a retrouvé de la fermeté en mars et, bien qu'une partie du terrain gagné ait été reperdue en avril, il se situait, au milieu de mai, très près de sa parité par rapport au dollar.

Autres monnaies européennes. Pendant la majeure partie de l'année 1969, la couronne suédoise a subi des pressions sur le marché des changes, et les autorités ont dû vendre d'importantes quantités de devises prélevées sur les réserves. Le

cours au comptant par rapport au dollar a oscillé entre la parité, niveau auquel il était soutenu par la Riksbank, et 0,4% environ au-dessus de celle-ci. En février 1970, sous l'effet de nouvelles pertes de devises, la Riksbank a cessé de soutenir la couronne à la parité, et le cours est tombé à 0,6% au-dessous de celle-ci au début de mars. Au milieu de mai, la couronne se situait encore à 0,5% en dessous du pair. La *couronne danoise* a décroché de sa parité avec le dollar au milieu de mars 1969, et sa faiblesse a persisté jusqu'à la réévaluation du deutsche mark. La reprise ultérieure a porté le cours au comptant au-dessus de la parité en novembre, et ce niveau a été maintenu jusqu'à la mi-avril 1970. Depuis lors, la cote s'est un peu détendue. La *couronne norvégienne* a enregistré des oscillations d'assez faible amplitude autour de sa parité avec le dollar pendant toute l'année 1969 et les premiers mois de 1970. En raison de la situation toujours favorable de la balance des paiements, le *schilling autrichien* s'est traité, pendant pratiquement toute la période sous revue, entre 0,4 et 0,8% au-dessus de sa parité par rapport au dollar. Il est toutefois tombé momentanément jusqu'à proximité de celle-ci au moment de la crise qui a secoué les monnaies en mai 1969. En raison du déficit important accusé par la balance des paiements de l'Espagne, le cours au comptant de la *peseta espagnole* par rapport au dollar a fléchi, passant de 0,4% au-dessus de la parité au début de mars à un niveau légèrement inférieur à celle-ci à la fin de mai-début de juin. Après le raffermissement enregistré en août, époque durant laquelle les recettes touristiques atteignirent leur maximum, les autorités laissèrent de nouveau la peseta se replier, à la fin de novembre, à un niveau légèrement inférieur à sa parité par rapport au dollar, lorsque des bruits d'une éventuelle dévaluation firent naître une pression accentuée sur les réserves. La confiance fut rapidement rétablie et, au début de mai 1970, le cours était remonté à 0,4% au-dessus du pair.

Dollar canadien. Au cours du premier semestre de 1969, le dollar canadien s'est affaibli à la suite de la hausse des taux d'intérêt à l'étranger. Le cours au comptant par rapport au dollar E.U., qui se situait au début de l'année à proximité de son plafond effectif, a reculé pour s'établir en juillet en dessous de la parité. Les sorties de capitaux, qui ont été largement supérieures à l'afflux pourtant considérable de fonds à long terme, s'expliquent, en grande partie, par les opérations de swap contre dollars E.U. conclues par des résidents pour échapper au plafonnement des taux de rémunération des dépôts en dollars canadiens. Si, d'une part, la Banque du Canada a relevé son taux d'escompte officiel de 6½ à 8% en trois étapes entre mars et juillet, elle s'est efforcée, en outre, à la mi-juillet, de s'opposer directement aux sorties de ressources, en invitant les banques à charte à ne plus laisser le niveau des dépôts «swaps» en dollars E.U. marquer un nouvel accroissement. Le cours au comptant est immédiatement monté au-dessus de la parité en dollars E.U. et, à la fin de l'année, il avait regagné son plafond.

Au cours des cinq premiers mois de 1970, du fait en partie de l'évolution favorable de la situation des paiements de base, et en partie du fléchissement de certains taux d'intérêt à l'étranger, la demande de dollars canadiens a été très active, et les réserves officielles de change se sont accrues de plus de \$1,2 milliard, compte non tenu de la première tranche des D.T.S. attribués au Canada. Le plafonnement des dépôts «swaps» en dollars E.U. a été supprimé à la fin de mars; cependant, le rythme de progression des réserves s'est accéléré en avril et en mai. En conséquence, les autorités ont fait savoir qu'à partir du 1er juin «le Fonds de stabilisation des changes canadien cessera, pour le moment, d'acheter des dollars E.U. en quantité suffisante pour empêcher le cours du dollar canadien sur le marché de dépasser de plus de 1% sa parité de 92 ½ cents».

Autres événements dans le domaine des changes.

Il a déjà été question, dans les chapitres précédents, des deux principales révisions de parité (franc français et deutsche mark) intervenues en 1969. (A signaler que les monnaies de tous les pays de la zone franc, à l'exception de l'Algérie, du Maroc et de la Tunisie, ont été dévaluées dans le sillage du franc et au même taux.) A ces changements fondamentaux viennent s'ajouter de très nombreuses modifications apportées à la réglementation des changes appliquée par les pays européens au cours de la période sous revue. Elles peuvent se classer en deux grandes catégories: tout d'abord, les mesures de limitation des sorties de fonds, y compris ceux à court terme, destinées notamment à enrayer la fuite de capitaux provoquée tant par la montée des taux d'intérêt sur le marché de l'Euro-dollar que par les perspectives d'ajustements monétaires et, en second lieu, des mesures d'assouplissement apportées aux restrictions de change par les pays dont la balance des paiements était en voie de redressement.

En ce qui concerne l'application de nouvelles restrictions de change, il faut signaler les dispositions adoptées par la Belgique, pendant les neuf premiers mois de 1969, à la suite des fortes pressions qui s'exerçaient sur le franc. En avril, des limites furent imposées à la position globale des banques en monnaies étrangères acquises sur le marché réglementé des changes et à leurs avances en francs en comptes étrangers convertibles sur ce marché. Pour s'opposer à l'évolution défavorable des termes de paiements, ces mesures furent complétées, durant la crise monétaire internationale de mai, par une réglementation aux termes de laquelle les banques ne pouvaient vendre des devises aux importateurs belges que pour des règlements immédiats de transactions commerciales autorisées avec des non-résidents. En août, toute opération d'achat de devises sur le marché officiel, portant

sur un montant supérieur à la contre-valeur de FB 10 millions (soit \$200.000) fut soumise à autorisation préalable; en même temps, les banques belges se virent interdire de rémunérer les avoirs en devises constitués auprès d'elles par des résidents, en contrepartie de recettes d'exportations. Enfin, le 1er octobre, les autorités abaissèrent les plafonds appliqués depuis avril aux avoirs en devises des banques.

Au Danemark, les banques furent invitées, en février 1969, à réduire de 20% environ leurs avoirs en devises pour les ramener au niveau moyen enregistré pendant le premier semestre de 1968. En mai, les remboursements anticipés de dettes extérieures furent interdits et les règlements d'avances sur commande à l'importation furent soumis à autorisation préalable. Il fut, en outre, défendu aux banques, sauf dans les cas où leur position nette envers l'étranger était négative, de satisfaire aux obligations de réserve imposées par la Banque Nationale par un accroissement de leurs avoirs en devises, alors que cette possibilité leur était offerte précédemment.

En Italie, les autorités prirent, en 1969 et au début de 1970, un certain nombre de mesures directes destinées à enrayer ou à atténuer les sorties de capitaux qui contribuaient, sous différentes formes, à affaiblir la position extérieure. Il a déjà été fait mention aux pages 165 et 166 des mesures décidées pour amener les banques à réduire leur position extérieure nette pendant le deuxième trimestre de 1969. Le 1er avril, les autorités suspendirent, en outre, la facilité qu'avaient les banques italiennes de participer sans réserve à des syndicats d'émission pour la prise en charge et le placement en Italie de valeurs mobilières étrangères. Parallèlement, les ventes en Italie de parts de fonds d'investissement étrangers ne furent autorisées que si 50% des éléments d'actif de ces fonds étaient placés en valeurs italiennes; les autorités adoptèrent, par ailleurs, une attitude plus restrictive à l'encontre des transferts de capitaux à l'étranger par les émigrants. En février 1970, des mesures plus sévères furent prises pour enrayer l'exode de capitaux: réduction de douze à quatre mois, à dater de la livraison, du délai de rapatriement des recettes d'exportation et raccourcissement d'un an à trente jours de la durée maximum pouvant s'écouler entre la date du règlement anticipé des importations et l'arrivée des marchandises. Simultanément, à l'effet de décourager les exportations de billets de banque italiens, les autorités prescrivirent la remise directe à la Banca d'Italia à Rome des billets dont le montant devait être porté au crédit d'un compte étranger en liras.

Aux Pays-Bas, les autorités adressèrent des directives aux banques, au début de juillet 1969, les invitant à ramener le volume global de leurs avoirs nets en devises, soit au niveau de la fin de mai, soit au niveau moyen de la période allant de la fin de mars à la fin d'avril. Les banques devaient, en outre, veiller à ce que

la moyenne de leurs avoirs extérieurs nets, pendant le deuxième semestre de 1969, soit inférieure de 10% au niveau de la période choisie pour référence. En novembre, cette réglementation fut assouplie et les banques furent autorisées à reconstituer leurs positions nettes en devises jusqu'à 125% du chiffre de la période de base.

En Espagne, un système de dépôts préalables à l'importation fut appliqué au début de décembre 1969, pour une période d'un an, en vue d'enrayer l'aggravation de la balance des paiements courants. Toutes les catégories d'achats à l'étranger sont frappées par cette réglementation; les montants des dépôts à effectuer, non productifs d'intérêt, sont fixés à 20% de la valeur des importations et ils ne sont restitués qu'au bout d'un délai de six mois.

Par suite des pertes de change occasionnées par l'exode massif de capitaux en 1969, les autorités suédoises furent amenées, à partir de septembre, à renforcer les mesures restrictives. Les autorisations officielles d'investissement direct à l'étranger, dont le rythme d'accroissement a doublé l'an dernier, ont été ramenées à leur niveau de 1968; la réglementation des achats, par les résidents, de valeurs suédoises détenues à l'étranger, et les dispositions relatives au versement, aux compagnies d'assurance sises à l'étranger, de primes d'assurance-vie et des cotisations de retraite, ont été aménagées dans un sens plus restrictif; en outre, les banques suédoises se sont vu interdire de rémunérer les avoirs en devises constitués par des résidents en contrepartie de recettes d'exportations, et les transferts de capitaux par les émigrants ont été rendus plus difficiles.

A propos de l'assouplissement des mesures de restriction en Europe pendant la période sous revue, il y a lieu de noter que le système des dépôts préalables à l'importation fut prorogé, au Royaume-Uni, jusqu'en décembre 1970, mais que le pourcentage applicable pour la constitution de ces dépôts fut abaissé, une première fois en décembre 1969, de 50 à 40%, puis à 30% en mai 1970. Les autorités britanniques donnèrent, en outre, à entendre qu'elles ne maintiendraient pas ce système en vigueur au-delà de décembre 1970. De plus, le montant de l'allocation de devises accordée aux résidents britanniques pour leurs voyages à l'étranger fut portée, à partir du 1er janvier 1970, de £50 à £300 par an (plus £25 en monnaie nationale par voyage).

En France, la dévaluation fut immédiatement suivie d'une modification de la réglementation applicable aux transactions effectuées par les résidents sur valeurs étrangères. Alors qu'auparavant, ils étaient contraints de céder sur le marché des changes les devises provenant de ventes de titres étrangers ou de les réinvestir à l'étranger, les résidents furent autorisés à vendre ces actifs à d'autres résidents à des fins d'investissement à l'étranger. Cette disposition eut pour effet de

réintroduire le marché des devises-titres en France. En décembre 1969, les autorités assouplirent les restrictions frappant les exportations de moyens de paiements étrangers par des non-résidents.

Compte tenu du redressement spectaculaire de la situation des réserves monétaires françaises, les autorités annoncèrent, en avril 1970, deux nouvelles mesures de desserrement du contrôle des changes. L'allocation en devises accordée aux touristes se rendant à l'étranger fut relevée de FF 1.000 à FF 1.500 par an. Le même mois, le taux applicable aux dépôts de dollars que les établissements de crédit sont, depuis le début de 1969, tenus de constituer auprès de la Banque de France, fut réduit de 100 à 50% de la position nette en devises de chaque banque envers des non-résidents.

En Finlande, également, l'allocation de devises accordée aux résidents voyageant à l'étranger fut relevée, en juillet 1969, de MF 1.000 à MF 3.000 par voyage, soit la contre-valeur de près de \$715.

En Allemagne fédérale, la réévaluation du deutsche mark, le 27 octobre, fut accompagnée de l'abolition du système de taxation des exportations et de dégrèvement des importations au taux de 4%, appliqué depuis novembre 1968. Eu égard aux sorties massives de fonds, les autorités supprimèrent, en novembre, l'obligation de constitution de réserves, au taux de 100%, en contrepartie de tout accroissement des engagements des banques envers des non-résidents, et levèrent, en décembre, l'interdiction faite aux établissements de crédit allemands de rémunérer les dépôts de non-résidents.

En ce qui concerne la Grèce, les ressortissants grecs travaillant à l'étranger sont autorisés, depuis octobre 1969, à se faire ouvrir auprès des banques nationales un compte en devises convertibles qu'ils peuvent créditer du montant de leurs gains en monnaies étrangères. Des taux de 7-8% sont actuellement servis sur ces soldes créditeurs.

Aux Etats-Unis, seuls quelques changements mineurs se sont produits dans le domaine du contrôle des changes pendant la période sous revue. Le système de la taxe d'égalisation des taux d'intérêt, appliqué aux achats de valeurs étrangères par les résidents américains, fut reconduit jusqu'en mars 1971, avec effet au mois d'octobre 1969. En même temps, les dispositions de cette loi furent aménagées, de façon à permettre à l'Administration, en cas de progrès satisfaisants de la balance des paiements, de procéder à la réduction des taux de la taxe afférente aux achats de valeurs étrangères nouvellement émises. En décembre 1969, il fut annoncé que le programme de redressement de la balance des paiements serait pratiquement maintenu en l'état en 1970. Il fut toutefois décidé de relever de \$1 million à \$5 millions le montant à partir duquel s'appliquent les restrictions

aux investissements directs à l'étranger; encore faut-il que les \$4 millions supplémentaires soient investis dans des pays en voie de développement. En outre, le contrôle des prêts bancaires fut légèrement assoupli en vue de permettre aux banques d'accorder, jusqu'à concurrence, pour chacune d'elles, de 0,5 % du total de son actif au 31 décembre 1968, des crédits d'un an ou plus à des non-résidents pour le financement d'exportations américaines. En revanche, les contrôles appliqués aux investissements de portefeuille effectués en valeurs étrangères par des institutions financières autres que des banques furent étendus aux achats de titres japonais.

Au Japon, la persistance d'un important excédent extérieur a permis d'assouplir, au cours de la période considérée, un certain nombre de pratiques et de réglementations applicables en matière de change. Il a déjà été fait mention à la page 172, des mesures prises par les autorités japonaises, depuis avril 1969, pour encourager les banques à substituer le yen aux monnaies étrangères pour le financement des importations; ces mesures ont contribué à un renversement de grande envergure de la position extérieure des banques japonaises qui, de débitrice, est devenue créditrice. En outre, l'allocation de devises aux résidents japonais se rendant à l'étranger a été portée de \$500 à \$700 par voyage en avril 1969, puis à \$1.000 en mars 1970. A dater de septembre 1969, les restrictions frappant le rapatriement, par des ressortissants étrangers, de revenus courants perçus au Japon et de profits réalisés par des sociétés sous contrôle étranger établies dans ce pays, et fondées avant juillet 1963 avec des capitaux obtenus sur le marché local, ont été levées. Enfin, il a été annoncé, en février 1970, que les fonds d'investissement japonais étaient désormais autorisés à placer jusqu'à la moitié de leurs capitaux en valeurs étrangères, à concurrence d'un plafond global de \$100 millions.

Aux Philippines, dans le cadre d'un programme de stabilisation visant à redresser la balance des paiements, il a été procédé, en février 1970, à une réforme du régime des changes se traduisant par une forte dévaluation de la monnaie. Les autorités ont cessé de soutenir le peso à la parité de Pesos 3,90 pour \$E.U. 1, et un marché libre des changes a été institué pour toutes les transactions, à l'exception de la cession de 80% du produit de la vente à l'étranger de quelques principaux articles d'exportation, qui continue de s'effectuer à la parité officielle. Cette mesure s'est accompagnée de certains assouplissements aux restrictions frappant les échanges commerciaux et les règlements. En mars 1970, le cours vendeur du peso sur le marché libre s'établissait à Pesos 6,12 pour \$E.U. 1.

Le régime des changes de l'Indonésie a fait également l'objet, en avril 1970, d'une réforme à laquelle ont été associées d'autres mesures de stabilisation. Les deux marchés des changes qui existaient précédemment ont été fusionnés, et un taux unique de RPH 378 pour \$E.U. 1, qui était précédemment le taux du marché

des changes secondaire, a été institué. Ce taux s'applique à toutes les transactions, à l'exception des importations de biens et de services réglées en devises provenant de l'aide étrangère, pour lesquelles le taux de RPH 326 pour \$E.U. 1 est toujours en vigueur.

En août 1969, le riel cambodgien a été dévalué de 37%, sa teneur en or ayant été abaissée de 0,0253905 gramme à 0,016 gramme. La nouvelle parité par rapport au dollar est de J 55,542, mais le taux de change par rapport au franc français, qui précédemment ne correspondait pas à la relation entre la valeur-or des deux monnaies, est demeuré inchangé à J 10 pour FF 1.

Pendant la période sous revue, les Bermudes, la Jamaïque et la Rhodésie ont adopté le dollar à la place de la livre comme unité monétaire. Aux Bermudes, où le changement s'est opéré en février 1970, 2,4 dollars correspondent à une livre et le dollar des Bermudes est à la parité avec le dollar E.U. (En même temps, le dollar des Bahamas a été dévalué très légèrement pour s'établir lui aussi à la parité avec le dollar E.U.) A la Jamaïque et en Rhodésie, où le dollar a été introduit en septembre 1969 et février 1970 respectivement, deux unités de la nouvelle monnaie égalent une unité ancienne et les nouvelles parités par rapport au dollar sont J \$0,83 = \$E.U. 1 et R \$1 = \$E.U. 1 respectivement.

En Amérique latine, les taux de change des monnaies brésilienne et chilienne ont subi de nouveau et à plusieurs reprises des ajustements en baisse. Au Brésil, le taux de change libre, qui s'établissait en mai 1969 à Cr 4,0375 pour \$E.U. 1, a été révisé en baisse huit fois au cours des douze mois suivants, se dépréciant au total de 11%. Cette dévalorisation a été toutefois bien moins forte qu'au cours des douze mois précédents, où elle avait atteint 20%. La dépréciation de l'escudo chilien a été, ces derniers temps, beaucoup plus accentuée que celle du cruzeiro brésilien, et les ajustements plus fréquents. Au total, l'escudo a perdu environ un quart de sa valeur au cours de la période d'un an s'achevant en mai 1970. A Costa Rica, en revanche, le cours vendeur sur le marché libre, qui s'était apprécié en avril 1969, passant de Colones 7,10 à Colones 6,95 pour \$E.U. 1, a été aligné en décembre sur le cours officiel de Colones 6,65 pour \$E.U. 1, en même temps que toutes les mesures de contrôle des changes étaient supprimées. En Argentine a eu lieu une réforme monétaire qui a pris effet au 1er janvier 1970 et la monnaie a été échangée à raison de 100 unités anciennes pour 1 unité nouvelle. La nouvelle parité par rapport au dollar est fixée à Pesos 3,50 pour \$E.U. 1.

V. LE MARCHÉ DES EURO-MONNAIES.

En 1969, le marché des Euro-monnaies a continué d'enregistrer une expansion remarquable. Les engagements extérieurs en monnaies étrangères des banques des huit pays d'Europe qui communiquent des renseignements à la B.R.I. ont fait un bond de \$22,8 milliards pour atteindre \$56,7 milliards, tandis que leurs avoirs progressaient de \$20,2 milliards, pour s'établir à \$58,2 milliards. Abstraction faite des dépôts successifs de banque à banque, il est possible d'estimer que le volume global des crédits accordés par l'intermédiaire de l'Euro-marché est passé de \$30 milliards environ à près de \$45 milliards, et la composante dollar de \$25 milliards à \$37,5 milliards.

Cette expansion énorme, au cours de laquelle les taux d'intérêt se sont hissés à des niveaux jusqu'alors considérés comme inconcevables, est à l'image des pressions que la demande a exercées sur le marché, et elle s'explique essentiellement par la sévère contraction du crédit aux Etats-Unis, qui a conduit les banques américaines à rechercher activement les Euro-dollars, surtout pendant le premier semestre. Un deuxième facteur, dont l'influence s'est, elle aussi, principalement exercée pendant la première moitié de l'année, a été le recours accru à l'emprunt en Euro-dollars des banques françaises et italiennes, contraintes par leurs autorités respectives de réduire leurs positions extérieures nettes. Il y a lieu de noter, en troisième lieu, la demande répétée de dollars, aux fins de conversion en deutsche marks, en prévision de la modification de parité de la monnaie allemande. Enfin, au quatrième trimestre, lorsque les capitaux étrangers refluent en masse d'Allemagne fédérale, les banques de ce pays ont elles-mêmes recouru à l'Euro-marché pour pallier les tensions sur leur liquidité.

La croissance sans précédent du marché de l'Euro-dollar pose à nouveau le problème des répercussions de cette expansion sur les balances des paiements des divers pays. Sur ce point, il importe de faire une distinction entre les différentes directions prises par les flux d'Euro-dollars.

Dans la mesure où l'origine des capitaux et leur utilisation définitive se situent, l'une comme l'autre, en dehors des Etats-Unis, ce qui se produit est en fait un véritable transfert entre pays tiers de fonds qui, sur une partie du circuit, sont libellés en dollars. Comme n'importe quel autre mouvement de capitaux extérieur aux Etats-Unis, il se peut que ce transfert exerce des répercussions sur la distribution des réserves officielles entre pays, mais non, en général, sur leur volume global (ignorant à cet égard le rôle de monnaie de réserve joué par la livre sterling);

en outre, l'influence de ces courants de capitaux sur la situation de la balance des paiements des Etats-Unis reste faible et réciproquement. D'après les estimations figurant au tableau de la page 206, les flux de crédits en Euro-dollars entre pays tiers ont atteint, en 1969, un montant d'environ \$5 milliards, soit \$5,5 milliards de capitaux empruntés et utilisés en dehors des Etats-Unis, moins un montant de \$0,5 milliard provenant des pays communiquant des renseignements à la B.R.I. (la «zone des huit pays»), mais aboutissant en fait aux Etats-Unis par l'intermédiaire des Bahamas ou d'autres lieux.

Le reliquat de l'augmentation de \$12,5 milliards enregistrée dans les crédits en Euro-dollars, soit \$7,5 milliards, correspond à des prêts octroyés à des résidents des Etats-Unis — au premier chef les banques américaines. Le flux d'Euro-dollars à destination des Etats-Unis a été approvisionné par quatre sources principales. Trois d'entre elles n'ont toutefois pas impliqué un véritable transfert net de capitaux vers les Etats-Unis car elles étaient alimentées

- 1) à concurrence d'une somme estimée à environ \$2 milliards, par des fonds provenant des Etats-Unis eux-mêmes et placés sur le marché de l'Euro-dollar;
- 2) à concurrence de \$0,5 milliard, par des transferts, au profit des banques participant à l'Euro-marché, d'avoirs en dollars précédemment détenus auprès de banques américaines par des résidents extérieurs privés;
- 3) à concurrence de \$1,5 milliard, par des transferts, à destination de banques situées hors des Etats-Unis, d'avoirs en dollars détenus à New York par des organismes officiels étrangers.

Dans ces trois cas, il s'agissait donc d'une sorte de mouvement en circuit fermé (d'un volume global de \$4 milliards) avec points de départ et d'arrivée situés aux Etats-Unis, mais transitant par le marché de l'Euro-dollar. Ces flux n'avaient, par conséquent, aucun effet sur la liquidité bancaire ou les réserves officielles des pays autres que les Etats-Unis, mais exerçaient par contre, au moins pour certains d'entre eux, une influence considérable sur la balance des paiements de ce pays. Le mouvement d'aller et retour des capitaux américains (cas n° 1 de \$2 milliards) engendrait une aggravation du déficit des paiements calculé sur la base dite des liquidités; le transfert des fonds officiels (cas n° 3 de \$1,5 milliard) provoquait un gonflement de la balance des paiements au titre des règlements officiels. Dans le cas n° 1, la progression du marché de l'Euro-dollar était ainsi l'une des causes du déficit américain sur la base des liquidités alors que, dans le cas n° 3, elle en était plutôt la conséquence puisque, en son absence, les organismes officiels étrangers auraient disposé d'un volume sensiblement moins élevé de réserves pouvant être transférées au marché. Le cas n° 2 n'implique aucun lien direct d'interdépendance avec la balance des paiements américaine, ni dans un sens ni dans l'autre.

**Evaluation des effets des flux d'Euro-dollars sur les balances
des paiements en 1969.**

Origines des fonds empruntés par les banques des Etats-Unis	Effet sur		
	La balance des paiements des Etats-Unis, sur la base des liquidités	La balance des paiements des Etats-Unis, sur la base des transactions entre autorités monétaires	La balance des paiements du reste du monde, sur la base des transactions entre autorités monétaires
	en milliards de dollars E.U.		
1) Exportations de capitaux des Etats-Unis à destination de l'Euro-marché (\$2 milliards) . . .	— 2,0	—	—
2) Transferts de capitaux privés étrangers des Etats-Unis vers l'Euro-marché* (\$0,5 milliard) . .	—	—	—
3) Transferts de capitaux officiels étrangers des Etats-Unis vers l'Euro-marché* (\$1,5 milliard) . .	—	1,5	—
4) Transferts de capitaux détenus hors des Etats-Unis vers l'Euro-marché (\$3,5 milliards) . .	—	3,5	— 3,5
Total (\$7,5 milliards)	— 2,0	5,0	— 3,5

* On admet par hypothèse que tous ces capitaux étaient détenus sous une forme «liquide». Dans la mesure où tel n'aurait pas été le cas, la première colonne donnerait une estimation trop faible de l'effet négatif des flux d'Euro-dollars sur la balance des paiements des Etats-Unis, calculée sur la base des liquidités.

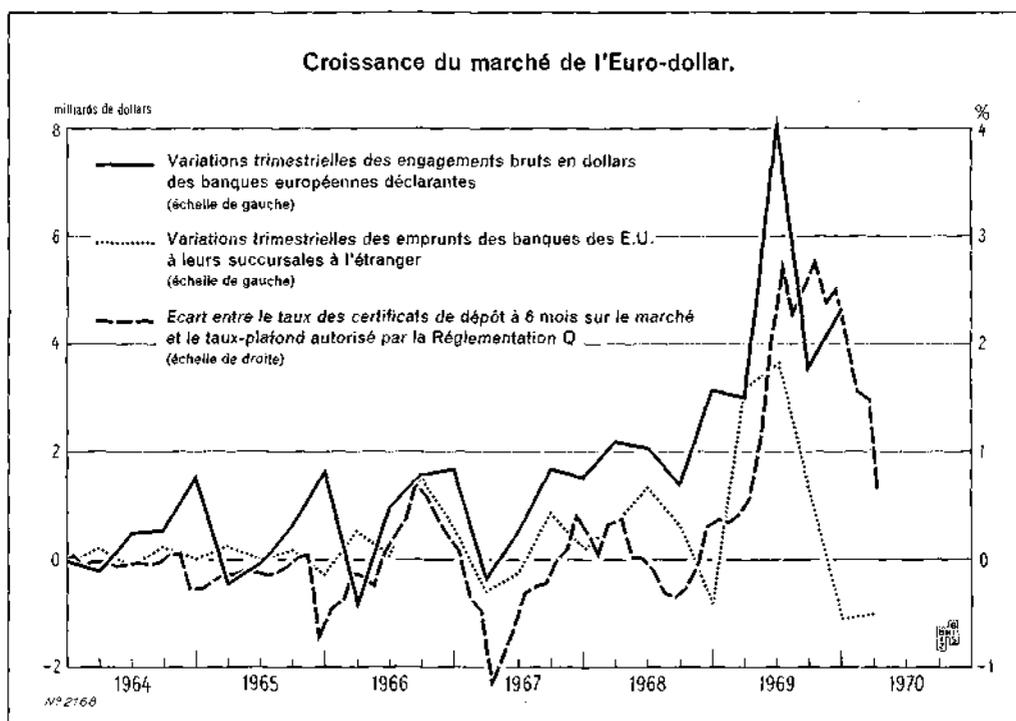
Seule donc la quatrième source, constituée par des capitaux empruntés par les banques américaines, mais provenant initialement de la conversion d'autres monnaies en dollars, représentait un apport nouveau de capitaux vers les Etats-Unis, et impliquait une réduction correspondante des réserves officielles et des liquidités des banques commerciales du reste du monde. Calculé en tant que solde entre le total de \$7,5 milliards des crédits octroyés aux Etats-Unis et les \$4 milliards provenant des trois premières sources, l'apport nouveau de capitaux aux Etats-Unis s'établit ainsi à \$3,5 milliards environ. C'est principalement dans ce cas qu'il est possible de dégager une relation caractérisée de cause à effet entre le déficit de la balance des paiements des Etats-Unis, sur la base des liquidités, et l'expansion du marché car, sans l'existence d'un tel déficit, les autres pays n'auraient sans doute pu accepter de laisser subir à leurs réserves la ponction de \$3,5 milliards que représentait le flux d'Euro-dollars se dirigeant vers les Etats-Unis.

L'entrée de capitaux de \$3,5 milliards ne réduisait pas le déficit des Etats-Unis, sur la base des liquidités, puisqu'elle était enregistrée comme mouvement monétaire, mais elle déterminait une amélioration correspondante de la balance des paiements calculée sur la base des transactions entre autorités monétaires. Elle n'exerçait un effet expansionniste sur la base monétaire de l'économie américaine que dans la mesure où les pays d'où provenaient les capitaux ne les obtenaient

pas par prélèvement sur leurs réserves en dollars, mais se les procuraient au moyen de ventes d'or ou à l'aide de tirages sur des facilités de swap de la Réserve fédérale. Ce cas mis à part, le flux de capitaux, de même que dans les trois autres situations précédemment examinées, ne représentait, pour l'essentiel, qu'un simple transfert de propriété, hors des Etats-Unis, d'avoirs en dollars toujours conservés dans ce pays.

Les chiffres cités dans les paragraphes précédents ne concernent que les capitaux ayant transité, à un stade ou à un autre, par les banques des pays européens communiquant des renseignements à la B.R.I. Une comparaison avec les statistiques américaines montre que l'accroissement des engagements liquides à l'égard de toutes les banques commerciales étrangères est de l'ordre de \$9,3 milliards et non plus \$7,5 milliards.

Le rôle joué par la Réglementation Q dans la pénurie de crédit aux Etats-Unis et son incidence sur l'Euro-marché, ainsi que les mesures de défense prises par les autres pays, ont déjà été exposés dans les chapitres précédents. Dans le graphique ci-dessous, l'incidence de la Réglementation Q est envisagée dans une perspective un peu plus vaste. Il ressort de ce graphique qu'il existe une relation assez étroite entre l'effet restrictif - mesuré d'après l'écart existant entre les taux du



marché monétaire américain et les plafonds de la Réglementation Q — exercé par ces plafonds sur les banques américaines et l'expansion des dépôts en dollars constitués auprès des banques situées en dehors des Etats-Unis. Le graphique montre également que l'Euro-marché a continué de se développer, bien qu'à une allure plus modérée, même aux époques où les taux du marché monétaire américain étaient inférieurs aux plafonds autorisés par la Réglementation Q et où ces derniers, par conséquent, n'exerçaient pas d'influence réelle. Le fléchissement du volume des dépôts en Euro-dollars au premier trimestre des années 1965, 1966 et 1967 s'explique, en partie, par la baisse saisonnière habituelle, liée au renversement des opérations de fin d'année, des taux de rémunération de ces dépôts. Le graphique montre que les plafonds imposés par la Réglementation Q, quand ils ont produit leur effet, ont fortement stimulé la croissance du marché. Leur influence s'est exercée essentiellement de deux façons: d'abord, en renforçant la possibilité, pour les banques participant à l'Euro-marché, d'offrir des taux d'intérêt supérieurs à ceux des banques américaines; ensuite, en incitant ces dernières à se tourner vers le marché de l'Euro-dollar, dont les taux s'inscrivaient ainsi en hausse sous l'effet de cette demande. Ces deux incidences peuvent se discerner en 1966, pendant le premier semestre de 1968 et surtout en 1969, année où l'écart entre les taux d'intérêt des certificats de dépôt des Etats-Unis sur le marché secondaire et les taux-plafonds autorisés par la Réglementation Q s'est élargi au-delà de deux points. Le ralentissement progressif des appels à l'emprunt des banques américaines pendant la seconde moitié de 1969, en dépit du niveau demeuré élevé de la prime est, sans aucun doute, imputable en partie aux mesures prises par les autorités des Etats-Unis pour rendre l'Euro-marché moins avantageux pour leurs banques.

Une de ces mesures, qui a pris effet au 31 juillet, a comblé une large faille qui était apparue dans le système des réserves obligatoires à l'occasion de certaines catégories de transactions sur Euro-dollars que les banques américaines effectuaient en faisant intervenir leurs filiales à l'étranger. Il a été décidé que les banques seraient désormais tenues d'inclure, dans leurs dépôts à vue assujettis à la constitution de réserves, les chèques émis par elles pour le compte de leurs filiales. Une seconde mesure, annoncée à la fin de juin, mais dont l'entrée en vigueur n'intervint qu'à partir du 4 septembre, a institué une réserve obligatoire complémentaire, égale à 10% de l'accroissement des emprunts en Euro-dollars auprès de leurs filiales à l'étranger au-delà de leur encours moyen de mai 1969. Cette obligation s'appliquait aussi, avec certaines restrictions, aux prêts directs des filiales aux résidents américains n'appartenant pas au secteur bancaire, aux transferts d'actifs des banques américaines à leurs filiales à l'étranger, et aux emprunts effectués auprès des banques étrangères. De plus, il était stipulé que toute réduction de

l'endettement d'une banque envers ses filiales à l'étranger, en deçà de son encours moyen du mois de mai, réduirait parallèlement la base sur laquelle la position des réserves obligatoires est calculée; cette dernière disposition avait pour objet de garantir l'économie américaine contre un renversement trop rapide du flux d'Euro-dollars vers les Etats-Unis.

Le coefficient maximum de réserves que les banques américaines sont tenues d'observer sur leurs dépôts à terme d'origine interne étant fixé à 6%, l'institution d'un pourcentage de 10% signifie que, pour ces banques, à supposer que toutes les conditions relatives aux taux d'intérêt soient par ailleurs égales, il leur est devenu plus coûteux de se procurer des capitaux par l'intermédiaire de leurs filiales à l'étranger qu'en acceptant des fonds en dépôt aux Etats-Unis. Ceci a déjà produit des effets en ce qui concerne les dépôts constitués par les organismes officiels étrangers, dont le taux de rémunération n'est pas soumis au plafond de la Réglementation Q; en offrant des taux plus favorables à New York qu'à Londres, les banques américaines ont commencé, pendant le dernier trimestre de 1969, à provoquer le retour aux Etats-Unis des balances dollars de ces organismes. Il semble que, dans le cas où les taux du marché monétaire américain descendraient en dessous du plafond de la Réglementation Q, les banques américaines, en raison de l'obligation de réserve de 10%, cesseraient sans doute presque complètement d'emprunter des Euro-dollars au-delà de la marge libre de réserves de leur position débitrice, qui s'élève au total à \$10 milliards environ.

Positions globales envers l'étranger. L'interdépendance de plus en plus étroite des marchés financiers nationaux a eu pour corollaire une croissance quasi explosive des positions extérieures à court terme des banques. Les engagements à l'égard de l'étranger des banques des huit pays d'Europe qui communiquent des renseignements à la B.R.I. ont progressé de \$24,7 milliards pour s'établir à \$72,1 milliards, et leurs avoirs ont augmenté de \$22,9 milliards pour se situer à \$70,6 milliards. Leur position extérieure nette consolidée, après être passée, en 1968, d'un solde débiteur d'environ \$1,9 milliard à un solde créditeur de \$0,3 milliard, est redevenue négative à concurrence de \$1,5 milliard. L'année 1969 a ainsi été marquée par des entrées nettes de \$1,8 milliard, ce qui peut paraître surprenant étant donné l'avidité avec laquelle les banques américaines ont cherché à se procurer des capitaux, mais ce qui s'explique par l'importance des fonds que les banques françaises, italiennes et suédoises ont eu à se procurer, conformément aux directives de leur banque centrale, et que les banques allemandes, mises dans une situation délicate par les sorties massives de fonds ayant suivi la réévaluation du deutsche mark, ont elles-mêmes cherché à obtenir. La balance des paiements de chacun de ces quatre pays accusait un déficit important. Au Royaume-Uni et

en Suisse, qui tous deux ont enregistré un surplus de paiements, la position extérieure nette des établissements de crédit s'est considérablement améliorée. De même, les avoirs extérieurs nets des banques de deux autres pays dont la balance s'est soldée par un excédent, à savoir le Canada et le Japon, qui ne sont pas compris dans les totaux précédents, se sont accrus de \$0,5 milliard et de \$1,5 milliard respectivement.

La majeure partie de la progression des positions extérieures a porté, et de loin, sur la composante devises; les engagements et les avoirs en monnaie nationale des banques de la zone des huit pays n'ont augmenté que de \$1.840 millions et de \$2.660 millions respectivement. Le Royaume-Uni, la Suisse et l'Allemagne sont principalement à l'origine de ces mouvements. L'expansion de \$820 millions des avoirs nets en monnaie nationale s'explique, et au-delà, par l'accroissement des avoirs des banques suisses, qui ont exporté leurs excédents de liquidités internes exclusivement sous forme de francs suisses tandis que leurs avoirs extérieurs nets en monnaies étrangères fléchissaient, et par le fort développement des crédits à l'exportation des banques britanniques.

Les engagements et les avoirs en dollars des banques européennes ont progressé de \$19.200 millions et de \$17.150 millions respectivement (contre \$3.500 millions et \$3.210 millions en ce qui concerne les six autres monnaies recensées) pour atteindre, à la fin de 1969, \$46,1 milliards et \$47,6 milliards, ce qui représente environ le triple des chiffres correspondants de décembre 1966. Combinés, les avoirs nets des banques européennes en dollars ont enregistré une expansion de \$790 millions au premier semestre, en raison de conversions de monnaies tirées en dollars aux fins de prêts à des banques des Etats-Unis; au troisième trimestre, en revanche, ils ont fléchi de \$990 millions en raison du mouvement de spéculation sur le deutsche mark. Une nouvelle baisse de \$1.850 millions pendant le quatrième trimestre a été due essentiellement aux emprunts d'Euro-dollars effectués par les banques allemandes, ainsi qu'à un transfert d'actifs par la B.R.I., du marché de l'Euro-dollar vers celui de New York.

La progression des positions dans les six monnaies recensées, autres que le dollar, a surtout porté sur le deutsche mark et sur le franc suisse, tandis que les positions en livres sterling et en francs français ont continué à perdre de l'importance. L'expansion a été particulièrement marquée pour le deutsche mark (compte non tenu, bien entendu, des positions extérieures, en cette monnaie, des banques allemandes elles-mêmes), avec un accroissement de \$1.630 millions pour les engagements et de \$2.070 millions pour les avoirs. L'augmentation de ces engagements est probablement due, en partie, à l'essor des émissions d'obligations internationales libellées en deutsche marks en 1969, mais elle a eu aussi pour cause

**Engagements et avoirs à court terme, envers des non-résidents,
des banques communiquant des renseignements, par pays.¹**

Pays	En fin de mois	Engagements		Avoirs		Position nette		
		Monnaie nationale	Monnaies étrangères	Monnaie nationale	Monnaies étrangères	Monnaie nationale	Monnaies étrangères	Total
en millions de dollars E.U.								
Allemagne fédérale	1968 décembre	3.030	580	1.500	1.640	-1.530	1.060	- 470
	1969 mars	2.320	560	1.650	1.780	- 670	1.220	550
	juin	2.740	1.000	2.000	2.560	- 740	1.560	920
	septembre	3.200	1.160	1.580	2.540	-1.620	1.380	- 240
Belgique- Luxembourg . . .	décembre	3.670	2.140	1.990	1.850	-1.680	- 290	-1.970
	1968 décembre	590	2.670	330	2.320	- 260	- 350	- 610
	1969 mars	600	2.860	340	2.580	- 260	- 280	- 540
	juin	570	3.620	340	3.370	- 230	- 250	- 480
France	septembre	470	3.580	350	3.220	- 120	- 360	- 480
	décembre	510	4.030	340	3.640	- 170	- 390	- 560
	1968 décembre	700	4.640	390	4.660	- 310	20	290
	1969 mars	680	5.040	310	4.380	- 370	- 660	-1.030
Italie	juin	650	5.770	290	5.230	- 360	- 540	- 900
	septembre	860	6.530	290	5.940	- 570	- 590	-1.160
	décembre	880	7.490	300	6.970	- 580	- 520	-1.100
	1968 décembre	600	3.730	300	4.470	- 300	740	440
Pays-Bas	1969 mars	670	3.780	350	4.590	- 320	810	490
	juin	750	4.690	400	5.000	- 350	310	40
	septembre	710	4.820	410	5.160	- 300	340	40
	décembre	760	6.310	440	6.430	- 320	120	- 200
Royaume-Uni . .	1968 décembre	620	1.460	430	1.560	- 190	100	90
	1969 mars	590	1.450	460	1.640	- 130	190	60
	juin	720	1.980	600	2.170	- 120	190	70
	septembre	640	2.280	490	2.460	- 150	180	30
Suède	décembre	800	2.490	520	2.770	- 280	280	-
	1968 décembre	4.670	17.110	4.110	17.060	- 560	- 50	- 610
	1969 mars	4.620	19.750	4.240	19.720	- 380	- 30	- 410
	juin	4.790	25.280	4.510	25.280	- 280	-	- 280
Suisse ²	septembre	4.560	27.910	4.620	28.000	60	90	150
	décembre	4.760	28.710	4.830	28.770	70	60	130
	1968 décembre	230	300	90	700	- 140	400	260
	1969 mars	240	410	130	710	- 110	300	190
Canada	juin	270	430	150	740	- 120	310	190
	septembre	260	430	130	720	- 130	290	160
	décembre	240	450	100	660	- 140	210	70
	1968 décembre	3.180	3.350	2.590	5.810	- 600	2.260	1.660
Japon	1969 mars	3.360	3.670	3.150	5.760	- 210	2.090	1.880
	juin	3.350	4.570	3.730	7.220	380	2.650	3.030
	septembre	3.500	4.830	3.980	7.500	480	2.670	3.150
	décembre	3.640	5.030	3.870	7.130	30	2.100	2.130
Total	1968 décembre	13.620	33.840	9.730	38.020	-3.890	4.180	290
	1969 mars	13.080	37.520	10.630	41.160	-2.450	3.640	1.190
	juin	13.840	47.340	12.020	51.570	-1.820	4.230	2.410
	septembre	14.200	51.540	11.950	55.540	-2.350	4.000	1.650
Canada	décembre	15.460	56.650	12.390	58.220	-3.070	1.570	-1.500
	1968 décembre	610	2.750	80	4.240	- 530	1.490	960
	1969 mars	610	3.350	80	4.900	- 530	1.550	1.020
	juin	630	3.700	90	5.540	- 540	1.840	1.300
Japon	septembre	620	4.060	80	6.010	- 540	1.950	1.410
	décembre	630	4.330	110	6.300	- 520	1.970	1.450
	1968 décembre	370	4.210	-	4.450	- 370	240	- 130
	1969 mars	330	4.190	-	4.350	- 330	160	- 170
Total	juin	350	3.900	10	4.810	- 340	910	570
	septembre	340	3.610	10	5.170	- 330	1.380	1.030
	décembre	370	4.130	10	5.650	- 360	1.720	1.360

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 Y compris les avoirs et les engagements de la B.R.I. en Euro-monnaies.

**Positions extérieures en dollars et en certaines monnaies étrangères
des banques européennes communiquant des renseignements.**

En fin de période	Dollars	Autres monnaies étrangères						
		Total	Deutsche marks	Francs suisses	Livres sterling	Florins néerlandais	Francs français	Lires italiennes
en millions de dollars E.U.								
Engagements								
1964 décembre	9.650	2.570	770	820	760	90	80	50
1965 décembre	11.390	2.820	870	930	730	170	100	20
1966 décembre	14.760	3.570	970	1.220	710	70	570	30
1967 juin	14.930	4.120	1.470	1.300	950	90	280	30
décembre	18.110	4.150	1.670	1.400	800	100	150	30
1968 mars	20.280	5.110	2.110	1.750	920	90	200	40
juin	22.360	5.590	2.180	2.030	1.020	120	190	50
septembre	23.740	6.220	2.650	2.150	890	170	280	60
décembre	26.860	6.670	3.010	2.300	800	250	230	80
1969 mars	29.660	7.420	3.050	2.800	900	260	260	120
juin	37.880	9.120	4.260	3.290	910	350	170	140
septembre	41.420	9.940	4.800	3.790	760	240	170	180
décembre	46.060	10.170	4.640	4.030	810	350	210	130
Avoirs								
1964 décembre	9.000	3.030	1.100	680	940	140	100	70
1965 décembre	11.590	3.550	1.390	760	980	230	140	50
1966 décembre	16.060	3.840	1.420	930	800	170	450	70
1967 juin	16.580	4.480	1.670	830	1.340	200	360	80
décembre	19.890	4.570	2.060	1.110	870	230	240	60
1968 mars	22.270	5.410	2.500	1.580	740	210	300	80
juin	25.560	5.540	2.730	1.570	600	280	260	100
septembre	27.420	6.220	3.330	1.700	620	240	240	90
décembre	30.420	6.980	3.920	1.820	610	290	240	100
1969 mars	33.650	7.050	4.020	1.850	590	250	220	120
juin	42.230	8.730	5.380	2.010	670	310	200	160
septembre	44.780	10.370	6.980	2.240	630	240	150	130
décembre	47.570	10.190	5.990	2.980	580	370	150	120
Position nette								
1964 décembre	— 650	460	330	— 140	180	50	20	20
1965 décembre	200	730	520	— 170	250	60	40	30
1966 décembre	1.300	270	450	— 290	90	100	— 120	40
1967 juin	1.650	360	200	— 470	390	110	80	50
décembre	1.780	420	390	— 290	70	130	90	30
1968 mars	1.990	300	390	— 170	— 180	120	100	40
juin	3.200	— 50	550	— 480	— 420	160	70	50
septembre	3.680	—	670	— 460	— 270	70	— 40	30
décembre	3.560	310	910	— 480	— 190	40	10	20
1969 mars	3.790	— 370	960	— 950	— 310	— 30	— 40	—
juin	4.350	— 390	1.120	— 1.280	— 240	— 40	30	20
septembre	3.360	430	2.180	— 1.550	— 130	—	— 20	— 50
décembre	1.510	20	1.350	— 1.050	— 230	20	— 60	— 10

principale la progression du volume des dépôts en cette monnaie dans la perspective d'un changement de parité. La meilleure preuve en est que, pendant le deuxième et le troisième trimestre, les engagements en deutsche marks ont progressé de \$1.740 millions, tandis qu'ils se sont réduits de \$160 millions au cours des trois derniers mois de l'année. Cette divergence entre les deux périodes est encore plus

marquée en ce qui concerne les avoirs en monnaie allemande, puisque ceux-ci, après s'être gonflés de \$2.960 millions durant la première, se sont contractés de \$990 millions pendant la seconde. L'expansion de \$1.220 millions enregistrée, en conséquence, par les avoirs nets des banques en deutsche marks, au cours du deuxième et du troisième trimestre, a peut-être partiellement reflété les achats au comptant effectués par les banques pour assurer la couverture des ventes à terme de deutsche marks à leur clientèle.

Les engagements en francs suisses des banques des huit pays se sont accrus de \$1.730 millions et leurs avoirs en cette monnaie de \$1.160 millions. L'extension particulièrement rapide des engagements révèle surtout le fait que les banques suisses (dont les positions ne sont évidemment pas comprises dans ces totaux) ont exporté leurs liquidités excédentaires en monnaie nationale et ont laissé, aux banques qui les recevaient, la possibilité de les convertir en dollars ou en d'autres monnaies.

Une analyse par pays montre que les banques du Royaume-Uni sont intervenues, à elles seules, pour plus de moitié dans l'augmentation des engagements et des avoirs extérieurs en monnaies étrangères. Les engagements se sont étendus de \$11,6 milliards, pour atteindre \$28,7 milliards, et les avoirs de \$11,7 milliards, pour passer à \$28,8 milliards, la majeure partie de cette expansion ayant été le fait des filiales londoniennes des banques américaines. Les banques britanniques ont joué, en revanche, un rôle relativement modeste dans l'offre initiale et l'utilisation finale d'Euro-dollars, les conversions de livres en devises étant limitées par le contrôle des changes et les conversions de devises en livres par le coût élevé de la couverture à terme pendant la majeure partie de l'année 1969.

Bien que leur rôle d'intermédiaire soit moins important que celui des banques britanniques, les banques suisses arrivent au premier rang des fournisseurs nets de capitaux sur l'Euro-marché. En 1969, le total de leurs avoirs extérieurs nets en monnaie nationale et en devises (y compris les positions de la B.R.I. en Euro-monnaies) s'est accru de \$470 millions, une augmentation de \$1.490 millions pendant les trois premiers trimestres ayant été compensée en grande partie par une contraction de \$1.020 millions au cours des trois derniers mois. Cette baisse considérable enregistrée au quatrième trimestre s'explique notamment par les rapatriements effectués en fin d'année; alors que, les années précédentes, ces mouvements avaient été compensés par des placements plus importants de la B.R.I. en Euro-monnaies, la réduction intervenue au quatrième trimestre de 1969 a été accentuée par le transfert aux Etats-Unis d'une partie des avoirs en dollars que la B.R.I. avait placés auprès des banques participant à l'Euro-marché.

**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	1968 décembre	510	1.490	980	60	120	60
	1969 mars	490	1.650	1.160	50	90	40
	juin	890	2.380	1.490	70	120	50
	septembre	1.060	2.330	1.270	70	160	90
Belgique-Luxembourg	décembre	2.000	1.670	— 330	90	120	30
	1968 décembre	1.310	1.460	150	1.330	810	— 520
	1969 mars	1.280	1.680	400	1.540	870	— 670
	juin	1.840	2.170	330	1.730	1.120	— 610
France	septembre	1.780	1.850	70	1.760	1.300	— 460
	décembre	2.110	2.410	300	1.890	1.180	— 710
	1968 décembre	3.040	3.430	390	1.600	1.230	— 370
	1969 mars	3.340	3.230	— 110	1.700	1.150	— 550
Italie	juin	3.900	4.030	130	1.870	1.200	— 670
	septembre	4.600	4.330	— 270	1.930	1.610	— 320
	décembre	5.310	5.430	120	2.180	1.540	— 640
	1968 décembre	2.630	3.200	570	1.090	1.240	150
Pays-Bas	1969 mars	2.530	3.360	830	1.230	1.210	— 20
	juin	3.120	3.680	560	1.550	1.310	— 240
	septembre	3.310	3.660	350	1.480	1.470	— 10
	décembre	4.650	4.780	130	1.640	1.620	— 20
Royaume-Uni	1968 décembre	970	980	10	500	560	60
	1969 mars	960	1.170	210	570	490	— 80
	juin	1.300	1.450	150	730	730	—
	septembre	1.350	1.710	360	1.010	820	— 190
Suède	décembre	1.590	2.130	540	980	700	— 280
	1968 décembre	15.370	14.980	— 390	1.590	1.810	220
	1969 mars	17.900	17.610	— 290	1.720	1.860	140
	juin	22.720	22.390	— 330	2.370	2.630	260
Suisse ²	septembre	24.880	24.460	— 420	2.850	3.290	440
	décembre	25.640	25.210	— 430	2.710	3.230	520
	1968 décembre	210	490	280	90	190	100
	1969 mars	280	500	220	130	200	70
Canada	juin	250	480	230	170	240	70
	septembre	280	470	190	150	230	80
	décembre	300	420	120	150	220	70
	1968 décembre	2.820	4.390	1.570	410	1.020	610
Japon	1969 mars	3.080	4.450	1.370	480	1.180	700
	juin	3.860	5.650	1.790	630	1.380	750
	septembre	4.160	5.970	1.810	680	1.490	800
	décembre	4.460	5.620	1.060	530	1.580	1.050
Total	1968 décembre	26.860	30.420	3.560	6.670	6.980	310
	1969 mars	29.860	33.650	3.790	7.420	7.060	— 370
	juin	37.880	42.230	4.350	9.120	8.730	— 390
	septembre	41.420	44.780	3.360	9.940	10.370	430
	décembre	46.060	47.570	1.510	10.170	10.190	20
Canada	1968 décembre	2.700	4.130	1.430	50 ³	110 ³	60
	1969 mars	3.320	4.810	1.490	30 ³	90 ³	60
	juin	3.680	5.450	1.770	30 ³	100 ³	70
	septembre	3.990	5.870	1.880	70 ³	140 ³	70
Japon	décembre	4.240	6.170	1.930	90 ³	140 ³	50
	1968 décembre	3.930	4.090	160	300	350	50
	1969 mars	3.940	4.050	110	260	280	20
	juin	3.670	4.530	860	250	260	10
Japon	septembre	3.550	4.860	1.310	260	290	30
	décembre	3.810	5.470	1.660	330	360	30

¹ Livres sterling, francs suisses, deutsche marks, florins néerlandais, francs français, lires italiennes. ² Y compris les avoirs et engagements de la B.R.I. en Euro-monnaies. ³ Toutes les autres monnaies, mais principalement les 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	1968 décembre	450	960	510	20	—	20
	1969 mars	400	1.150	750	20	10	10
	juin	820	1.770	950	20	10	10
	septembre	1.010	1.500	490	20	10	10
Belgique-Luxembourg . . .	décembre	1.830	780	— 1.050	20	10	10
	1968 décembre	1.060	1.060	—	860	350	510
	1969 mars	1.040	1.270	230	950	410	540
	juin	1.490	1.670	180	970	490	480
France	septembre	1.500	1.430	— 70	1.240	600	640
	décembre	1.850	1.970	120	1.210	600	610
	1968 décembre	2.600	2.320	— 280	1.110	720	390
	1969 mars	3.080	2.090	— 990	1.230	810	420
Italie	juin	3.410	2.460	— 950	1.170	740	430
	septembre	4.020	2.860	— 1.160	1.340	1.010	330
	décembre	4.910	3.970	— 940	1.580	960	620
	1968 décembre	2.480	2.910	430	620	870	250
Pays-Bas	1969 mars	2.370	3.120	750	710	950	240
	juin	2.860	3.440	580	860	1.000	140
	septembre	3.070	3.460	390	940	1.120	180
	décembre	4.410	4.430	20	1.090	1.240	150
Royaume-Uni	1968 décembre	860	840	— 20	320	310	10
	1969 mars	840	1.010	170	350	300	50
	juin	1.200	1.250	50	410	460	50
	septembre	1.240	1.490	250	510	500	10
Suède	décembre	1.480	1.890	410	380	450	70
	1968 décembre	12.580	7.720	— 4.860	.	.	.
	1969 mars	14.700	7.840	— 6.860	.	.	.
	juin	18.960	8.550	— 10.410	.	.	.
Suisse ²	septembre	21.010	10.040	— 10.970	.	.	.
	décembre	22.100	11.660	— 10.440	.	.	.
	1968 décembre	190	330	140	60	70	10
	1969 mars	200	330	130	60	70	10
Canada	juin	220	340	120	100	100	—
	septembre	220	260	60	100	110	10
	décembre	260	290	30	120	120	—
	1968 décembre	2.500	3.540	1.040	260	480	220
Japon	1969 mars	2.700	3.420	720	280	650	370
	juin	3.380	4.540	1.260	420	820	400
	septembre	3.650	4.860	1.210	490	840	360
	décembre	4.020	4.580	560	310	1.040	730
Total	1968 décembre	22.720	19.680	— 3.040	.	.	.
	1969 mars	25.330	20.230	— 5.100	.	.	.
	juin	32.340	24.120	— 8.220	.	.	.
	septembre	35.720	25.920	— 9.800	.	.	.
	décembre	40.860	29.570	— 11.290	.	.	.
Canada	1968 décembre	2.190	1.800	— 390	30 ³	80 ³	50
	1969 mars	2.660	2.250	— 410	30 ³	70 ³	40
	juin	2.940	2.880	— 60	30 ³	70 ³	40
	septembre	3.310	3.060	— 250	50 ³	120 ³	70
Japon	décembre	3.430	3.080	— 350	80 ³	100 ³	20
	1968 décembre	1.450	1.240	— 210	40	170	130
	1969 mars	1.540	1.260	— 280	20	110	90
	juin	1.150	1.420	270	20	90	70
Japon	septembre	1.080	1.640	560	30	120	80
	décembre	1.020	2.010	990	40	160	120

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

Les engagements extérieurs des banques françaises en monnaies étrangères ont progressé de \$2.850 millions et leurs avoirs de \$2.310 millions. Leur position nette est passée d'un solde créditeur de \$20 millions à un solde débiteur de \$520 millions. Les avoirs nets en devises des banques italiennes ont progressé de \$70 millions pour atteindre \$810 millions au premier trimestre, mais ont accusé un fléchissement de \$690 millions au cours des neuf mois suivants. Les avoirs en dollars obtenus de l'Office Italien des Changes au titre de swaps se sont contractés de \$410 millions, pour s'établir à \$1.590 millions. Les avoirs nets en dollars des banques néerlandaises ont été portés de \$10 millions à \$540 millions, tandis que leur position nette dans les autres monnaies étrangères recensées est passée d'un solde créditeur de \$60 millions à un solde débiteur de \$280 millions.

Les changements les plus importants dans les positions extérieures nettes ont été de loin ceux qu'ont enregistrés les banques allemandes. L'évolution des engagements en deutsche marks s'est ressentie des diverses vagues de spéculation qui ont déferlé pendant la seconde moitié de 1968 et en 1969. C'est ainsi que les engagements extérieurs nets en deutsche marks ont augmenté de \$1.240 millions au second semestre de 1968, fléchi de \$860 millions au cours du premier trimestre de 1969 et progressé de nouveau de \$950 millions durant les six mois suivants. Au contraire, les fluctuations de la position extérieure nette des banques en monnaies étrangères (dollars principalement) ont été essentiellement fonction des conditions de liquidité de l'économie interne et de la politique de la Bundesbank en matière de swaps. Malgré des taux d'intérêt sensiblement plus bas en Allemagne qu'à l'étranger (sauf pendant le dernier trimestre de 1969), la fermeté des cours du deutsche mark à terme était telle que les opérations d'arbitrage couvertes par la garantie de change, conclues en vue de profiter de différences de taux de rendement, jouaient à l'encontre du dollar; c'est donc largement parce que la Bundesbank suivait une politique consistant à offrir une couverture à terme à des taux inférieurs à ceux du marché que les avoirs nets des banques allemandes en monnaies étrangères se sont gonflés de \$1.000 millions entre juin 1968 et juin 1969. Au cours du troisième trimestre de l'an dernier, le montant des avoirs nets a fléchi de \$180 millions et, au quatrième trimestre, sous l'influence du resserrement accentué de la liquidité bancaire, la position nette en devises est passée d'un solde créditeur de \$1.380 millions à un solde débiteur de \$290 millions. Monnaie nationale et devises étrangères prises ensemble, les banques allemandes ont été exportatrices nettes de \$1.290 millions pendant le premier semestre de 1969, et ont absorbé \$2.790 millions de l'extérieur pendant le second semestre; leur position s'est donc renversée à concurrence de plus de \$4 milliards.

Origines et utilisations des Euro-dollars. Les tableaux des pages 204 et 206 constituent un essai d'évaluation des origines et destinations des flux de crédits

en Euro-dollars canalisés par les banques des huit pays d'Europe communiquant des renseignements à la B.R.I. Les deux tableaux diffèrent à plusieurs égards. Celui de la page 204 donne simplement une répartition géographique de l'ensemble des engagements et des avoirs en dollars des banques envers les non-résidents; les positions en dollars envers les résidents, pour lesquelles les statistiques complètes ne sont pas disponibles, n'y figurent pas. De plus, ce tableau n'incorpore que d'un seul côté du bilan les capitaux que les banques se sont procurés en monnaie nationale ou en monnaies tierces, mais qu'elles ont reprêtés sous forme de dollars, ou réciproquement; c'est pour cette raison, et à cause de l'exclusion des positions envers les résidents, que le total des avoirs ne concorde généralement pas avec celui des engagements. D'autre part, le tableau surévalue, sous certains rapports, le volume des crédits en Euro-dollars octroyés aux utilisateurs finaux. C'est ainsi que les positions à l'égard des huit pays de la zone considérée sont artificiellement gonflées par les doubles emplois qui se produisent lorsque des capitaux, avant leur affectation terminale, font l'objet de dépôts successifs, d'une banque à une autre à l'intérieur de la zone; dans ce cas, une seule et même chaîne de crédits peut être enregistrée plusieurs fois dans les engagements, dans les avoirs, ou même des deux côtés. Enfin, le tableau indique les positions globales des banques envers les résidents des Etats-Unis, bien que ces positions ne soient pas nécessairement toutes liées à l'Euro-marché.

Le tableau de la page 206 vise à redresser ces distorsions, mais repose nécessairement, dans une large mesure, sur des estimations. Il comprend les positions à l'égard des résidents et tient compte, du côté des approvisionnements, des conversions en dollars opérées par les banques avec des ressources en monnaie nationale ou en monnaies tierces et, du côté des utilisations, de l'affectation par les banques de fonds en Euro-dollars à l'octroi de crédits en monnaie nationale ou en monnaies tierces. Il est aussi supposé éliminer les duplications d'écritures résultant des dépôts successifs, à l'intérieur de la zone des huit pays, et n'inclure les positions des banques envers les Etats-Unis que pour la partie correspondant aux opérations en Euro-monnaies. Les critères et méthodes utilisés pour procéder à ces ajustements ont été exposés dans les Rapports précédents.

Il ressort des estimations du tableau de la page 206 qu'après avoir été porté de \$17,5 milliards à \$25 milliards en 1968, le montant net des encours en Euro-dollars des banques de la zone des huit pays s'est encore accru en 1969, pour s'établir à \$37,5 milliards. Du côté des approvisionnements, cette majoration de \$12,5 milliards semble due à des apports de l'Amérique du Nord, pour environ \$2,2 milliards, de l'Europe occidentale pour \$6,2 milliards, du reste du monde pour \$4,1 milliards.

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

Positions envers	1968				1969			
	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	1.570	1.580	1.950	1.900	2.060	2.140	2.430	2.790
Europe de l'Est	440	430	520	660	600	600	790	1.030
Canada	1.060	1.040	1.030	1.310	1.830	2.350	2.840	2.940
Japon	90	90	100	90	160	220	250	390
Amérique latine	1.120	1.210	1.240	1.250	1.510	1.860	2.130	2.550
Moyen-Orient	1.320	1.500	1.510	1.470	1.810	2.120	2.370	1.990
Divers	1.580	1.720	1.840	2.010	2.570	3.200	3.480	3.570
Total	7.180	7.570	8.090	8.690	10.540	12.490	14.290	15.260
Etats-Unis	2.770	3.620	3.690	3.930	4.020	5.140	5.260	4.550
Position globale envers la zone extérieure aux huit pays	9.950	11.190	11.780	12.620	14.560	17.630	19.550	19.810
Zone des huit pays								
Allemagne fédérale	1.010	610	830	1.100	1.130	1.770	1.470	880
Belgique	960	1.250	1.200	1.200	1.490	1.940	1.910	2.320
France	1.340	1.600	1.570	1.710	1.770	2.170	2.460	3.470
Italie	1.480	1.660	1.830	2.540	2.730	3.020	3.110	4.230
Pays-Bas	570	610	660	720	940	1.270	1.470	1.780
Royaume-Uni	1.400	1.210	1.520	2.290	2.150	2.870	3.410	4.770
Suède	200	280	270	300	340	320	280	250
Suisse	3.150	3.770	3.680	4.160	4.250	6.480	7.310	7.910
Position globale envers la zone des huit pays	10.110	10.990	11.560	14.020	14.800	19.840	21.420	25.610
Engagements non attribués	220	180	400	220	500	410	450	640
Total général	20.280	22.360	23.740	26.860	29.860	37.680	41.420	46.060
Avoirs								
Zone extérieure aux huit pays								
Autres pays d'Europe occidentale	1.330	1.430	1.490	1.520	1.540	1.380	1.380	1.610
Europe de l'Est	800	820	920	950	930	920	980	1.000
Canada	800	910	900	910	1.100	1.240	1.460	1.360
Japon	1.230	1.450	1.510	1.690	1.650	1.390	1.470	1.480
Amérique latine	900	970	980	1.200	1.320	1.280	1.460	1.440
Moyen-Orient	390	310	410	470	340	390	490	460
Divers	780	890	960	1.020	1.310	1.640	2.030	2.110
Total	6.230	6.780	7.170	7.760	8.190	8.140	9.270	9.460
Etats-Unis	7.500	9.790	10.450	10.730	13.390	18.060	18.590	17.740
Position globale envers la zone extérieure aux huit pays	13.730	16.570	17.620	18.490	21.580	26.200	27.860	27.200
Zone des huit pays								
Allemagne fédérale	330	340	480	590	500	920	1.110	1.600
Belgique	640	700	700	820	720	1.170	1.230	1.360
France	1.180	880	1.030	1.600	1.660	2.140	2.520	3.300
Italie	1.110	1.070	1.160	1.740	1.410	1.700	1.840	3.060
Pays-Bas	590	600	640	690	590	930	920	1.050
Royaume-Uni	3.520	4.270	4.450	5.120	5.520	7.320	7.030	7.480
Suède	160	170	200	220	220	180	210	270
Suisse	1.010	960	1.140	1.130	1.230	1.610	1.790	1.990
Position globale envers la zone des huit pays	8.540	8.990	9.800	11.910	12.050	15.970	16.650	20.110
Avoirs non attribués	—	—	—	20	20	60	270	260
Total général	22.270	25.560	27.420	30.420	33.650	42.230	44.780	47.570

Tels qu'ils sont enregistrés, les dépôts en dollars des résidents des Etats-Unis auprès des banques de la zone des huit pays, qui s'étaient gonflés d'environ \$1,5 milliard en 1968, n'ont progressé que de \$0,6 milliard seulement en 1969. Ce ralentissement tient à trois causes principales. En premier lieu, il y a eu, en 1969, à la fois une réduction marquée des émissions américaines d'Euro-obligations et un accroissement de la part du produit de ces émissions utilisée pour des investissements directs à l'étranger ou pour des transferts vers les Etats-Unis. Le reliquat du produit de ces émissions affecté par les sociétés américaines au renforcement de leurs avoirs bancaires à l'étranger (principalement en Euro-dollars) s'est ainsi élevé à \$120 millions seulement, contre \$970 millions en 1968. En second lieu, les capitaux originaires des Etats-Unis, qui ont abouti à l'Euro-marché en passant par l'intermédiaire soit de comptes de mandataires («nominees» ou «trustees») en Europe, soit de banques extérieures à la zone des huit pays, figurent dans les tableaux en tant que fonds provenant d'Europe occidentale ou du reste du monde. Il semble, d'après les statistiques américaines des paiements, que le flux de capitaux exportés des Etats-Unis vers l'Euro-marché ait été en réalité de l'ordre de \$2 milliards; une somme de près de \$1,5 milliard aurait ainsi abouti au marché par des voies détournées. Enfin, les facteurs saisonniers, c'est-à-dire principalement les rapatriements effectués en fin d'année par des sociétés américaines en application du programme de redressement de la balance des paiements des Etats-Unis, ont joué un plus grand rôle en 1969 qu'en 1968. Ainsi, pendant le dernier trimestre de 1969, les dépôts en Euro-dollars des résidents des Etats-Unis ont fléchi de \$0,7 milliard tandis que, durant la période correspondante de 1968, ils avaient enregistré un accroissement de \$0,2 milliard.

L'augmentation des apports de capitaux canadiens aux banques de la zone (\$2,9 milliards, contre \$1,3 milliard en 1968) a été, en partie, une conséquence secondaire des efforts déployés par les autorités monétaires du Canada pour limiter la hausse des taux d'intérêt servis dans ce pays sur les dépôts en dollars canadiens, politique qui a eu pour effet de relever l'écart des taux d'intérêt en faveur de dépôts en dollars E.U. (dépôts provenant de swaps).

Sur un total de \$6,2 milliards de nouveaux capitaux fournis à l'Euro-marché par l'Europe occidentale, le montant en provenance de la zone des huit pays aurait été, semble-t-il, de \$5,4 milliards environ. Le fait saillant, à cet égard, a été la forte progression (\$4,2 milliards) des dépôts du secteur non bancaire, tandis que les conversions de monnaies nationales ou tierces en dollars effectuées par les banques ne se sont accrues que de \$1,2 milliard environ. Les proportions ont été ainsi presque complètement renversées par rapport à 1968. A part l'intensification de la demande intérieure de crédit dans la plupart des pays d'Europe, la cause principale de la participation relativement modeste des banques à l'extension du marché réside dans la limitation imposée par les banques centrales de divers pays européens,

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

Postes	1966	1967	1968		1969	
	décembre	décembre	juin	décembre	juin	décembre
	en milliards de dollars E.U.					
Sources						
Etats-Unis	1,1	1,7	2,9	3,2	4,4	3,8
Canada	0,6	0,9	1,0	1,3	2,3	2,9
Total	1,7	2,6	3,9	4,5	6,7	6,7
Europe occidentale						
Zone des huit pays	8,4	9,6	12,2	13,2	16,8	18,6
<i>dont:</i>						
<i>Secteur non bancaire</i>	2,8	4,0	4,8	5,2	8,1	9,4
<i>Secteur bancaire</i> ¹	5,6	5,6	7,4	8,0	8,7	9,2
Autres pays d'Europe occidentale	1,1	1,4	1,5	1,9	2,1	2,7
Total	9,5	11,0	13,7	15,1	18,9	21,3
Japon	—	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4
Europe de l'Est	0,4	0,4	0,4	0,6	0,6	1,0
Autres pays	2,9	3,4	4,4	4,7	7,1	8,1
Total	3,3	3,9	4,9	5,4	7,9	9,5
Total général	14,5	17,5	22,5	25,0	33,5	37,5
Utilisations						
Etats-Unis	4,4	5,2	8,8	9,5	16,7	16,5
Canada	0,6	0,7	0,9	0,9	1,2	1,3
Total	5,0	5,9	9,7	10,4	17,9	17,8
Europe occidentale						
Zone des huit pays	6,3	6,9	7,1	7,9	8,9	11,7
<i>dont:</i>						
<i>Secteur non bancaire</i>	3,7	4,1	4,5	4,7	5,1	5,6
<i>Secteur bancaire</i> ²	2,6	2,8	2,6	3,2	3,8	6,1
Autres pays d'Europe occidentale	0,9	1,2	1,4	1,5	1,3	1,6
Total	7,2	8,1	8,5	9,4	10,2	13,3
Japon	0,6	1,0	1,4	1,7	1,4	1,5
Europe de l'Est	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0
Autres pays	1,0	1,7	2,1	2,6	3,1	3,9
Total	2,3	3,5	4,3	5,2	5,4	6,4
Total général	14,5	17,5	22,5	25,0	33,5	37,5
Position nette ³						
Etats-Unis	3,3	3,5	5,9	6,3	12,3	12,7
Canada	—	— 0,2	— 0,1	— 0,4	— 1,1	— 1,6
Total	3,3	3,3	5,8	5,9	11,2	11,1
Europe occidentale						
Zone des huit pays	— 2,1	— 2,7	— 5,1	— 5,3	— 7,9	— 6,9
<i>dont:</i>						
<i>Secteur non bancaire</i>	0,9	0,1	— 0,3	— 0,5	— 3,0	— 3,8
<i>Secteur bancaire</i>	— 3,0	— 2,8	— 4,8	— 4,8	— 4,9	— 3,1
Autres pays d'Europe occidentale	— 0,2	— 0,2	— 0,1	— 0,4	— 0,8	— 1,1
Total	— 2,3	— 2,9	— 5,2	— 5,7	— 8,7	— 8,0
Japon	0,6	0,9	1,3	1,6	1,2	1,1
Europe de l'Est	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	—
Autres pays	— 1,9	— 1,7	— 2,3	— 2,1	— 4,0	— 4,2
Total	— 1,0	— 0,4	— 0,6	— 0,2	— 2,5	— 3,1

¹ Conversions par les banques de monnaie nationale ou de monnaies tierces en dollars. ² Conversions par les banques de dollars en monnaie nationale ou en monnaies tierces; toutefois, l'utilisation d'Euro-dollars par les banques italiennes pour des prêts en monnaies tierces à des résidents ne figure pas dans cette rubrique, étant comprise dans les utilisations non bancaires. ³ Un signe — indique que la zone ou le groupe de pays en question sont fournisseurs nets d'Euro-dollars; l'absence de signe indique qu'ils sont utilisateurs nets.

notamment la France, l'Italie, la Belgique et les Pays-Bas, aux positions extérieures nettes de leur système bancaire. En même temps, le taux élevé des dépôts en Euro-dollars a suscité l'apparition de nouvelles sources d'approvisionnement du marché. Des particuliers et des sociétés autres que des banques, que la détention d'avoirs en Euro-dollars n'intéressait guère jusqu'alors, ont certainement effectué d'importants dépôts. Il faut toutefois se rappeler que les chiffres concernant les capitaux fournis par les résidents européens du secteur non bancaire comprennent des fonds provenant des Etats-Unis ou de pays tiers et aboutissant au marché par l'intermédiaire de comptes de mandataires; de même, les fonds qui, selon le tableau, ont été fournis par le secteur bancaire, incorporent des capitaux en dollars provenant de conversions de ressources en monnaie nationale ou en monnaies tierces issues en dehors de la zone des huit pays; ils comprennent les avoirs de la B.R.I. en Euro-dollars, dont la contrepartie peut, dans le bilan de cette institution, être constituée par des engagements envers des organismes monétaires extérieurs à la zone. Il est donc hors de doute que le montant de \$6,2 milliards donne une idée exagérée de la contribution apportée au marché par des résidents d'Europe occidentale.

Compte tenu de ces réserves, le tableau de la page 204 permet de se faire une nouvelle opinion du rôle joué par les divers pays d'Europe dans l'approvisionnement du marché, bien que les chiffres relatifs à la zone des huit pays soient, bien entendu, sensiblement gonflés par les dépôts successifs de banque à banque. D'après ce tableau, c'est à l'égard de la Suisse que les engagements en dollars se sont le plus fortement accrus (de \$3,75 milliards). Comme les avoirs extérieurs des banques helvétiques sont largement constitués sous forme de francs suisses, il semble que ces \$3,75 milliards aient, en grande partie, tiré leur origine du secteur non bancaire ou de comptes de mandataires. Si l'on tient compte des francs suisses et des monnaies tierces, on constate que les engagements des banques des sept autres pays de la zone à l'égard de la Suisse ont enregistré une progression de \$5,5 milliards, dont plus de la moitié s'est concentrée sur le second trimestre. L'élargissement des engagements envers les autres pays de la zone provient surtout de dépôts interbancaires, mais l'endettement à l'égard du secteur non bancaire, s'il a été relativement peu important en valeur absolue, s'est également accru très fortement, en particulier vis-à-vis de l'Italie et de la Belgique.

L'apport de nouveaux capitaux du reste du monde a été de \$4,1 milliards, contre \$1,5 milliard en 1968; il est probable que cette expansion a été principalement due au niveau élevé des taux d'intérêt. Les engagements à l'égard de l'Amérique latine (voir le tableau de la page 204) ont doublé, passant de \$1,25 milliard à \$2,55 milliards, tandis que ceux qui concernent le Moyen-Orient ont progressé

de \$0,9 milliard pendant les neuf premiers mois de 1969, pour atteindre \$2,4 milliards, accusant toutefois un fléchissement de \$0,4 milliard au dernier trimestre. Ce recul tient peut-être, en partie, au fait que les banques américaines à New York ont offert aux capitaux officiels une rémunération plus intéressante, après l'institution de la réserve obligatoire de 10% sur les emprunts de leurs filiales; peut-être est-il dû également à un certain regain d'intérêt pour la livre sterling. Les résidents japonais (du secteur bancaire principalement) ont pris pour la première fois une certaine importance en tant que fournisseurs de capitaux à l'Euro-marché, bien qu'en valeur absolue les engagements des banques de la zone envers le Japon soient encore fort modestes. Même les pays d'Europe de l'Est semblent avoir subi l'attrait des taux exceptionnellement élevés du marché, car l'endettement à l'égard de ce groupe de pays s'est élargi de près de \$0,4 milliard, pour atteindre \$1 milliard. Il convient également de remarquer l'augmentation de \$1,6 milliard des engagements envers les «Autres pays», où figurent des régions comme les Bahamas et les Bermudes.

Du côté des utilisations, les emprunts des Etats-Unis sont à l'origine d'une majoration de \$7 milliards, soit largement plus de la moitié de l'expansion de l'Euro-marché. Le reliquat a été absorbé par le Canada (\$0,4 milliard), par l'Europe occidentale (\$3,9 milliards) et par le reste du monde (\$1,2 milliard).

Les créances en Euro-dollars des banques de la zone des huit pays sur les Etats-Unis ont fait un bond d'environ \$7,2 milliards pendant le premier semestre de 1969, pour s'établir à \$16,7 milliards; elles ont encore légèrement progressé de \$0,5 milliard au troisième trimestre, malgré l'annonce des nouvelles dispositions prises aux Etats-Unis, puis ont fléchi de \$0,7 milliard pendant les trois derniers mois de l'année (en contrepartie, notamment, des rapatriements effectués, en fin d'année, par les sociétés américaines) pour s'établir à \$16,5 milliards.

La progression, évaluée à \$3,9 milliards, des utilisations par l'Europe occidentale de capitaux libellés en Euro-dollars a été pratiquement imputable, en totalité, à la zone des huit pays. Les prêts directs en dollars au secteur non bancaire se sont accrus d'environ \$0,9 milliard, atteignant un volume de \$5,6 milliards, tandis que l'utilisation par le secteur bancaire de fonds en dollars aux fins de conversion en monnaie nationale ou en monnaies tierces a augmenté de \$2,9 milliards, se chiffrant à \$6,1 milliards; la répartition entre les deux secteurs a donc été inverse de celle des approvisionnements. L'accroissement relativement faible des prêts au secteur non bancaire, qui inclut les filiales européennes des entreprises américaines, s'explique sans aucun doute par le coût élevé des emprunts en Euro-dollars. Ces crédits ont, en fait, été accordés en majorité pendant les deuxième et troisième trimestres, au cours desquels les Euro-dollars ont été recherchés aux fins de

conversions en deutsche marks. L'accroissement de \$1,4 milliard, noté durant les neuf premiers mois de l'année dans les utilisations de fonds en Euro-dollars par les banques elles-mêmes, a été dû aux emprunts en Euro-dollars des banques françaises et italiennes, ainsi qu'aux conversions en deutsche marks. La progression de \$1,5 milliard enregistrée au cours du dernier trimestre s'explique à la fois par l'entrée en jeu de facteurs propres aux échéances de fin d'année et par les emprunts en Euro-dollars des banques allemandes.

L'expansion des emprunts en Euro-dollars contractés par le reste du monde auprès des banques des huit pays est tombée de \$1,7 milliard en 1968 à \$1,2 milliard en 1969. Le Japon, qui s'était procuré \$0,7 milliard de nouveaux crédits en 1968, a remboursé \$0,2 milliard en 1969; les prélèvements de nouveaux fonds par l'Amérique latine et le Moyen-Orient ont également fléchi. Au contraire, le poste «Autres pays» du tableau de la page 204 accuse un gonflement de \$1,1 milliard, qui le porte à \$2,1 milliards; cette augmentation s'explique en grande partie, semble-t-il, par des emprunts effectués par les Bahamas, et il se peut que ces ressources aient été acheminées vers les Etats-Unis.

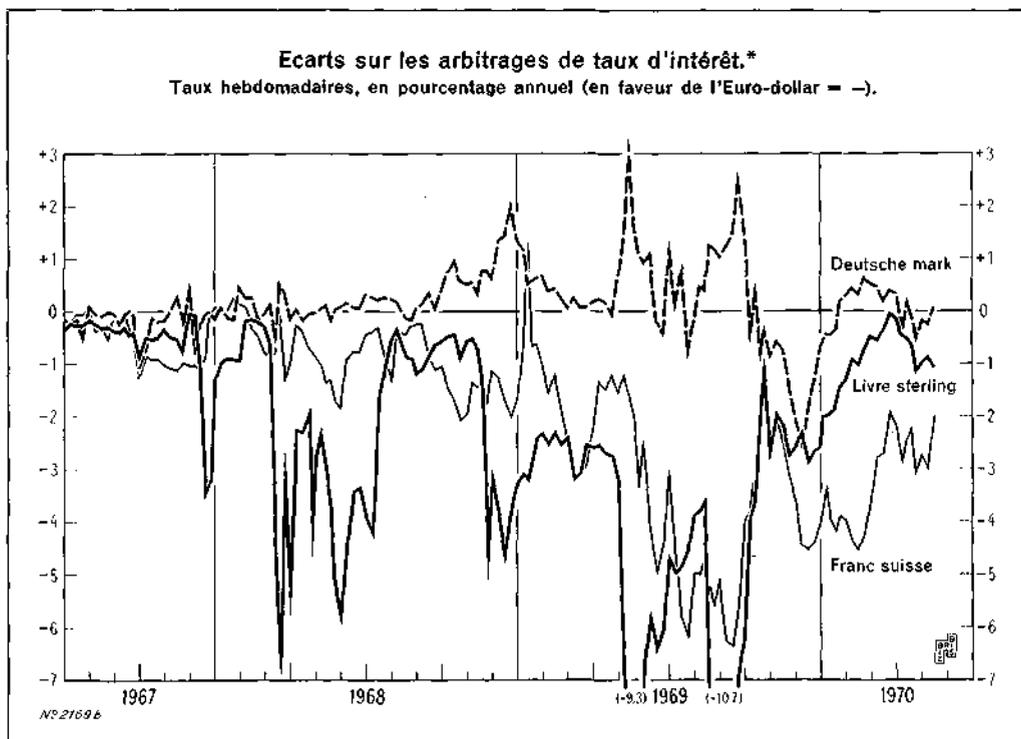
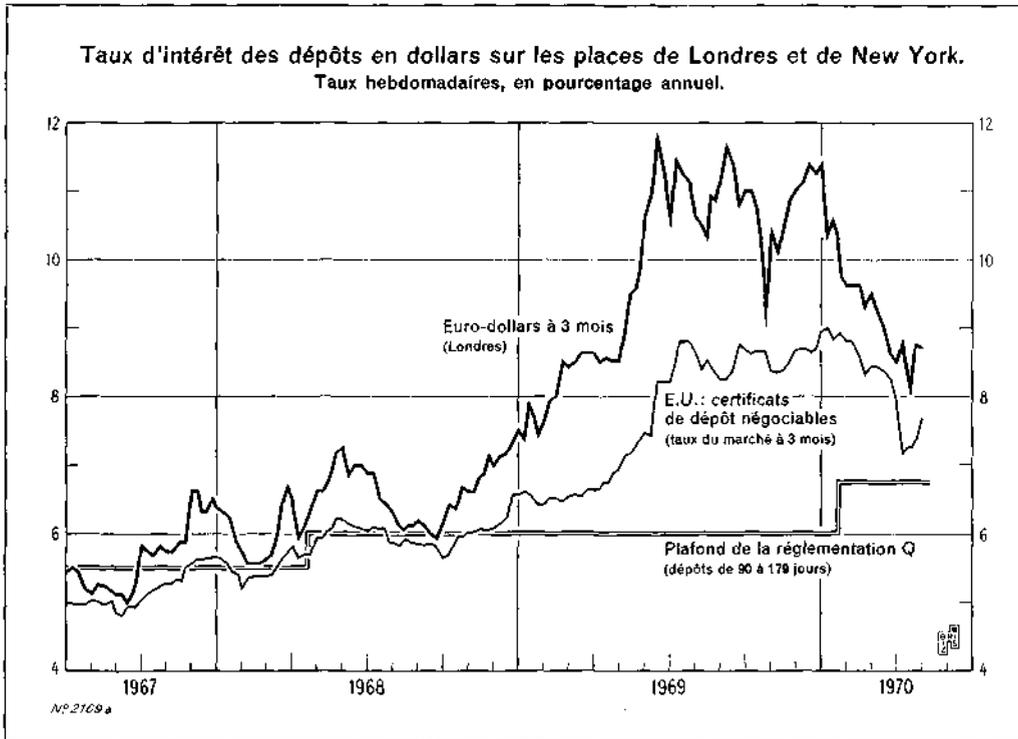
En considérant maintenant les positions nettes, l'élément marquant du premier semestre a été un flux de \$6 milliards de fonds en Euro-dollars qui a transité par les banques des huit pays d'Europe pour se diriger vers les Etats-Unis. Sur ce total, l'Europe occidentale a fourni \$3 milliards, le Canada \$0,7 milliard et le reste du monde \$2,3 milliards. Au cours de la seconde moitié de l'année, les variations des soldes des diverses zones ont été beaucoup plus faibles. Le flux vers les Etats-Unis s'est réduit à \$0,4 milliard, et un autre flux de \$0,7 milliard s'est dirigé vers l'Europe occidentale; ces mouvements ont eu pour contrepartie une nouvelle sortie de \$0,5 milliard enregistrée par le Canada et une autre de \$0,6 milliard accusée par le reste du monde. Il convient toutefois de se rappeler que ces chiffres ne sont pas identiques à ceux des flux enregistrés par les balances des paiements, principalement à cause de mouvements déguisés, en circuit fermé, dont les Etats-Unis ont constitué le point de départ et d'arrivée. Mesurées d'après les données des balances des paiements, les sorties nettes effectives de capitaux d'Europe occidentale ont peut-être été inférieures à \$1,5 milliard pour l'ensemble de l'année 1969.

Evolution des taux d'intérêt. Alors que les années précédentes, des variations de taux de 1 point ou de 1½ point étaient considérées comme exceptionnelles, celles qui sont intervenues en 1969 ont été de l'ordre de 4 à 5 points, de sorte que les taux de l'Euro-dollar ont atteint des niveaux sans précédent. La même constatation s'impose pour les écarts de taux d'intérêt: avant 1969, les primes que dégageaient les taux des Euro-devises par rapport à ceux des dépôts libellés dans

les diverses monnaies sur leur marché national respectif s'étaient maintenues d'ordinaire entre 1 et 2 points, sauf dans le cas de la livre sterling; or, pendant l'année 1969, cette prime s'est élargie jusqu'à 3 points environ dans le cas du dollar, et parfois même 6 points dans le cas du franc suisse.

Au début de 1969, sous l'influence de la forte demande d'Euro-dollars des banques américaines, et aussi en raison des rapatriements et des emprunts auxquels ont procédé les banques françaises, le taux de l'Euro-dollar à trois mois n'a pas enregistré le fléchissement qu'il accuse d'ordinaire à cette époque de l'année. Il a poursuivi son mouvement ascendant, passant d'un niveau d'environ $7\frac{1}{8}\%$, pendant la première quinzaine de décembre, à $8\frac{1}{2}\%$ au début de mars, et a paru ensuite se stabiliser à ce niveau. Attiré par ce mouvement de hausse des taux d'intérêt qui, sur le moment, était considéré comme hors du commun, un volume considérable de nouveaux fonds, en provenance de la zone des huit pays comme de l'extérieur, et notamment de Suisse, du Canada, d'Amérique latine et du Moyen-Orient, est venu s'investir sur le marché des Euro-monnaies. Les banques des Etats-Unis ont emprunté environ \$3 milliards, et la position extérieure nette en devises des banques françaises est passée, au premier trimestre de 1969, d'un solde créditeur de \$20 millions à un solde débiteur de \$660 millions.

Malgré les mesures prises, à la fin de mars et au début d'avril, par les banques centrales d'Italie et de la Belgique en vue d'amener les banques à réduire le volume net de leurs créances sur l'étranger, le marché est resté relativement calme jusqu'à la fin d'avril. C'est alors que la demande d'Euro-dollars aux fins de conversion en deutsche marks a relancé la hausse des taux d'intérêt. Le taux des dépôts à trois mois est monté en flèche, passant de $8\frac{5}{8}\%$ vers la fin d'avril à environ $9\frac{1}{2}\%$ au début de mai et, malgré le dénouement ultérieur des opérations spéculatives sur le deutsche mark, il a poursuivi son mouvement ascendant jusqu'à atteindre $12\frac{5}{8}\%$ le 11 juin, deux jours après le relèvement de $7\frac{1}{2}\%$ à $8\frac{1}{2}\%$ du «prime rate» aux Etats-Unis. Il a ensuite, pendant le reste du mois, oscillé autour de 11%. Les pressions qui ont été à l'origine de cette ascension vertigineuse des taux sur le marché traduisaient surtout l'intensité de la demande de crédit à laquelle les banques des Etats-Unis ont dû faire face, en partie en prévision de l'échéance de la mi-juin de l'impôt sur les sociétés. Au cours de la période de trois semaines allant du 28 mai au 18 juin, les prêts des grandes banques commerciales américaines ont progressé de \$5,5 milliards, tandis que leurs engagements en certificats de dépôt se réduisaient de \$1,3 milliard. L'endettement en Euro-dollars des banques des Etats-Unis, qui s'était relativement peu accru depuis la seconde quinzaine de mars, a fait un bond de plus de \$3 milliards pendant cette période de trois semaines.



* Écarts sur arbitrages couverts entre les taux des dépôts à 3 mois à Londres et ceux des dépôts en deutsche marks, livres sterling et francs suisses, sur les marchés nationaux.

Malgré une certaine accalmie par rapport au mois de mai et à la première quinzaine de juin, le marché est resté relativement tendu durant l'été. Les taux d'intérêt ont fluctué autour de 11% et, à ce niveau élevé, ils ont continué d'attirer des fonds de l'extérieur; l'écart sur les opérations d'arbitrage, avec couverture à terme, entre les taux de l'Euro-dollar à Londres et ceux cotés en Suisse sur les dépôts en monnaie nationale, a oscillé entre 5 et 6% au cours de cette période. Le marché a continué d'augmenter rapidement de volume, à une allure toutefois plus normale qu'au printemps. Avec l'annonce de la nouvelle réglementation instituée par les autorités des Etats-Unis, et vu le niveau élevé déjà atteint par les emprunts en Euro-dollars des banques américaines, l'expansion de ces derniers s'est ralentie, tout en restant l'un des principaux facteurs de tension des taux. Vers la fin de l'été, toutefois, le marché a été le théâtre de la ruée sur le deutsche mark. En outre, étant donné le report élevé coté par le deutsche mark sur le marché à terme, l'écart des opérations d'arbitrage couvert est devenu largement favorable aux placements en Allemagne fédérale, et il semble que les banques des sept autres pays de la zone aient elles-mêmes converti des dollars en deutsche marks pour un montant de près de \$1 milliard.

La décision de laisser flotter le cours du deutsche mark, puis la fixation de la nouvelle parité, ont déterminé une détente sensible du marché, et le taux à trois mois s'est replié jusqu'à environ 9% dans la seconde quinzaine d'octobre. A la fin du mois, toutefois, les projets relatifs à la limitation des émissions de « papier commercial » par les sociétés holdings de banques américaines ont provoqué de nouveau un resserrement des conditions du marché. Les prélèvements d'Euro-dollars par les banques des Etats-Unis, qui atteignaient \$13,6 milliards à la fin d'octobre, ont progressé à leur maximum de l'année, soit \$15 milliards, dans la troisième semaine de novembre. La tension sur le marché s'est encore accentuée sous l'effet d'opérations de fin d'année, telles que le rapatriement de fonds par des sociétés américaines et les emprunts massifs effectués par les banques allemandes. Le taux à trois mois est remonté à $11\frac{5}{8}\%$ vers la mi-décembre, et le taux à un mois a même atteint $12\frac{7}{8}\%$, battant le record de la mi-juin.

Le mouvement de baisse de caractère saisonnier, qui se produit habituellement à la fin de décembre et dans les premiers mois de l'année, a encore été accéléré, au début de 1970, par les remboursements auxquels ont procédé les banques américaines, et le taux à trois mois a oscillé au voisinage de $9\frac{1}{2}\%$ pendant la seconde quinzaine de janvier et en février. L'ajustement en hausse, le 21 janvier, des plafonds imposés par la Réglementation Q, n'a pas eu de répercussions immédiates sur l'Euro-marché, les taux du marché monétaire des Etats-Unis restant nettement supérieurs à ces plafonds. Le raffermissement de la livre sterling sur le marché

des changes à terme a favorisé les arbitrages en cette monnaie, et il semble que la demande japonaise d'Euro-dollars ait été forte durant cette période. En mars, devant les indices de plus en plus nombreux d'un certain assouplissement des restrictions monétaires aux Etats-Unis, la détente s'est encore accentuée sur le marché. Les engagements en Euro-dollars des banques américaines ont été ramenés d'environ \$13,4 milliards pendant la seconde quinzaine de février à quelque \$12 milliards au début d'avril, s'établissant ainsi à un niveau inférieur d'environ \$3 milliards à leur maximum de novembre. Vers la fin d'avril, cependant, la demande américaine d'Euro-dollars a recommencé à s'animer. Le taux à trois mois, qui était descendu jusqu'à $8\frac{1}{8}\%$ vers le milieu du mois, a repris sa marche ascendante et, parallèlement au renouveau des tensions sur les marchés financiers des Etats-Unis, il a touché $9\frac{3}{4}\%$ au cours de la seconde quinzaine de mai.

VI. ACCORD MONÉTAIRE EUROPÉEN.

L'Accord Monétaire Européen (A.M.E.), qui est entré en vigueur le 27 décembre 1958, sert de cadre à la coopération entre les autorités monétaires des Parties Contractantes, et vise, d'une façon générale, à encourager le multilatéralisme dans les échanges internationaux et la convertibilité monétaire. Du point de vue de son fonctionnement, il comporte deux éléments principaux: le Fonds Européen, duquel les membres peuvent recevoir une aide à court ou à moyen terme lorsqu'ils éprouvent des difficultés de balance des paiements; le Système Multilatéral de Règlements, grâce auquel la banque centrale de chaque pays membre est assurée d'obtenir le règlement en dollars E.U., à un taux de change connu d'avance, de ses avoirs en monnaies des autres pays membres. Le fonctionnement de l'Accord est assuré par le Conseil de l'Organisation de Coopération et de Développement 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 1968, le Comité Directeur a procédé à un examen général du fonctionnement de l'Accord; à la suite de cet examen, l'Accord a été prorogé sans changement pour une nouvelle période de trois ans se terminant le 31 décembre 1971, les Directives d'application recevant seulement des modifications secondaires, de caractère technique. 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 1969, les crédits en cours atteignaient un total de \$135 millions*. Sur ce total, \$105 millions représentaient les crédits accordés à la Turquie, \$25 millions un crédit accordé à la Grèce et \$5 millions un crédit accordé à l'Islande.

* 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.

La nouvelle dévaluation en novembre 1968 de la couronne islandaise, et l'amélioration qui en est résultée pour la position économique de l'Islande, ont permis à ce pays de rembourser le 25 avril 1969, donc avant l'échéance fixée à l'origine au 14 mai, le crédit de \$5 millions qui lui avait été octroyé en novembre 1968.

Le 6 février 1970, soit à la date prévue, qui est aussi la date de valeur des règlements multilatéraux de janvier, la Grèce a procédé à un second amortissement d'un montant de \$10 millions, sur le crédit de \$30 millions qui lui a été accordé en

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

A la date de valeur des règlements du mois	Grèce		Islande		Espagne		Turquie		Totaux		
	Dispo- nible et non utilisé	Utilisé et non rem- boursé	Total des crédits ac- cordés								
en millions d'unités de compte											
1959											
février	15,0	—	—	—	—	—	21,5	—	36,5	—	36,5
décembre	—	—	—	—	51,0	24,0	0,5	21,0	51,5	45,0	96,5
1960											
décembre	—	—	5,0	7,0	76,0	24,0	15,0	21,5	99,0	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											
décembre	—	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
avril	—	25,0	—	—	—	—	—	105,0	—	130,0	130,0
1970											
janvier	—	15,0	—	—	—	—	—	105,0	—	120,0	120,0
mars	—	15,0	—	—	—	—	—	100,0	—	115,0	115,0

février 1966. Le dernier amortissement, d'un montant de \$15 millions, doit avoir lieu le 7 février 1971.

En mai 1969, les autorités turques ont sollicité un crédit à moyen terme de \$15 millions, destiné au financement de trois échéances de remboursement – la quatrième, la cinquième et la sixième – de \$5 millions chacune, du sixième crédit, exigibles respectivement le 30 juin, le 30 septembre et le 31 décembre 1969. Pendant le premier trimestre de 1969, les exportations turques avaient été affectées par une forte baisse du cours du coton sur les marchés mondiaux et des difficultés avaient été éprouvées en matière d'exportation et de vente du tabac à la suite des grèves des dockers aux Etats-Unis, au début de l'année. En conséquence, le Conseil, par décision du 24 juin 1969, a accordé à la Turquie un crédit portant intérêt à 3% l'an, disponible en trois tranches de \$5 millions chacune aux dates précitées, et remboursable le 30 avril 1970. Ce crédit avait pour but de laisser à la Turquie le temps d'élaborer et d'appliquer des mesures appropriées de redressement de la balance des paiements. Les trois amortissements au titre du sixième crédit ont été effectués aux dates prévues, au moyen de tirages sur les trois tranches du nouveau crédit – le dixième qui ait été accordé à la Turquie.

Enfin, le 31 mars 1970, à la date fixée, la Turquie a effectué un autre amortissement de \$5 millions – le septième – au titre du sixième crédit, de sorte qu'il ne restait plus que \$35 millions à rembourser sur ce crédit.

Toutes ces opérations figurent au tableau de la page précédente 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 1967, et pour chacun des mois de la période décembre 1967–mars 1970 au cours desquels des changements sont intervenus.

Trente-quatre tirages s'élevant à \$414,5 millions au total ont été effectués sur les divers crédits accordés entre juin 1959 (date du premier tirage), et le mois de mars 1970. Sur ce montant, \$299,5 millions ont été remboursés. A fin mars 1970, le montant non encore remboursé s'élevait ainsi à \$115 millions, dont \$100 millions dus par la Turquie et \$15 millions par la Grèce.

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.

Les transactions effectuées au cours des premières années avaient trait, en majeure partie, au règlement des soldes détenus au titre des accords bilatéraux de

**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	1969	Total 1959-69	
en milliers de dollars E.U.						
Allemagne fédérale	—	+ 3.444	—	+ 285	+ 3.729	—
	—	—	—	—	—	+ 3.729
Autriche	+ 25.083	+ 823	—	+ 30	+ 25.936	—
	—	—	—	—	—	+ 25.936
Belgique	—	+ 633	—	+ 129	+ 762	—
	—	—	—	—	—	+ 762
Danemark	+ 240	+ 1.830	+ 9	+ 171	+ 2.250	—
	- 150	- 2.434	—	—	- 2.584	- 334
Espagne	—	+ 53	—	+ 1.237	+ 1.290	—
	—	—	—	—	—	+ 1.290
France	—	+ 1.393	—	—	+ 1.393	—
	—	—	—	- 24.995	- 24.995	- 23.612
Grèce	+ 689	+ 1.210	—	+ 116	+ 2.014	—
	- 28.762	—	—	—	- 28.762	- 26.748
Islande	—	+ 306	—	+ 5	+ 312	—
	- 24	- 9	- 9	—	- 42	+ 270
Italie	+ 243	+ 1.047	—	+ 514	+ 1.804	—
	—	—	—	—	—	+ 1.804
Norvège	+ 889	+ 12	—	+ 4	+ 906	—
	- 2.505	—	—	—	- 2.505	- 1.600
Pays-Bas	+ 1.400	+ 1.604	—	+ 21	+ 3.025	—
	- 1.378	—	—	—	- 1.378	+ 1.647
Portugal	—	+ 1.926	—	+ 20.813	+ 22.739	—
	—	—	—	—	—	+ 22.739
Royaume-Uni	—	+ 624	—	+ 696	+ 1.320	—
	—	- 17.368	—	—	- 17.368	- 16.048
Suède	—	+ 2.447	—	+ 28	+ 2.475	—
	- 243	—	—	—	- 243	+ 2.232
Suisse	—	+ 2.338	—	+ 212	+ 2.550	—
	—	—	—	—	—	+ 2.550
Turquie	+ 9.212	+ 132	—	+ 734	+ 10.078	—
	- 4.694	—	—	—	- 4.694	+ 5.384
Total	37.756	19.812	9	24.995	82.571	—

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. Vingt soldes en livres (pour un montant de \$17,4 millions) et en pesetas (pour un montant de \$0,1 million) ont fait l'objet d'un règlement spécial le 29 novembre; quinze soldes en couronnes danoises, pour un total de \$2,4 millions, ont été réglés le 30 novembre et deux soldes en couronnes islandaises, d'un faible montant, le 5 décembre.

Le mécanisme de règlement a de nouveau été utilisé en novembre 1968, lors de la nouvelle dévaluation de la couronne islandaise, bien qu'un seul solde, d'un faible montant, ait fait l'objet d'un règlement spécial.

Lors de la dévaluation du franc français, le 11 août 1969, quinze soldes en cette monnaie, d'une contre-valeur totale de \$25 millions, ont été notifiés en vue du règlement spécial qui a eu lieu le 21 août 1969. Peu après, à la suite de la suspension par les autorités allemandes, le 30 septembre, de leur cours acheteur et vendeur du dollar E.U., un règlement spécial a été prévu pour le 9 octobre 1969, afin de donner à tous les pays membres qui le désiraient la possibilité de régler leurs soldes en deutsche marks à un cours équivalant au cours vendeur en vigueur avant la suspension; étant donné cependant qu'après la suspension des marges de fluctuation le taux de change du deutsche mark s'est orienté nettement à la hausse, aucun solde en cette monnaie n'a été notifié en vue du règlement spécial. A la suite de la réévaluation du deutsche mark, l'Allemagne fédérale a notifié de nouvelles marges de cours valables à partir du 27 octobre 1969.

Le montant cumulatif des règlements au titre du Système Multilatéral s'élève maintenant, par conséquent, à \$82,6 millions.

Il n'a été procédé à aucun tirage au titre du financement intérimaire dans le cadre de l'Accord depuis mars 1963.

Situation des comptes.

Les opérations du Fonds, telles qu'elles sont décrites dans les pages précédentes, ressortent clairement du résumé de la situation des comptes qui figure à la page ci-après.

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

A.M.E.: Résumé de la situation des comptes du Fonds Européen.

A la date de valeur des règlements du mois	Actif				Total de la situation	Passif	
	Avoirs liquides	Compte auprès du Trésor américain	Capital non appelé des pays membres	Crédits et créances en cours		Capital	Compte de profits et pertes
en millions d'unités de compte							
A l'origine	113,0	123,5	328,4	35,0	600,0	600,0	—
1959 décembre	104,4	123,5	302,9	80,0	610,9	607,5	3,4
1960 décembre	106,4	123,5	297,9	87,5	615,3	607,5	7,8
1961 décembre	109,2	123,5	297,9	87,8	618,4	607,5	10,9
1962 décembre	90,4	123,5	297,9	110,5	622,3	607,5	14,8
1963 décembre	82,1	123,5	297,9	123,1	626,6	607,5	19,1
1964 décembre	79,3	123,5	297,9	130,6	631,4	607,5	23,9
1965 décembre	101,3	123,5	297,9	113,1	635,8	607,5	28,3
1966 décembre	89,4	123,5	297,9	130,5	641,3	607,5	33,8
1967 décembre	82,6	123,5	297,9	142,8	646,9	607,5	39,4
1968 décembre	71,8	123,5	297,9	160,1	653,3	607,5	45,8
1969 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
avril	86,8	123,5	297,9	145,1	653,3	607,5	45,8
mai	87,1	123,5	297,9	145,1	653,6	607,5	46,1
juin	89,8	123,5	297,9	145,1	656,3	607,5	48,8
juillet	89,5	123,5	297,9	145,1	656,0	607,5	48,5
août	89,7	123,5	297,9	145,1	656,2	607,5	48,7
septembre	90,0	123,5	297,9	145,1	656,5	607,5	49,0
octobre	90,2	123,5	297,9	145,1	656,8	607,5	49,3
novembre	90,5	123,5	297,9	145,1	657,1	607,5	49,6
décembre	96,6	123,5	297,9	142,2	660,3	607,5	52,8
1970 janvier	106,2	123,5	297,9	132,2	659,9	607,5	52,4
février	106,5	123,5	297,9	132,2	660,2	607,5	52,7
mars	111,7	123,5	297,9	127,2	660,4	607,5	52,9

transférées de l'Union Européenne de Paiements), atteignaient \$150,1 millions à fin mars 1969, dont \$135 millions représentaient le montant des crédits non encore remboursés et \$15,1 millions le solde des créances à long terme sur la Norvège et la Turquie. Le total a fléchi en avril 1969 par suite du remboursement opéré par l'Islande, comme il a été dit précédemment, et s'est encore réduit en décembre en raison du neuvième versement annuel effectué par la Norvège et la Turquie à concurrence de \$2,8 millions, au titre de l'amortissement de leurs dettes à long terme. Enfin, les remboursements de crédits mentionnés précédemment, effectués respectivement par la Grèce le 6 février et par la Turquie le 31 mars, ont ramené à \$127,2 millions le total restant à rembourser à fin mars 1970.

Les avoirs non liquides du Fonds ont ainsi enregistré un fléchissement de \$22,8 millions au cours de l'année. Quant aux ressources liquides, compte tenu du revenu net non distribué qui s'est élevé à \$7,3 millions pour la période considérée, elles ont progressé pour atteindre \$111,7 millions, chiffre le plus élevé depuis mai 1962.

Au cours de la période passée en revue, il n'a été procédé à aucun appel de capital, ce qui fait que le montant non libéré des contributions des pays membres est toujours de \$297,9 millions. En outre, la somme de \$123,5 millions, représentant le solde non utilisé du capital fourni par les Etats-Unis à l'U.E.P. et transféré au Fonds Européen, peut toujours faire l'objet d'un appel, pour autant que le montant des contributions libérées par les pays membres 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 1969 a atteint le chiffre record, pour une seule année, de \$8,2 millions. Par rapport à 1968, le revenu provenant des intérêts des créances à long terme et des crédits utilisés a enregistré une légère baisse, du fait que le volume moyen des crédits en cours a été moins important, mais ce recul a été plus que compensé par le rendement plus élevé des placements liquides en dollars du Fonds. De ce fait, le montant cumulatif du revenu net reçu depuis l'ouverture des opérations a atteint \$61,9 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 1969 s'élève à \$1,2 million, ce qui porte le montant cumulatif de l'intérêt réglé en or aux pays membres à \$9,8 millions. Ce chiffre correspond à un taux d'intérêt annuel moyen de 2,5% sur les contributions appelées (\$38 millions). Après paiement, en janvier 1970, de l'intérêt sur les contributions au titre du second semestre de 1969, le revenu net non distribué s'élève à \$52,4 millions. Sur ce montant, \$45,9 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.

Administration de l'Accord Monétaire Européen.

Le Comité Directeur de l'A.M.E. veille à l'exécution de l'Accord et donne son avis au Conseil de l'O.C.D.E. sur toutes les questions ayant trait à son fonctionnement. En outre, il suit l'évolution de la situation économique et financière des pays membres sur la base des rapports présentés par le Secrétariat, par les différents comités de l'Organisation et, occasionnellement, par des missions spéciales. Le Comité, pour s'acquitter de ses fonctions, se réunit chaque fois qu'il est nécessaire; ces dernières années, il s'est réuni environ six fois par an. En décembre 1969, le Conseil a nommé de nouveau M. Hay, de la Banque Nationale Suisse, au poste de Président du Comité pour une année.

En sa qualité d'Agent, la Banque des Règlements Internationaux présente un rapport mensuel sur les opérations effectuées dans le cadre de l'Accord et sur les investissements du Fonds Européen. Pour aider le Comité à suivre l'évolution de la situation financière internationale, elle fournit aussi chaque mois à ce dernier une documentation statistique sur les marchés mondiaux de l'or et des changes et sur la position monétaire extérieure des pays de l'O.C.D.E.; le représentant de la Banque donne régulièrement quelques précisions sur ces statistiques lors des séances du Comité.

Depuis 1963, la B.R.I. est également chargée de transmettre, aux banques centrales adhérentes, des renseignements confidentiels concernant la conclusion et l'utilisation de séries concertées d'arrangements bilatéraux qui permettent d'accorder un soutien spécial à la monnaie d'un des pays membres. En 1968, par suite de la conclusion de nouveaux arrangements et de la prorogation de certains arrangements en vigueur, l'activité de la Banque liée à la notification des opérations de soutien entre banques centrales des pays membres s'est sensiblement intensifiée. Cette activité s'est poursuivie en 1969.

VII. ACTIVITÉS DE LA BANQUE.

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

Le rôle joué par la Banque dans le domaine de la coopération entre banques centrales en matière monétaire a donné des résultats tangibles au cours du dernier exercice, qui a été marqué par des remboursements massifs, effectués au titre des divers arrangements mis sur pied par des groupes de banques centrales de grands pays et par la B.R.I. en vue d'atténuer les pressions dont a été l'objet le système monétaire international. Comme les années précédentes, la Banque a participé, en collaboration avec un certain nombre de banques centrales, à une action commune visant à réduire les tensions indésirables sur les marchés, en particulier sur celui de l'Euro-dollar. Les relations d'affaires de la Banque avec les banques centrales ont également continué de se développer rapidement.

Outre les réunions régulières des gouverneurs des banques centrales des pays membres du Groupe des Dix, plus la Suisse, et les séances du Conseil d'administration de la B.R.I., la Banque a continué d'organiser des réunions d'experts de banques centrales, soit pour l'étude et l'échange de renseignements portant sur les problèmes économiques et monétaires d'intérêt général, soit pour l'examen de questions particulières telles que l'évolution des marchés de l'or, des changes et de l'Euro-dollar. Elle s'est aussi chargée de préparer des réunions, groupant d'autres catégories d'experts de banques centrales, et consacrées à l'étude de diverses questions techniques et juridiques.

La Banque a 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 des comptes extérieurs. Ces données fournissent la base essentielle permettant d'exercer 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 les renseignements les plus récents 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 et le compte de profits et pertes au 31 mars 1970, contrôlés par les commissaires-vérificateurs, figurent à la fin du présent Rapport.

* * *

Le total du bilan, qui était de 14.642.777.907 francs* au 31 mars 1969, s'élève à 20.699.016.057 francs au 31 mars 1970, dépassant pour la première fois le cap des 20 milliards; la progression ainsi enregistrée est particulièrement forte: 6.056.238.150 francs, soit l'équivalent de 41 %.

Contrairement à ce qui avait été le cas durant l'exercice précédent, aucune transaction de caractère particulier n'est à l'origine de cette augmentation. A cet égard, il convient en effet de noter que le capital versé à la suite de l'émission de nouvelles actions a été réglé soit par prélèvement sur les provisions de la Banque, soit par le débit des comptes en or des souscripteurs.

Le total de la situation mensuelle s'est accru de mois en mois, sauf en novembre 1969 et surtout en janvier 1970 où des baisses ont été enregistrées.

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
1961	3.973	+ 543	+ 16
1962	4.732	+ 759	+ 19
1963	4.950	+ 218	+ 5
1964	5.778	+ 828	+ 17
1965	7.950	+ 2.072	+ 36
1966	7.882	+ 32	—
1967	8.232	+ 350	+ 4
1968	12.041	+ 3.809	+ 46
1969	14.643	+ 2.602	+ 22
1970	20.699	+ 6.056	+ 41

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

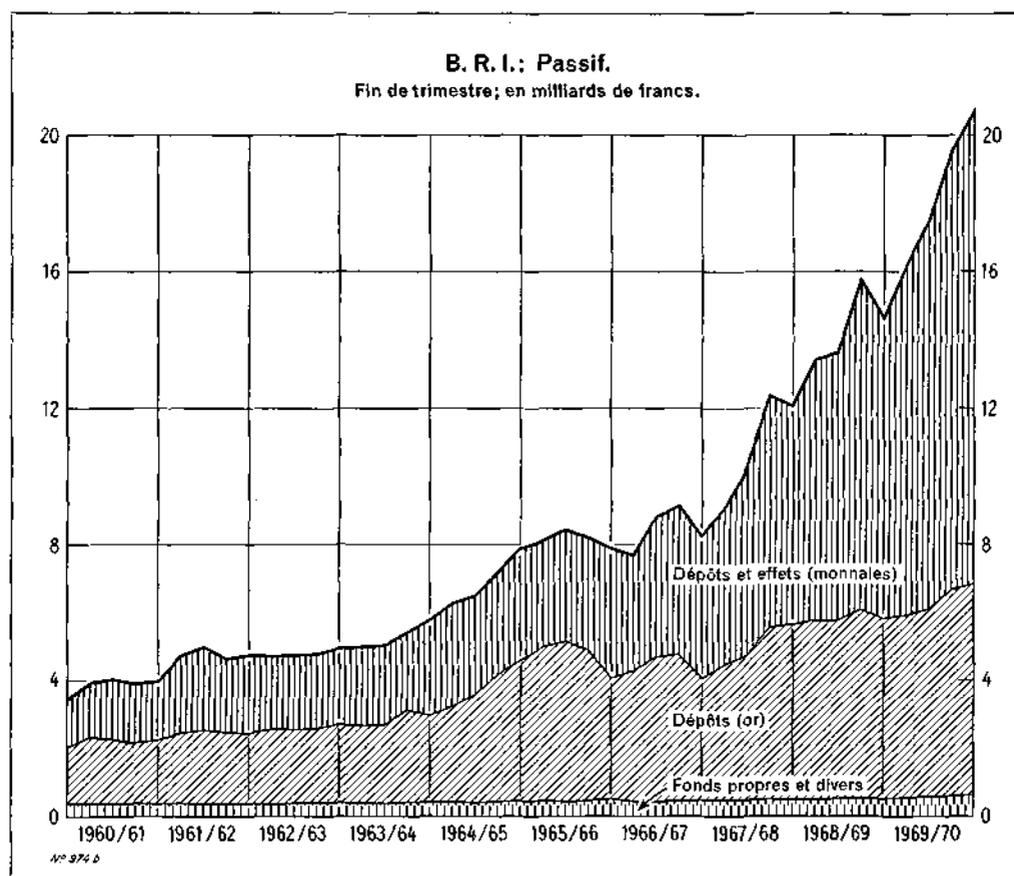
* Sauf indications contraires, l'expression «francs», dans le texte ci-après, signifiera francs or. La méthode de conversion en francs or (unité de 0,29032258 . . . gramme d'or fin - article 4 des Statuts) des diverses monnaies figurant au bilan est la même que les années précédentes; elle se fonde sur le cours de conversion de ces monnaies en dollars et sur le prix de vente de l'or par la Trésorerie des Etats-Unis en fin d'exercice.

termes du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier, ainsi que de Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux. Comme au 31 mars 1969, 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	
	1969	1970
	en millions de francs	
Or sous dossier	1.116	1.068
Avoirs en banque	32	17
Effets et autres titres sous dossier	594	543
Total hors bilan	1.742	1.628

Composition des ressources (Passif).



A. Capital et Réserves.

L'application, en cours d'exercice, des décisions prises par les Assemblées générales ordinaire et extraordinaire du 9 juin 1969 ont entraîné un profond changement dans les structures du «Capital», des «Réserves» et des «Provisions».

La section 6 ci-après, intitulée «Révision des Statuts de la Banque et aménagement de son capital et de ses réserves», traite en détail de ce changement et, en particulier, des deux augmentations de capital intervenues en cours d'exercice; l'évolution des trois postes précités est reprise dans les tableaux de la dernière page du Rapport.

La présente section se borne par conséquent à donner les mouvements qui ont été enregistrés, d'une fin d'exercice à l'autre.

Le «Capital autorisé et émis» était, au 31 mars 1969, de 500 millions de francs; au 31 mars 1970, le «Capital autorisé» s'établit au triple, soit 1.500 millions, et le «Capital émis» à 1.120,8 millions; par suite des nouvelles émissions d'actions, le «Capital versé» passe de 125 millions à 280,2 millions.

En dehors du «Fonds spécial de réserve de dividendes» qui est demeuré inchangé à 10 millions, les autres «Réserves» de la Banque sont en accroissement:

- le «Fonds de réserve légale» passe de 12,5 millions à 28 millions;
- le «Fonds de réserve générale» de 37,8 millions à 64,9 millions;
- le «Fonds de réserve libre» de 15 millions à 80 millions.

D'une fin d'exercice à l'autre, le montant total du «Capital versé» et des «Réserves» a ainsi progressé de 263 millions en passant de 200 millions à 463 millions; quant au «Capital non versé», il s'est accru de 466 millions, passant de la sorte de 375 millions à 841 millions.

En ce qui concerne les «Autres passifs», la «Provision pour charges éventuelles», qui était de 220 millions en début d'exercice, a été totalement liquidée durant cet exercice. Le poste «Passifs divers» est passé de 43,4 millions à 44,5 millions. La «Provision pour immeubles» a été portée de 1,5 million à 48,7 millions. Enfin, le «Compte de profits et pertes», c'est-à-dire le bénéfice net du présent exercice, s'élève à 83,2 millions contre 45 millions pour l'exercice précédent; la section 7 ci-après donne les détails de la répartition proposée pour ce bénéfice.

**B. R. I.: Evolution de la composition des ressources
au cours des dix derniers exercices.**

Exercice clos le 31 mars	Capital versé et Réserves	Fonds empruntés	Autres passifs	Total du bilan
	en millions de francs			
1961	148	3.603	222	3.973
1962	149	4.353	230	4.732
1963	150	4.561	239	4.950
1964	150	5.370	258	5.778
1965	151	7.417	282	7.850
1966	151	7.449	282	7.882
1967	151	7.764	317	8.232
1968	170	11.548	323	12.041
1968	200	14.133	310	14.643
1970	463	20.060	176	20.699

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
	1969	1970	
en millions de francs			
Banques centrales	11.324	18.001	+ 6.677
Autres déposants	1.224	1.225	+ 1
Effets	1.585	634	- 751
Total	14.133	20.060	+ 5.927

Les dépôts des «Banques centrales» se sont très fortement accrus (+ 59%) et ont atteint leur maximum en fin d'exercice; une fraction de l'augmentation représente des fonds reçus de diverses banques centrales appartenant à la zone sterling d'outre-mer, comme suite à l'existence du «Second Arrangement collectif» entré en vigueur en septembre 1968 (voir rapport de l'exercice précédent).

Au contraire, les dépôts des «Autres déposants» n'ont pas varié; en cours d'exercice toutefois, des fluctuations assez fortes ont été enregistrées, le total de ces dépôts atteignant par exemple en début d'année le double du chiffre de fin d'exercice.

L'encours des effets a pratiquement diminué de moitié; la réduction porte sur des effets - exprimés en monnaies et vendus à des banques commerciales de différents pays - qui avaient servi à financer diverses opérations traitées dans l'intérêt de la communauté des banques centrales; les raisons de leur émission ayant disparu, ils n'ont pas été renouvelés à leur échéance.

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
	1969	1970		1969	1970		1969	1970	
en millions de francs									
A vue	2.234	2.320	+ 86	40	97	+ 57	—	—	—
A 3 mois au maximum	2.778	2.841	+ 63	5.031	11.660	+ 6.629	594	277	— 317
A plus de 3 mois	286	1.013	+ 727	2.179	1.295	— 884	991	557	— 434
Total	5.298	6.174	+ 876	7.250	13.052	+ 5.802	1.585	834	— 751

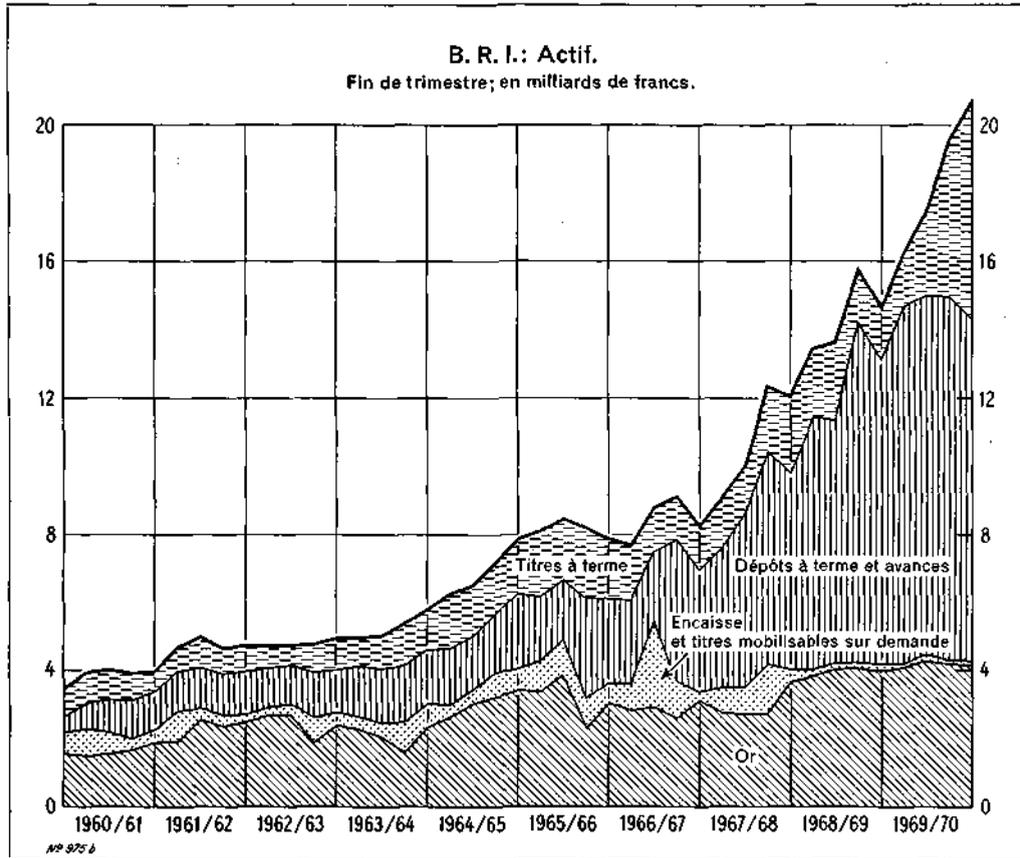
Les «Dépôts en or» ont augmenté dans des proportions relativement modérées (+17%), l'accroissement enregistré portant principalement sur de l'or déposé à plus de trois mois; ainsi qu'il ressort de l'examen du bilan, les dépôts des «Autres déposants» ne sont plus constitués que par de l'or à vue.

Les «Dépôts en monnaies» se sont au contraire accrus de manière considérable, en chiffres aussi bien absolu que relatif (+80%). L'augmentation des fonds à trois mois au maximum est supérieure à l'accroissement moyen. La réduction des fonds déposés à plus de trois mois résulte d'amortissements, le plus souvent anticipés, effectués dans le cadre de l'«Arrangement collectif» conclu en juin 1966 et consolidé en septembre 1968 (voir rapport sur l'exercice précédent); de ce fait, les dépôts reçus de banques centrales au titre du financement partiel de cet arrangement ont été simultanément remboursés par la Banque.

La diminution de l'encours des «Effets» se répartit à peu près 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 37% du total des ressources empruntées, les «Dépôts en monnaies» 52% et les «Effets» 11%; au 31 mars 1970, les pourcentages relatifs étaient de 31, 65 et 4%. Ainsi, malgré le fléchissement de l'encours des «Effets», la part prise par l'ensemble des ressources en monnaies a poursuivi l'évolution des exercices précédents en passant de 63 à 69%, chiffre qui pour la première fois excède les deux tiers du total des engagements.

Utilisation des ressources (Actif).



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

B. R. I. : Position-or.

Fin de mois	Or	Placements en or	Dépôts en or	Solde net	Opérations à terme, solde net	Avoirs nets en or
1969 mars	3.976 (min.)	451	- 5.298	- 871	+ 1.341	470 (min.)
mai	4.006	418	- 5.287 (min.)	- 863	+ 1.346	483
août	4.110	418	- 5.348	- 820 (max.)	+ 1.320 (min.)	500
septembre	4.262 (max.)	416 (min.)	- 5.551	- 873	+ 1.376	503
1970 mars	4.161	462 (max.)	- 6.174 (max.)	- 1.551 (min.)	+ 2.110 (max.)	559 (max.)
Différences du 31 mars 1969 au 31 mars 1970	+ 185	+ 11	- 876	- 680	+ 769	+ 89

L'accroissement de l'encaisse-métal correspond pratiquement à celui de l'or reçu sous forme de dépôts à vue et à l'augmentation des avoirs nets en or;

cette dernière est en partie le résultat de la première émission de la troisième tranche des actions de la Banque, émission qui a été souscrite en or.

Le solde net des opérations à terme est demeuré constamment positif et s'est assez fortement accru au cours du dernier trimestre; ceci est dû en grande partie à la conclusion de diverses opérations impliquant achats à terme d'or contre monnaies; ces opérations ont été couvertes par de nouveaux dépôts à terme en or.

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

Nature	Exercice clos le 31 mars		1970		Différences	
	1969				en millions de francs	
Encaisses						
Or	3.976		4.161		+ 185	
Monnaies	56	4.032	61	4.222	+ 5	+ 190
Autres placements						
Or	451		462		+ 11	
Monnaies	10.159	10.610	16.002	16.464	+ 5.843	+ 5.854
Total						
Or	4.427		4.623		+ 196	
Monnaies	10.215	14.642	16.063	20.686	+ 5.848	+ 6.044

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

A. Actifs à vue ou mobilisables sur demande.

Le poste «Or» (il s'agit exclusivement d'or en barres) s'est accru de 185 millions comme il est expliqué plus haut.

Le chiffre du poste «Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue» est passé de 56 millions à 61 millions.

L'ensemble des encaisses (or et monnaies) représentait, au 31 mars 1970, 20,4% du bilan contre 27,5% un an auparavant.

Le montant du portefeuille de «Bons du Trésor» s'établissait à 67 millions au 31 mars 1969; dès juin 1969, il est tombé à 7 millions, chiffre auquel il est demeuré ensuite jusqu'à la fin de l'exercice.

Le chiffre, en fin d'exercice, du portefeuille des «Autres titres mobilisables sur demande», qui termine l'exercice à 62 millions, n'a pratiquement pas varié.

Le total des actifs à vue ou mobilisables sur demande, qui comprend les divers postes de l'actif analysés jusqu'à présent, s'élevait, au début de l'exercice, à 4.160 millions et représentait 28,5% du total du bilan; le 31 mars 1970, les chiffres correspondants étaient de 4.291 millions et de 20,7%. Durant cette même

période, les dépôts à vue figurant au passif sont passés de 2.274 millions à 2.417 millions, mais leur pourcentage par rapport au total du bilan est tombé de 15,5 à 11,7%.

B. Actifs à terme.

Les «Dépôts à terme et avances» sont passés de 8.964 millions à 10.017 millions, enregistrant ainsi une certaine progression – 1.053 millions ou 11,7%. Cet accroissement représente la différence entre les deux groupes d'opérations ci-après:

- investissements réalisés sur le marché des Euro-monnaies et, à un moindre degré, crédits accordés à plusieurs banques centrales;
- liquidation, à l'initiative de la banque centrale intéressée, d'investissements qui avaient été effectués dans le cadre du «Second Arrangement collectif», cité plus haut, et amortissements, déjà mentionnés, faits au titre de l'«Arrangement collectif» consolidé en septembre 1968.

Les «Titres à terme» ont enregistré une progression considérable, qui s'est faite de manière quasi ininterrompue de mois en mois; le montant en est passé de 1.518 millions à 6.378 millions, chiffre constituant ainsi le maximum de l'exercice. Cette augmentation résulte principalement de placements en certificats de dépôt émis par des banques américaines; en sens inverse et pour des montants modestes en comparaison, il y a lieu de relever des échéances de certificats à caractère gouvernemental, notamment de Bons du Trésor britannique.

B. R. I.: Dépôts à terme et avances, titres à terme d'après leur durée.

Echéances	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1969	1970	
	en millions de francs		
A 3 mois au maximum	6.935	13.589	+ 6.654
A plus de 3 mois	3.547	2.806	– 741
Total	10.482	16.395	+ 5.913

En rapport avec les mouvements enregistrés par les dépôts reçus en monnaies, on constate une très forte augmentation des placements à trois mois au maximum, qui doublent pratiquement, et une réduction des fonds investis à plus de trois mois.

* * *

L'année financière 1969–70 a été très satisfaisante à tous égards. La Banque a atteint un nouveau degré très élevé d'activité et a progressé dans l'objectif principal qui est le sien, à savoir l'intensification de la coopération avec les banques centrales; elle a fourni des facilités accrues à ses membres et a intensifié ses relations avec le marché. Ce haut degré d'activité s'est traduit par un accroissement aussi bien du chiffre du bilan que du volume des opérations; ce dernier a en effet atteint

un niveau record en s'élevant à 213 milliards contre 184 milliards pour 1968-69 et 174 milliards pour 1967-68.

3. La Banque comme Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux.

Depuis le 1er janvier 1970, la Banque exerce la fonction de Trustee pour les nouvelles obligations de l'Emprunt extérieur allemand 1924 (Emprunt Dawes) 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. La Banque a succédé, dans cette fonction, à MM. Nelson D. Jay et Emmanuel Monick ainsi qu'à Sir Otto Niemeyer, qui ont tous trois renoncé à leur fonction de Trustees pour l'Emprunt Dawes à la fin de 1969. Auparavant, et depuis 1930, la Banque intervenait dans l'administration de l'Emprunt en tant qu'Agent financier de ces Trustees.

L'exercice 1969-70 de l'Emprunt Dawes a été clos le 15 avril 1970. Aux termes de l'Accord de Londres, les obligations de conversion avaient été émises, en échange des anciennes obligations de l'Emprunt, pour un montant total équivalant à environ 247 millions de francs. Le 15 octobre 1969, toutes les obligations de conversion encore en circulation, représentant un total équivalant à environ 154 millions de francs, sont arrivées à échéance et ont été remboursées. En ce qui concerne les obligations de consolidation de l'Emprunt qui viennent à échéance le 15 octobre 1972, leur amortissement au titre de l'exercice 1969-70 a été assuré par des rachats de titres en bourse. Les versements d'intérêts concernant les obligations de conversion et de consolidation au cours de l'exercice sous revue se montent, au total, à l'équivalent d'environ 5,7 millions de francs.

Conformément aux accords en vigueur, la Banque a continué d'assumer, au cours de l'exercice sous revue, la fonction de Trustee pour les nouvelles obligations de l'Emprunt international 1930 du gouvernement allemand (Emprunt Young) émis par le gouvernement de la République fédérale d'Allemagne en exécution de l'Accord de Londres. L'amortissement des obligations de conversion et de consolidation au titre de l'exercice 1969-70 de l'Emprunt Young, clos le 1er juin 1970, a été assuré par des rachats de titres en bourse. Pour l'exercice considéré, les versements d'intérêts concernant l'Emprunt se montent à l'équivalent d'environ 34 millions de francs.

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

Emprunt extérieur allemand 1924 (Emprunt Dawes).

Obligations de conversion

Tranche	Monnaie	Valeur nominale		
		Obligations émises	Obligations rachetées ou sorties au tirage en vue de leur amortissement au titre des exercices 1958-59 à 1968-69	Obligations remboursées à l'échéance le 15 octobre 1969
américaine . . .	\$	44.118.000	19.563.000	24.555.000
belge	£	593.500	181.200	402.300
britannique . . .	£	8.277.200	2.572.200	5.705.000
française	£	1.929.800	593.500	1.336.100
néerlandaise . . .	£	1.324.000	391.900	932.100
suédoise	KRS	14.209.000	4.124.000	10.085.000
suisse	£	1.130.800	347.500	783.200
suisse	FS	8.251.000	2.351.000	5.900.000

Emprunt extérieur allemand 1924 (Emprunt Dawes).

Obligations de consolidation

Tranche	Monnaie	Valeur nominale			
		Obligations émises	Obligations rachetées en vue de leur amortissement au titre des exercices		Solde
			1958-59 à 1968-69	1969-70	
américaine . . .	\$	8.209.000	2.643.000	269.000	5.296.000
belge	£	157.800	53.300	5.800	98.900
britannique . . .	£	2.232.300	746.200	80.400	1.405.700
française	£	499.000	168.100	18.100	312.800
néerlandaise . . .	£	291.700	89.600	9.900	192.200
suisse	£	115.000	37.900	4.000	73.100
suisse	FS	415.000	124.000	12.000	279.000

au cas de la réévaluation du deutsche mark intervenue en 1961 n'a pas encore été réglée. L'examen de l'affaire reste confié aux gouvernements des pays dans lesquels les tranches de l'Emprunt ont été émises. A la suite de la nouvelle réévaluation du deutsche mark intervenue en octobre 1969, le Trustee, s'appuyant sur les considérations avancées à propos de la précédente réévaluation, a émis l'opinion que la garantie de change était également applicable au cas du nouveau changement de parité de cette monnaie. La Bundesschuldenverwaltung (Administration de la dette fédérale), maintenant la position adoptée en 1961, n'a pu se déclarer d'accord.

En conséquence, le Trustee a avisé les gouvernements intéressés de la situation créée par la nouvelle réévaluation du deutsche mark, et a fait savoir à la Bundesschuldenverwaltung que tant que la question ne serait pas réglée, il réservait les droits des porteurs concernant l'application de la garantie de change de l'Emprunt Young dans le cas également de la nouvelle modification apportée à

la parité du deutsche mark en 1969, que les coupons et les titres de cet Emprunt soient ou non présentés à l'encaissement.

La situation présente de l'Emprunt Young est résumée dans le tableau suivant.

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 1968-69	1969-70	
Obligations de conversion					
allemande . . .	DM	14.504.000	2.013.000	237.000	12.254.000
américaine . . .	\$	65.498.000	7.920.000	953.000	46.625.000
belge	FB	202.851.000	28.509.000	3.323.000	171.019.000
britannique . . .	£	20.862.900	2.882.600	339.300	17.441.000
française	FF	501.637.000	70.006.000	8.705.000	422.926.000
néerlandaise . . .	FL	52.574.000	7.229.000	855.000	44.490.000
suédoise	KRS	92.780.000	12.996.000	1.519.000	78.265.000
suisse	FS	58.385.000	8.191.000	962.000	49.232.000
Obligations de consolidation					
allemande . . .	DM	416.000	56.000	6.000	354.000
américaine . . .	\$	9.010.000	1.235.000	133.000	7.642.000
belge	FB	45.683.000	6.347.000	683.000	38.653.000
britannique . . .	£	4.930.200	676.900	72.700	4.180.600
française	FF	110.468.000	14.963.000	1.734.000	93.771.000
néerlandaise . . .	FL	8.499.000	1.167.000	125.000	7.207.000
suédoise	KRS	6.014.000	833.000	90.000	5.091.000
suisse	FS	1.405.000	192.000	21.000	1.192.000

* Valeur nominale au 1er mai 1970, établie conformément aux dispositions de l'Accord de Londres du 27 février 1953 sur les dettes extérieures allemandes, mais sans tenir compte des réévaluations du deutsche mark en mars 1961 et en octobre 1968.

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 1968	1969	
américaine . . .	\$	1.667.000	715.000	92.000	860.000
anglo-néerlandaise	£	858.600	359.900	50.500	446.200
suisse	FS	7.102.000	2.517.000	341.000	4.244.000

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.

Emprunts garantis de la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier.

Séries de titres garantis	Date de l'émission	Pays d'émission	Baillleurs de fonds	Montant initial des emprunts	Montant non remboursé au 1 ^{er} avril 1970	Taux d'intérêt %	Année de la dernière échéance
1 ^{re}	1954	Etats-Unis	Gouvernement des Etats-Unis	\$ 100.000.000	55.900.000	3 1/2	1979
2 ^e	1955	Belgique	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Bruxelles	FB 200.000.000	126.400.000	3 1/2	1982
3 ^e	1955	Allemagne	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf et Münster ¹	DM 50.000.000	27.170.100	3 1/2	1981
4 ^e	1955	Luxembourg	Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg	FB 20.000.000 FLUX 5.000.000	12.640.000	3 1/2	1982
5 ^e	1956	Sarre	Landesbank und Girozentrale Saar, Sarrebruck	DM 2.977.450 ²	1.476.815	4 1/2	1977
6 ^e	1956	Suisse	Emission publique	FS 50.000.000	20.000.000	4 1/2	1974
7 ^e ³	1957	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	9.800.000	5 1/2	1975
10 ^e	1957	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	74.023.045	5 1/2	1982
11 ^e ³	1958	Etats-Unis	Emission publique	\$ 35.000.000	21.200.000	5	1976
13 ^e ³	1960	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	18.400.000	5 1/2	1980
15 ^e	1961	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	84.883.149	5 1/2	1986
16 ^e	1961	Pays-Bas	Emission publique	FL 50.000.000	39.950.000	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 8^e, 9^e, 12^e et 14^e séries ont été entièrement remboursés.

Ces emprunts garantis ont été émis, pendant la période allant jusqu'à l'année 1961 comprise, pour un montant total équivalant à environ 821 millions de francs. Depuis septembre 1961, la Communauté a contracté des emprunts qui ne sont pas garantis conformément au Contrat de nantissement; la Banque n'assume aucune fonction à l'égard de ces emprunts.

Les remboursements effectués par la Communauté jusqu'au 1er avril 1970, au titre des emprunts garantis, atteignent l'équivalent d'environ 409 millions de francs, de sorte que le montant total restant dû se trouve ramené à l'équivalent d'environ 412 millions de francs. Des détails complémentaires sur ces emprunts sont fournis dans le tableau de la page précédente. La Communauté a affecté le produit de ces emprunts à l'octroi de prêts dans les pays membres.

Au cours de l'exercice 1969-70, la Banque a reçu des bénéficiaires de ces prêts et réparti entre les Agents-payeurs, pour le service des emprunts garantis, l'équivalent d'environ 22 millions de francs au titre des intérêts et d'environ 40 millions de francs au titre de l'amortissement.

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. Révision des Statuts de la Banque et aménagement de son capital et de ses réserves.

L'Assemblée générale extraordinaire dont il a été question au Chapitre VII, section 7, du Trente-neuvième Rapport annuel de la Banque, s'est tenue le 9 juin 1969, à l'effet de se prononcer sur les propositions concernant l'aménagement du capital et la révision des Statuts de la Banque. Les résolutions soumises à l'Assemblée ont été adoptées à l'unanimité et ont pris effet le 10 décembre 1969 après que le gouvernement suisse, agissant avec l'accord des autres gouvernements parties à la Convention de 1930 concernant la B.R.I., eut donné l'autorisation requise par ladite

Convention. Il s'ensuit que les amendements aux Statuts de la Banque, ainsi que ceux qui ont été apportés, par voie de conséquence, aux références aux Statuts figurant dans la Charte constitutive, sont entrés en vigueur ce même jour. Le capital autorisé de la Banque a ainsi été immédiatement porté de 500 millions à 1 milliard 500 millions de francs divisés, comme il est indiqué à l'article 4 des Statuts révisés, en 600.000 actions d'égale valeur-or nominale, dont une première tranche de 200.000 actions, libérées de 25 %, soit de 625 francs par action, était déjà émise, deux autres tranches de 200.000 actions chacune étant disponibles pour être émises dans les conditions fixées par les articles 5 et 6 des Statuts révisés.

En application de la décision de l'Assemblée générale extraordinaire, et conformément aux dispositions de l'article 5 des Statuts révisés, il a été procédé, le 29 décembre 1969, à la mise en souscription des 200.000 actions de la seconde tranche du capital de la Banque – libérées de 625 francs chacune par prélèvement sur les fonds propres de la Banque – qui ont été offertes aux actionnaires à raison d'une action nouvelle par action inscrite sur les registres de la Banque. Les actionnaires se sont engagés, par leur souscription, à effectuer le versement des trois quarts non libérés, soit 1.875 francs par action. A la clôture de la souscription, le 31 mars 1970, la grande majorité des actionnaires avait souscrit les actions auxquelles ils avaient droit; le reliquat, que les huit banques centrales représentées au Conseil d'administration et ayant garanti la souscription de la totalité de l'émission s'étaient engagées à reprendre à cette date contre paiement de la contre-valeur en francs suisses de 625 francs par action, n'a représenté qu'une faible fraction du total. Les sommes reçues à ce titre des banques centrales garantissant l'émission ont été versées ultérieurement aux actionnaires qui n'avaient pas souscrit dans le délai prescrit. La libération des actions de la seconde tranche à raison de 625 francs par action, prélevés sur les fonds propres de la Banque, a eu pour effet de réduire la «Provision pour charges éventuelles» de 220 millions à 95 millions de francs; le solde de cette provision a été immédiatement liquidé, conformément à la décision de l'Assemblée générale extraordinaire, par le transfert de 12,5 millions de francs au «Fonds de réserve légale», de 50 millions de francs au «Fonds de réserve libre» et de 32,5 millions de francs à la «Provision pour immeubles».

En application de la décision de l'Assemblée générale extraordinaire, et conformément aux dispositions de l'article 6 des Statuts révisés, il a été procédé le 2 janvier 1970 à une première émission d'actions de la troisième tranche du capital de la Banque, dont la souscription est réservée intégralement aux banques centrales. A la suite de cette émission, les banques centrales du Canada et du Japon, qui apportaient déjà une contribution substantielle aux activités de la

Banque, sont devenues membres de la B.R.I. En même temps, deux autres banques centrales qui étaient déjà actionnaires de la Banque ont souscrit des actions supplémentaires afin d'arrondir le nombre des actions qu'elles avaient souscrites lors de leur admission comme membres de la B.R.I. En outre, conformément aux nouvelles dispositions de l'article 9 des Statuts, appliquées pour la première fois, les banques centrales fondatrices ayant exercé le droit qui leur était conféré par l'article 8, alinéa 2, de souscrire une proportion déterminée de toute nouvelle émission, ont mis certaines des actions ainsi émises à la disposition de la Banque pour annulation. Dès lors, le Conseil d'administration a pu réémettre un nombre équivalent d'actions au profit d'autres banques centrales actionnaires.

A l'occasion de cette première émission d'actions de la troisième tranche du capital de la Banque, il a été souscrit au total 48.325 actions. Le Conseil d'administration, en vertu du pouvoir qui lui a été conféré par l'Assemblée générale extraordinaire, a fixé le prix de souscription à 937,50 francs par action. Les actions étant libérées à raison de 25 %, soit 625 francs par action, le prix de souscription comprenait une prime d'émission de 312,50 francs par action, soit 50 % du montant libéré. Le total des primes encaissées à l'occasion de cette première émission d'actions de la troisième tranche s'est donc élevé à 15.101.563 francs. Cette somme a été affectée par le Conseil d'administration, à raison de 3.020.313 francs, au «Fonds de réserve légale», et de 12.081.250 francs, au «Fonds de réserve générale».

Ces opérations ont eu pour résultat de porter le capital versé de la Banque de 125 millions à plus de 280 millions de francs, à la fin de l'exercice, et le nombre d'actions émises, libérées de 25 %, soit 625 francs par action, de 200.000 à 448.325. En même temps, le capital non versé de la Banque est passé de 375 millions à plus de 840 millions de francs.

A côté de ces modifications apportées au capital-actions de la Banque, d'importants changements sont intervenus dans les réserves et les provisions. Le «Fonds de réserve légale», qui s'élevait à 12,5 millions de francs au début de l'exercice, a été complété à l'occasion de chacune des deux émissions d'actions mentionnées précédemment, à savoir d'une somme de 12,5 millions de francs prélevée sur la «Provision pour charges éventuelles» le 29 décembre 1969 et d'un montant de 3.020.313 francs provenant de la prime d'émission encaissée le 2 janvier 1970. En conséquence de chacune de ces dotations, le «Fonds de réserve légale» a été maintenu, tout au long de l'exercice, au maximum prévu par l'article 51 des Statuts, le taux fixé par rapport au capital versé se trouvant ainsi constamment respecté. A la fin de l'exercice, ce fonds s'élevait par conséquent à 28.020.313 francs. Le «Fonds de réserve générale» a été renforcé par le versement du solde de la prime

reçue lors de l'émission des actions de la troisième tranche, à savoir 12.081.250 francs. Compte tenu de l'affectation de 15 millions de francs prélevés sur le bénéfice net du précédent exercice, ce fonds s'élevait à 64.833.210 francs au 31 mars 1970.

La liquidation de la « Provision pour charges éventuelles », déjà mentionnée dans la présente section, a également permis de compléter le « Fonds de réserve libre », qui s'élevait à 80 millions de francs à la fin de l'exercice après inclusion des 15 millions de francs prélevés sur le bénéfice net de l'année précédente. Quant à la « Provision pour immeubles », où sont comptabilisés les fonds disponibles pour la construction et l'aménagement du nouveau bâtiment de la Banque, elle a été réduite, au cours de l'exercice écoulé, d'un montant de 1.329.000 francs, qui a été affecté à l'achat de la parcelle restant à acquérir du terrain sur lequel sera situé ce nouveau bâtiment. D'autre part, la « Provision pour immeubles » a été complétée par l'affectation de 32,5 millions de francs provenant de la « Provision pour charges éventuelles » et par le transfert de 16 millions de francs prélevés sur l'excédent de l'exercice écoulé. Au 31 mars 1970, le solde de la « Provision pour immeubles » s'élevait donc à 48.671.000 francs.

Dans l'ensemble, toutes ces mesures ont eu pour effet d'établir, à la fin de l'année financière 1969-70, une proportion mieux appropriée entre le total du bilan de la Banque, d'une part, et le total de son capital (versé et non versé) et de ses réserves, d'autre part. Si les recommandations du Conseil d'administration concernant la répartition du bénéfice net de l'exercice sont approuvées, le « Fonds de réserve générale » et le « Fonds de réserve libre » de la Banque seront encore renforcés au total de 48 millions de francs.

7. Bénéfices nets et répartition.

Les comptes du quarantième exercice clos le 31 mars 1970 ont fait apparaître un excédent de 101.368.556 francs. L'excédent de l'exercice 1968-69 était de 49.686.320 francs. Cette très forte augmentation des profits s'explique principalement par l'accroissement considérable des ressources de la Banque en monnaies et par le développement notable du volume de ses opérations; ces deux mouvements ont déjà été mentionnés dans la section 2 du présent Chapitre.

Le Conseil d'administration a décidé de transférer 2.188.986 francs à la « Provision pour frais d'administration exceptionnels » et 16 millions de francs à la « Provision pour immeubles ». Après déduction de ces deux versements, le bénéfice net a atteint 83.179.570 francs, contre 45 millions de francs pour l'exercice précédent. Sa répartition est réglée par l'article 51, alinéas 2, 3, 4 et 5, des Statuts révisés.

Conformément à ces dispositions, le Conseil d'administration propose à l'Assemblée générale de répartir le bénéfice net de 83.179.570 francs de la manière suivante:

- 1) une somme de 23.179.570 francs sera affectée au versement d'un dividende global de 56,25 francs par action; ce dividende comprendra, à raison de 37,50 francs, le montant du dividende prioritaire de 6% l'an et, à raison de 18,75 francs, le dividende maximum supplémentaire de 3% l'an; il sera payable au titre d'un exercice complet dans le cas des 400.000 actions émises de la première et de la seconde tranche du capital de la Banque et au titre du quart d'un exercice dans le cas des 48.325 actions émises de la troisième tranche;
- 2) une somme de 30 millions de francs sera transférée au «Fonds de réserve générale»;
- 3) une somme de 12 millions de francs sera transférée au «Fonds spécial de réserve de dividendes»; et
- 4) le reliquat du bénéfice net disponible, soit 18 millions de francs, sera transféré 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, les nouvelles dispositions de l'article 51, alinéa 5, qui permettent d'affecter au «Fonds spécial de réserve de dividendes» jusqu'à 40% du solde du bénéfice net après tous autres versements et affectations, seront appliquées pour la première fois. L'affectation au «Fonds spécial de réserve de dividendes» de la somme de 12 millions de francs, qui correspond pour l'exercice en cause au maximum autorisé par les Statuts, permettra de porter ce fonds à 22.007.964 francs; le rapport entre ce montant et le capital versé actuel sera à peu près le même que celui qui existait, entre le fonds et le capital versé, à la fin du précédent exercice, avant l'augmentation du capital de la Banque.

En ce qui concerne le dividende payé au titre de l'exercice 1969-70, les propositions du Conseil prévoient que le montant total s'élèvera à 56,25 francs par action pour les 400.000 actions émises de la première et de la seconde tranche, et à 14,0625 francs pour les 48.325 actions émises de la troisième tranche du capital. Ces montants seront payables le 1er juillet 1970, à raison de 80,40 francs suisses et de 20,10 francs suisses respectivement par action, aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 20 juin 1970. Quant aux actionnaires ayant conservé les nouveaux titres de la seconde tranche auxquels ils avaient

droit, les propositions concernant le dividende auront pour effet de leur faire obtenir cette année un dividende de 112,50 francs, soit 160,80 francs suisses, pour deux actions présentement détenues, alors que ce dividende n'était que de 75 francs, ou de 107,15 francs suisses par action détenue l'an dernier.

On trouvera, à la fin du présent Rapport, le bilan, le compte de profits et pertes, la répartition proposée des bénéfices nets et un état indiquant l'évolution, au cours de l'exercice, du capital versé, des réserves et des provisions.

Les comptes de la Banque ont été vérifiés par MM. Price Waterhouse & Co., Zurich, qui ont confirmé que le bilan et le compte de profits et pertes donnent une présentation sincère et régulière de l'état des affaires de la Banque au 31 mars 1970 et de ses bénéfices pour l'exercice clos à cette date. Le rapport de MM. Price Waterhouse & Co. est apposé au bas du bilan.

8. Modifications dans la composition du Conseil d'administration.

M. Maurice Frère, dont le mandat de membre du Conseil venait à expiration le 7 août 1969, a été nommé de nouveau à ce poste en juillet 1969 par le Baron Ansiaux, Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, conformément à l'article 27, alinéa 2, des Statuts, pour une période de trois ans qui prendra fin le 7 août 1972.

Le Dr Donato Menichella, dont le mandat de membre du Conseil venait à expiration le 7 novembre 1969, a été nommé de nouveau à ce poste en septembre 1969 par le Dr Carli, Gouverneur de la Banque d'Italie, conformément à l'article 27, alinéa 2, des Statuts, pour une période de trois ans qui prendra fin le 7 novembre 1972.

Le 1er janvier 1970, le Dr Karl Klasen a succédé à M. Karl Blessing en qualité de Président de la Deutsche Bundesbank et est devenu administrateur d'office. A la séance du Conseil tenue le 8 décembre 1969, le Président a exprimé à M. Blessing les remerciements sincères et chaleureux de tous les membres du Conseil pour les inestimables services qu'il a rendus à la Banque pendant les douze années de son mandat. En janvier 1970, le Président a souhaité la bienvenue au Dr Klasen, qui assistait pour la première fois à une séance du Conseil.

Le Dr Jelle Zijlstra, Président de la Nederlandsche Bank, dont le mandat de membre du Conseil venait à expiration le 31 mars 1970, a été réélu, conformément à l'article 27, alinéa 3, des Statuts, pour une nouvelle période de trois ans prenant fin le 31 mars 1973.

CONCLUSION.

Au cours de l'année écoulée, l'activité économique des pays industriels a été caractérisée par des tendances inflationnistes qui se sont progressivement généralisées, au fil des mois, et ont dans l'ensemble donné l'impression de s'intensifier. Si ce mouvement est en partie imputable à des faux pas dans l'aménagement de la politique économique, il s'explique aussi, dans de nombreux cas, par des explosions salariales.

Jusqu'à la fin de 1968, l'Allemagne fédérale apparaissait comme un bastion de la stabilité monétaire; sa situation privilégiée se trouva menacée lorsque de violentes pressions s'exercèrent sur le marché du travail en 1969, et que les autorités laissèrent passer le moment opportun pour appliquer une politique restrictive. Leur action fut paralysée par l'entrée en jeu de deux facteurs. La situation politique empêchait toute décision rapide à la fois au regard de la réévaluation et en ce qui concerne le recours à une politique budgétaire appropriée. Par ailleurs, dans une situation où les exportations considérables de capitaux à long terme constituaient la seule contrepartie à un fort excédent commercial et aux afflux de fonds spéculatifs à court terme, l'utilisation du frein monétaire se heurtait à des considérations externes. Dans le sillage des premières conventions de travail signées à l'automne, des augmentations de salaires de 12 à 14% furent accordées; les pressions corrélatives sur les coûts de production ont été telles que, même dans les industries exportatrices, la réévaluation s'est accompagnée d'une montée des prix de base en deutsche marks.

La réévaluation, lorsqu'elle survint enfin, n'exerça, dans l'immédiat, qu'une incidence limitée sur l'expansion de l'activité, et les efforts de modération budgétaire et fiscale esquissés par le nouveau gouvernement ne furent pas suivis d'actions concrètes. La banque centrale eut donc à recourir activement aux restrictions monétaires en mars 1970. Son action est, en fin de compte, de nature à atténuer la surchauffe, mais, compte tenu de la diffusion des hausses de salaires à travers l'économie, l'attente des résultats sera d'une durée incertaine.

Au Royaume-Uni, les instruments de la politique monétaire ont été, avec quelque retard, enfin aménagés de manière à consolider la nouvelle parité de la livre sterling. Les finances publiques ont dégagé un excédent global substantiel, tandis que la politique monétaire enserrait étroitement le crédit. Les conséquences favorables sur la balance des paiements ont dépassé les prévisions cependant que le rythme de la progression des prix et des salaires se ralentissait.

En vue de préserver les résultats acquis et d'ouvrir ainsi la voie à une reprise de l'expansion sans inflation, le gouvernement s'est efforcé de promouvoir une politique efficace des revenus et d'établir dans les relations avec le monde du travail des conditions plus ordonnées — deux points faibles du système britannique depuis de longues années. Ces efforts ont échoué et, plus tard, en cours d'année, il devint apparent qu'une nouvelle série de hausses salariales de l'ordre de 10% était en train de se produire.

Parmi les pays les plus importants, l'Italie semblait, à la fin de l'année dernière, être relativement bien protégée contre l'inflation. Les prix avaient plafonné en 1968, et les revenus du travail avaient progressé légèrement. En outre, contrairement à ce qui existait en Allemagne fédérale, l'économie italienne disposait d'un volant de ressources inutilisées et il était généralement admis que les dépenses d'investissements publics pouvaient être sans risque accélérées du fait, notamment, de la présence d'un excédent de paiements courants confortable. Dans un climat d'instabilité politique, de fortes revendications salariales se sont, toutefois, fait jour et l'agitation sociale s'est étendue. Le prix qu'il a fallu payer pour mettre un terme aux grèves généralisées de l'automne a été élevé. Les taux des salaires conventionnels ont brusquement marqué une progression de plus de 20% en fin d'année et, selon les prévisions, pour l'ensemble de l'année 1970, l'accroissement des revenus salariaux excédera 15%. La préoccupation immédiate des autorités a été de contenir la progression nominale du pouvoir d'achat par l'application de mesures restrictives. Jusqu'à présent, ces mesures ont été largement limitées au resserrement des crédits accordés au secteur privé par la banque centrale. Eu égard à la persistance présente du malaise social et politique, les perspectives de l'économie italienne demeurent incertaines.

La forte poussée des salaires, qui s'est manifestée en France au milieu de 1968, était, pareillement, la conséquence de troubles sociaux et politiques plus que de pressions de la demande sur le marché du travail. Depuis lors, les autorités ont eu à se soucier de rétablir l'équilibre économique. Mettant à profit le calme des vacances d'été, elles ont dévalué le franc avec beaucoup d'habileté, en accompagnant la dépréciation de mesures de stabilisation interne. Les résultats obtenus à ce jour en ce qui concerne les comptes extérieurs ont dépassé les prévisions et les autorités françaises ont tout lieu d'en être satisfaites. En partie il est vrai comme conséquence de la dévaluation, les salaires et les prix continuent malheureusement de monter d'une façon trop vive pour être rassurante.

La vague inflationniste aux Etats-Unis depuis 1965 a eu ceci de frappant que, jusqu'à ces temps derniers, elle était moins que d'autres motivée par des poussées de salaires de caractère autonome. L'excès de la demande trouvait

sa source dans l'accélération des dépenses du gouvernement fédéral et, du fait du plein emploi, les salaires des travailleurs non syndiqués étaient davantage majorés que les rémunérations prévues dans les conventions collectives. L'échec du système des directives en matière salariale a montré une fois de plus qu'il y avait incompatibilité entre une politique des salaires et un contrôle inconsistant de la demande.

Au premier semestre de 1969, le retour à un excédent budgétaire fut assuré, et la lutte pour endiguer l'inflation fut soutenue par des restrictions monétaires. Ces efforts ont permis de supprimer l'excès de demande et, depuis l'automne de 1969, ils ont même provoqué une décroissance de la production et de l'emploi. Le déphasage par rapport aux résultats escomptés, en ce qui concerne les prix et les salaires, n'est, toutefois, que trop évident. La situation a atteint un stade où une politique plus directe en ce domaine — de façon réglementaire ou non — pourrait être envisagée. Pour l'heure, l'attitude des autorités a été négative.

Conformément à la stratégie mise en place au début de l'année, il était estimé que la mentalité inflationniste pourrait être surmontée grâce aux mesures de contraction budgétaire. D'un autre côté, il appartenait à la politique monétaire d'être suffisamment libéralisée pour éviter à l'économie d'être plongée dans une récession. Cette perspective pouvait sembler raisonnable, à condition qu'en matière budgétaire l'objectif soit plus ou moins bien atteint. En ce domaine, malheureusement, les chances de succès se sont récemment détériorées. L'économie est en outre en train de traverser une phase dans laquelle des doutes quant à son orientation future sont permis.

Ces développements, de même que l'évolution des salaires et des prix dans nombre d'autres pays industrialisés, au cours de l'année écoulée, mettent une fois de plus en évidence divers aspects de la vie économique auxquels il est impossible d'échapper. Au premier chef, tout retard apporté à la lutte contre l'inflation est non seulement dommageable en soi, mais rend encore plus difficiles les corrections ultérieures. En second lieu, en présence d'une inflation de la demande, une politique monétaire restrictive ne peut se substituer aux mesures budgétaires et fiscales appropriées. Il est, enfin, devenu de plus en plus évident que la politique des revenus, entendue dans un sens très large, doit être considérée comme étant une condition préalable à une croissance économique ordonnée. Peu de ministres des finances ou de dirigeants de banque centrale accepteraient de croire qu'une politique des revenus peut à elle seule être utile si d'autres mesures sont défailtantes; peu professeraient, en sens contraire, que les hausses de salaires sont susceptibles d'être contenues par le simple jeu des interventions monétaires et budgétaires.

Dans le domaine monétaire international, les événements de l'année passée se sont déroulés en deux phases fort contrastées: le prolongement, et parfois l'aggravation de la situation agitée de l'année 1968, d'abord, ensuite un brusque changement de climat caractérisé, sur les marchés de l'or et des changes, par un calme inconnu depuis plusieurs années. Sur le marché de l'or, la détente s'était déjà amorcée à partir du printemps de 1969. Le changement véritable de climat ne s'est toutefois manifesté que pendant le dernier trimestre, en conséquence de trois importantes mesures d'ajustement: la dévaluation du franc français et la conception du plan de stabilisation interne qui l'accompagnait, l'apparition d'un excédent des paiements de base au Royaume-Uni et, enfin et surtout, la réévaluation du deutsche mark.

Deux décisions majeures dans le domaine international sont venues renforcer l'effet général de détente: la mise en œuvre du système des Droits de Tirage Spéciaux, et l'accord intervenu entre l'Afrique du Sud et le Fonds sur les ventes d'or sud-africain. L'allocation de la première tranche de D.T.S., en janvier 1970, marque une nouvelle étape importante dans l'évolution du système monétaire. Depuis quatre mois que le dispositif est en place, quelque \$400 millions de D.T.S. ont été utilisés, principalement par certains pays en voie de développement et par le Royaume-Uni. La moitié environ de ce montant a été transférée au F.M.I. soit sous forme de rachat de monnaies nationales, soit en règlement d'intérêts; le solde a été acquis, en majeure partie, par les Etats-Unis et d'autres pays industriels. Il est évidemment trop tôt pour apprécier les effets à long terme de l'introduction des D.T.S. dans le système monétaire international, notamment leur incidence sur les problèmes que soulève la coexistence, dans les réserves des banques centrales, de différents instruments d'actifs ayant des mérites divers. La décision de mise en œuvre du système a, en tout cas, exercé des répercussions immédiates sur le comportement des marchés. Elle a, sans aucun doute, contribué à la détente sur le marché de l'or où la situation a été, de plus, consolidée, pour le présent, par l'accord sur l'écoulement du métal sud-africain.

Cet opportun changement si longtemps attendu dans la situation monétaire internationale ne signifie pas, pour autant, que toutes les difficultés antérieures ont été résolues — même dans les pays dont les conditions économiques et monétaires ont enregistré l'amélioration la plus spectaculaire. La livre sterling et le franc français sont toujours protégés par des mesures de contrôle des changes; les réserves du Royaume-Uni sont encore loin d'être suffisantes, étant donné l'importance de l'endettement extérieur restant à rembourser. La fermeté récente dont ces deux monnaies ont fait preuve repose solidement, toutefois, sur les mesures correctives fondamentales prises par les autorités.

Tout au long de l'année 1969, le dollar a renforcé sa position avant même le redressement de la livre sterling et du franc français. L'amélioration était, toutefois, provoquée par un afflux considérable de fonds à court terme aux Etats-Unis, qui couvrait largement le déficit des autres postes de la balance des paiements. Pour 1970, un nouveau déséquilibre est prévu, de même que des sorties de capitaux. Ces prévisions se sont déjà matérialisées au cours du premier trimestre de cette année.

L'afflux de fonds vers les Etats-Unis en 1968 et en 1969 a éprouvé les réserves de certains autres pays, suscitant un peu partout des réactions de défense de la part des autorités. Aussi existait-il au début de cette année une marge en faveur des partenaires des Etats-Unis pour leur permettre de reconstituer une bonne partie de leurs avoirs en dollars et, pour certains des pays d'Europe, leur donner la possibilité de lever les restrictions imposées à leurs banques commerciales en ce qui concerne leurs opérations avec l'étranger. De plus, les Etats-Unis disposent maintenant, outre d'une large position de réserve envers le F.M.I. sur laquelle ils peuvent tirer, des éléments d'actifs constitués par les D.T.S. et de quantités non négligeables d'or acquises auprès d'autres pays au cours des deux années écoulées. Le financement du déficit de la balance américaine des paiements n'a donc pas, jusqu'à présent, posé de problèmes.

La question fondamentale du rétablissement d'un équilibre durable des paiements extérieurs n'est toutefois pas résolue. Un certain déficit d'ensemble est tolérable, encore qu'il soit difficile d'en donner exactement la mesure. Il est non moins difficile de discerner comment les autorités américaines entendent, de leurs propres moyens, redresser leur balance. Un nouveau renforcement du contrôle des sorties de capitaux serait peu désirable; toute décision imposant des restrictions aux échanges commerciaux serait pire encore. La balance des opérations courantes donne assurément des signes d'amélioration, maintenant que la pression de la demande s'est atténuée, et il importe que les autorités américaines arrivent à maîtriser l'inflation actuelle des coûts. Il n'est toutefois dans l'intérêt ni des Etats-Unis ni du reste du monde que l'économie américaine bascule dans une grave récession.

Le problème du retour à l'équilibre de la balance américaine est l'un des éléments composant la toile de fond des discussions officielles actuellement en cours sur les possibilités de conférer une plus grande souplesse au mécanisme des taux de change. Ces discussions sont en partie consacrées à l'examen de modifications techniques permettant, selon certains, aux banques centrales de mieux maîtriser les mouvements spéculatifs de capitaux. Le débat essentiel porte toutefois sur l'opportunité, s'il en est, de changements de parité plus fréquents mais

plus limités, pour faciliter le processus d'ajustement international, l'accent étant mis davantage sur les modifications en hausse que sur les révisions en baisse.

Alors que nul ne conteste les conséquences dommageables d'un attachement obstiné à des taux de change irréalistes, l'expérience prouve qu'une modification de la parité officielle d'une monnaie, que ce soit vers le haut ou vers le bas, est une action difficile à prendre, au premier chef du point de vue politique, même si l'existence d'un important déséquilibre fondamental ne fait pas l'ombre d'un doute. Des changements de parité plus réduits, dont la nécessité elle-même apparaîtrait donc avec moins d'évidence, risquent de susciter des difficultés non moins considérables.

Il est possible que, dans certains cas particuliers où un pays connaît simultanément le plein emploi et un important excédent des comptes extérieurs, la réévaluation de sa monnaie s'impose. L'idée, quelquefois avancée, selon laquelle le déséquilibre de la balance des paiements des Etats-Unis devrait être corrigé principalement au moyen d'ajustements systématiques en hausse des taux de change d'autres pays, est plus contestable. Il est douteux que les pays disposés à réévaluer leur monnaie soient assez nombreux ou aient une puissance économique suffisante pour que leur action produise les résultats escomptés. Qui plus est, et bien que la structure des paiements internationaux constitue, pour l'avenir, une inconnue, de graves tensions ne manqueraient pas de se produire si les partenaires des Etats-Unis devaient se trouver constamment contraints de choisir entre une accumulation non souhaitée de dollars dans leurs réserves ou une réévaluation de leur monnaie.

Le fait est que le système monétaire international passe actuellement par une phase de transformation radicale, dont aucun observateur objectif ne peut prétendre connaître l'aboutissement. Compte tenu des limitations actuelles, tant politiques qu'économiques, l'une des incertitudes les plus préoccupantes est celle qui plane sur la manière de renforcer la position du dollar. Or, cette question est lourde de conséquences, non seulement pour les pays autres que les Etats-Unis, pris isolément, mais aussi pour l'avenir du système récemment créé des D.T.S. Si d'importantes injections de dollars dans les avoirs officiels devaient se produire, les D.T.S. ne constitueraient pas le principal élément de majoration des réserves, et le passage à un système de croissance organisée de ces réserves selon les vues escomptées par les partisans des droits de tirage n'aurait pas été accompli. De plus, un accroissement désordonné des réserves risque de s'identifier avec une croissance excessive; ceci n'est guère de nature à faciliter les efforts déployés par les pays pour maintenir la discipline de leurs comptes extérieurs, surtout dans un monde où la dépréciation de la monnaie est un phénomène quasi général.

L'amenuisement accéléré de la valeur des monnaies est, en fait, le principal problème auquel de nombreux pays ont actuellement à faire face. En même temps, en raison des lenteurs avec lesquelles ont été opérés les ajustements indispensables, le danger n'est pas négligeable de voir se développer, ici ou là, une vision exagérément pessimiste de l'avenir. Ce qu'il importe de réaliser c'est l'abandon des politiques bancales s'appuyant trop exclusivement sur des mesures monétaires, et l'adoption de stratégies plus équilibrées et plus globales à l'égard du problème de l'inflation. Cette action compléterait et renforcerait les progrès accomplis l'an dernier dans la voie de l'amélioration de l'équilibre international.

Le Directeur Général

GABRIEL FERRAS

BILAN ET COMPTE DE PROFITS ET PERTES

AU 31 MARS 1970

BILAN AU

ACTIF

EN FRANCS OR (UNITÉS DE 0,290 322 58 ...)

		<u>%</u>
Or	4.161.152.416	20,1
Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue	60.771.269	0,3
Bons du Trésor	7.076.183	0,0
Autres titres mobilisables sur demande	61.732.144	0,3
Dépôts à terme et avances		
Or		
A 3 mois au maximum	40.893.459	0,2
Monnaies		
A 3 mois au maximum	8.049.864.044	38,9
A plus de 3 mois	<u>1.926.064.220</u>	9,3
	10.016.821.723	
Titres à terme		
Or		
A 3 mois au maximum	295.215.948	1,4
A plus de 3 mois	125.390.945	0,6
Monnaies		
A 3 mois au maximum	5.202.749.318	25,1
A plus de 3 mois	<u>754.962.279</u>	3,7
	6.378.318.490	
Divers	13.143.831	0,1
Terrain, immeubles et installations	1	0,0
	<u>20.899.016.057</u>	<u>100</u>
COMPTES D'ORDRE		
a) Opérations à terme sur or:		
Solde net: or à recevoir (monnaies payables)	2.109.760.712	
b) Fonds, effets et autres titres gérés ou détenus par la Banque pour le compte de tiers:		
Or sous dossier	1.067.601.934	
Avoirs en banque	17.405.030	
Effets et autres titres sous dossier	543.433.558	

31 MARS 1970

GRAMME D'OR FIN — ART. 4 DES STATUTS)

PASSIF

			%
Capital			
Autorisé: 600.000 actions de 2.500 francs or chacune	1.500.000.000		
Emis: 448.325 actions	1.120.812.500		
libérées de 25%		280.203.125	1,3
Réserves			
Fonds de réserve légale	28.020.313		
Fonds de réserve générale	64.833.210		
Fonds spécial de réserve de dividendes	10.007.964		
Fonds de réserve libre	80.000.000		
		182.861.487	0,9
Dépôts (or)			
Banques centrales			
A vue	2.122.583.928		10,2
A 3 mois au maximum	2.840.684.260		13,7
A plus de 3 mois	1.013.169.349		4,9
Autres déposants			
A vue	197.291.448		1,0
		6.173.708.985	
Dépôts (monnaies)			
Banques centrales			
A vue	80.346.033		0,4
A 3 mois au maximum	10.771.522.428		52,0
A plus de 3 mois	1.171.676.708		5,7
Autres déposants			
A vue	16.750.173		0,1
A 3 mois au maximum	887.917.112		4,3
A plus de 3 mois	123.357.396		0,6
		13.051.569.850	
Effets			
A 3 mois au maximum	276.679.818		1,3
A plus de 3 mois	557.601.444		2,7
		834.281.262	
Divers		44.540.778	0,2
Provision pour immeubles		48.671.000	0,3
Compte de profits et pertes		83.179.570	0,4
		<u>20.699.016.057</u>	<u>100</u>

RAPPORT DES COMMISSAIRES-VÉRIFICATEURS AU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET A L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE DE LA BANQUE DES RÉGLEMENTS INTERNATIONAUX, BÂLE

A notre avis, le bilan et le compte de profits et pertes donnent une présentation sincère et régulière de l'état des affaires de la Banque au 31 mars 1970 et de ses bénéfices pour l'exercice clos à cette date. Nous avons obtenu toutes les informations et toutes les explications que nous avons demandées. La Banque a tenu ses livres d'une manière appropriée; le bilan et le compte de profits et pertes concordent avec les livres et avec les informations et les explications qui nous ont été données.

Zurich, le 4 mai 1970.

PRICE WATERHOUSE & CO.

COMPTE DE PROFITS ET PERTES

pour l'exercice social clos le 31 mars 1970

	<u>Francs or</u>
Revenu net provenant des intérêts et autres ressources	113.513.818
Moins: Frais d'administration:	
Conseil d'administration	176.492
Direction et personnel	9.550.586
Frais de bureau et divers	<u>2.418.184</u>
	<u>12.145.262</u>
Excédent net d'exploitation	101.368.556
Moins: Montants affectés aux provisions suivantes:	
Provision pour frais d'administration exceptionnels	2.188.986
Provision pour immeubles	<u>16.000.000</u>
	<u>18.188.986</u>
BÉNÉFICE NET de l'exercice clos le 31 mars 1970	<u><u>83.179.570</u></u>

RÉPARTITION DU BÉNÉFICE NET

(Article 51 des Statuts)

	<u>Francs or</u>
Bénéfice net	83.179.570
Dividende de 6% l'an sur le capital versé	
37,50 francs or par action sur 400.000 actions pour douze mois	15.000.000
9,375 francs or par action sur 48.325 actions pour trois mois	<u>453.047</u>
	<u>15.453.047</u>
Dividende supplémentaire (maximum statutaire) de 3% l'an sur le capital versé	
18,75 francs or par action sur 400.000 actions pour douze mois	7.500.000
4,6875 francs or par action sur 48.325 actions pour trois mois	<u>226.523</u>
	<u>7.726.523</u>
	60.000.000
Transfert au Fonds de réserve générale	<u>30.000.000</u>
	30.000.000
Transfert au Fonds spécial de réserve de dividendes (maximum statutaire) ...	<u>12.000.000</u>
	18.000.000
Transfert au Fonds de réserve libre	<u>18.000.000</u>
	<u>—</u>
	<u><u>—</u></u>

Évolution du Capital versé, des Fonds de réserve et des Provisions au cours de l'exercice social clos le 31 mars 1970

(non compris les affectations aux réserves à décider par l'Assemblée Générale annuelle)

En francs or

Capital versé

Solde au 1er avril 1969:		
200.000 actions, de 2.500 francs or chacune, libérées de 25%	125.000.000	
Plus: 200.000 actions, de 2.500 francs or chacune, libérées de 25%, émises le 29 décembre 1969	125.000.000	
48.325 actions, de 2.500 francs or chacune, libérées de 25%, émises le 2 janvier 1970	<u>30.203.125</u>	
Solde au 31 mars 1970, selon bilan		<u><u>280.203.125</u></u>

Fonds de réserve

	Fonds de réserve légale	Fonds de réserve générale	Fonds de réserve libre
Soldes au 1er avril 1969	12.500.000	37.751.960	15.000.000
Plus: Transferts du compte de profits et pertes 1968/69		15.000.000	15.000.000
Transferts de la Provision pour charges éven- tuelles	12.500.000		50.000.000
Affectation de la prime de 50% reçue le 2 janvier 1970 sur l'émission de 48.325 actions nouvelles ...	<u>3.020.313</u>	<u>12.081.250</u>	
Soldes au 31 mars 1970, selon bilan	<u><u>28.020.313</u></u>	<u><u>64.833.210</u></u>	<u><u>80.000.000</u></u>

Provision pour charges éventuelles

Solde au 1er avril 1969		220.000.000
Affecté conformément aux Résolutions adoptées par l'Assemblée Générale extraordinaire du 9 juin 1969:		
(a) à la libération, à concurrence de 25%, de 200.000 actions émises le 29 décembre 1969		125.000.000
(b) aux fonds et provisions ci-après:		
Fonds de réserve légale		12.500.000
Fonds de réserve libre		50.000.000
Provision pour immeubles		<u>32.500.000</u>
		<u><u>220.000.000</u></u>

Provision pour immeubles

Solde au 1er avril 1969	1.500.000
Plus: Transfert de la Provision pour charges éventuelles	32.500.000
Transfert du compte de profits et pertes 1969/70	<u>16.000.000</u>
	50.000.000
Moins: Amortissement des dépenses exposées au cours de l'exercice social	<u>1.329.000</u>
Solde au 31 mars 1970, selon bilan	<u><u>48.671.000</u></u>

CONSEIL D'ADMINISTRATION

Dr J. Zijlstra, Amsterdam Président du Conseil d'administration,
Président de la Banque
Maurice Frère, Bruxelles Vice-Président

Baron Ansiaux, Bruxelles
M. J. Babington Smith, Londres
Dr Rudolf Brinckmann, Hambourg
Dr Guido Carli, Rome
Henri Deroy, Paris
Dr Karl Klasen, Francfort-sur-le-Main
Dr Donato Menichella, Rome
The Rt. Hon. 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 Otmar 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. Barltrop	Sous-Directeur