

**BANQUE DES  
RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX**

**QUARANTE-DEUXIÈME RAPPORT ANNUEL**

**1<sup>ER</sup> AVRIL 1971 – 31 MARS 1972**

**BÂLE**

**12 JUIN 1972**

## TABLE DES MATIÈRES.

	Page
Introduction . . . . .	1
<b>I. La crise du dollar et le système monétaire. . . . .</b>	<b>3</b>
<p>La balance américaine des paiements (p. 3); les mesures prises par les Etats-Unis pour limiter le déficit (p. 13); la balance des excédents et des déficits (p. 16); le déséquilibre croissant du système monétaire (p. 19); le prélude au 15 août 1971 (p. 28); taux de change flottants (p. 32); l'accord de Washington (p. 35); la situation monétaire internationale au lendemain de l'accord de Washington (p. 36).</p>	
<b>II. Examen de l'évolution de la conjoncture et des politiques économiques et monétaires . . . . .</b>	<b>40</b>
<p>La situation économique intérieure (p. 40); monnaie, crédit et marchés des capitaux (p. 45); évolution et politique suivie dans les différents pays: <i>Etats-Unis</i> (p. 52), <i>Canada</i> (p. 57), <i>Japon</i> (p. 59), <i>Royaume-Uni</i> (p. 63), <i>Allemagne fédérale</i> (p. 67), <i>France</i> (p. 71), <i>Italie</i> (p. 74), <i>Belgique</i> (p. 77), <i>Pays-Bas</i> (p. 79), <i>Suisse</i> (p. 80), <i>Autriche</i> (p. 82), <i>Danemark</i> (p. 83), <i>Norvège</i> (p. 85), <i>Suède</i> (p. 86), <i>Finlande</i> (p. 89), <i>Espagne</i> (p. 90), <i>Portugal</i> (p. 91), <i>Yugoslavie</i> (p. 92), <i>Australie</i> (p. 93), <i>Afrique du Sud</i> (p. 95), <i>Europe de l'Est: Union Soviétique</i> (p. 96), <i>République démocratique allemande</i> (p. 96), <i>Pologne</i> (p. 97), <i>Tchécoslovaquie</i> (p. 97), <i>Hongrie</i> (p. 98), <i>Roumanie</i> (p. 98), <i>Bulgarie</i> (p. 99).</p>	
<b>III. Echanges et paiements internationaux . . . . .</b>	<b>100</b>
<p>Commerce international (p. 100); balances des paiements (p. 102): <i>Etats-Unis</i> (p. 105), <i>Canada</i> (p. 108), <i>Japon</i> (p. 110), <i>Royaume-Uni</i> (p. 112), <i>Allemagne fédérale</i> (p. 114), <i>France</i> (p. 117), <i>Italie</i> (p. 119), <i>Union Economique Belgo-Luxembourgeoise</i> (p. 121), <i>Pays-Bas</i> (p. 122), <i>Suisse</i> (p. 124), <i>Autriche</i> (p. 125), <i>Danemark</i> (p. 126), <i>Norvège</i> (p. 127), <i>Suède</i> (p. 128), <i>Finlande</i> (p. 130), <i>Espagne</i> (p. 130).</p>	
<b>IV. Or, réserves monétaires et changes . . . . .</b>	<b>132</b>
<p>Or: production, marchés et réserves (p. 132); l'expansion des réserves globales (p. 138); mouvements monétaires: <i>Etats-Unis</i> (p. 140), <i>Royaume-Uni</i> (p. 143), <i>Allemagne fédérale</i> (p. 145), <i>France</i> (p. 147), <i>Italie</i> (p. 149), <i>Pays-Bas</i> (p. 149), <i>Union Economique Belgo-Luxembourgeoise</i> (p. 150), <i>Suisse</i> (p. 151), <i>Autriche</i> (p. 152), <i>Suède</i> (p. 152), <i>Norvège</i> (p. 153), <i>Danemark</i> (p. 153), <i>Finlande</i> (p. 153), <i>Espagne</i> (p. 154), <i>Portugal</i> (p. 154), <i>autres pays européens</i> (p. 154), <i>Japon</i> (p. 154), <i>Canada</i> (p. 155); <i>Fonds Monétaire International</i> (p. 155); marchés des changes (p. 157): <i>les dispositions de change arrêtées entre les membres de la Communauté Economique Européenne</i> (p. 158); <i>livre sterling</i> (p. 159), <i>deutsche mark</i> (p. 160), <i>florin néerlandais</i> (p. 163), <i>franc belge</i> (p. 163), <i>franc français</i> (p. 164), <i>franc suisse</i> (p. 165), <i>lire</i> (p. 165), <i>schilling autrichien</i> (p. 166), <i>yen japonais</i> (p. 166), <i>dollar canadien</i> (p. 166), <i>autres monnaies</i> (p. 167); autres événements dans le domaine des changes (p. 168).</p>	

	Page
V. Le marché des euro-monnaies . . . . .	178
Evolution générale (p. 178); le marché des euro-monnaies et les crises monétaires (p. 180); structure des changements (p. 184); origines et utilisations (p. 185); analyse par pays recensés (p. 189); évolution des taux d'intérêt (p. 194).	
VI. Accord Monétaire Européen . . . . .	197
Examen de l'Accord (p. 197); opérations effectuées au titre de l'Accord: <i>Fonds Européen</i> (p. 197); <i>Système Multilatéral de Règlements</i> (p. 199); situation des comptes (p. 201); administration de l'Accord Monétaire Européen (p. 203).	
VII. Activités de la Banque . . . . .	205
Développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales (p. 205); opérations du Département bancaire (p. 205): <i>passif (composition des ressources)</i> (p. 207), <i>actif (utilisation des ressources)</i> (p. 212); la Banque comme Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux (p. 215); la Banque comme Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier (p. 217); la Banque comme Agent de l'O.C.D.E. (Accord Monétaire Européen) (p. 217); bénéfice net et répartition (p. 218); modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction (p. 220).	
Conclusion . . . . .	221

Bilan et compte de Profits et Pertes au 31 mars 1972.

## LISTE DES TABLEAUX ET DES GRAPHIQUES.

(Les graphiques sont indiqués par un astérisque.)

	Page
<b>I. La crise du dollar et le système monétaire</b>	
Etats-Unis:	
Balance des paiements, 1950-71 . . . . .	5
Produit national brut et importations de marchandises* . . . . .	7
Relation entre les importations de marchandises et un certain nombre d'indicateurs internes . . . . .	8
Evolution de la position concurrentielle en matière de coûts et de prix, 1961-1971 . . . . .	9
Variations dans les réserves monétaires (y compris les D.T.S.), 1950-71 . . . . .	17
Variations des stocks officiels d'or monétaire . . . . .	20
Offre d'or et achats nets officiels du monde occidental* . . . . .	22
Variations des réserves monétaires globales, 1955-69 . . . . .	26
Réajustement des principales monnaies, 5 mai-18 décembre 1971 . . . . .	36
Cours cotés au comptant pour le dollar E.U. sur un certain nombre de places étrangères* . . . . .	37
 <b>II. Examen de l'évolution de la conjoncture et des politiques économiques et monétaires</b>	
Variations de la production réelle, des salaires et des prix* . . . . .	41
Production, prix et salaires* . . . . .	43
Origine et utilisation des ressources . . . . .	46
Système bancaire: Evolution de la situation monétaire . . . . .	48
Taux d'intérêt à court et à long terme* . . . . .	50
Modifications des taux d'escompte officiels depuis 1970 . . . . .	52
Etats-Unis:	
Volume net de ressources collectées sur les marchés du crédit et des valeurs à revenu variable . . . . .	54
Epargne, investissements et variations des avoirs et engagements financiers . . . . .	56
Canada: Volume net de ressources collectées sur les marchés du crédit et des valeurs à revenu variable . . . . .	58
Japon: Variations des avoirs et des engagements financiers . . . . .	62
Royaume-Uni:	
Epargne, investissements et variations des avoirs et des engagements financiers . . . . .	64
Expansion du crédit intérieur . . . . .	65
Allemagne fédérale: Epargne, investissements et variations des avoirs et des engagements financiers . . . . .	69
France: Evolution des coefficients de réserve . . . . .	72
Italie: Epargne, investissements et variations des avoirs et des engagements financiers . . . . .	75
Suède: Flux nets de crédits . . . . .	88
Economies des pays de l'Europe de l'Est: Production par secteur et revenu national «produit» . . . . .	97
 <b>III. Echanges et paiements internationaux</b>	
Commerce international . . . . .	100
Progression des exportations en provenance des principales zones industrielles . . . . .	102

	Page
Balance des paiements:	
Pays membres du Groupe des Dix . . . . .	104
Etats-Unis . . . . .	106
Canada . . . . .	109
Japon . . . . .	111
Royaume-Uni . . . . .	112
Allemagne fédérale . . . . .	115
France . . . . .	117/118
Italie . . . . .	120
Union Economique Belgo-Luxembourgeoise . . . . .	122
Pays-Bas . . . . .	123
Suisse . . . . .	124
Autriche . . . . .	126
Pays nordiques . . . . .	128
Espagne . . . . .	131

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

Production mondiale d'or . . . . .	132
Origines et utilisations de l'or (estimations) . . . . .	133
Cours de l'or sur le marché* . . . . .	134
Encaisses-or dans le monde . . . . .	136
Variations des réserves monétaires globales . . . . .	138
Mouvements monétaires avec l'étranger:	
Etats-Unis . . . . .	140
Royaume-Uni . . . . .	144
Pays d'Europe continentale, Canada et Japon . . . . .	146
Allemagne fédérale . . . . .	147
France . . . . .	148
Fonds Monétaire International: Tirages et rachats en 1971 . . . . .	157
Cours par rapport au dollar des Etats-Unis:	
Yen, deutsche mark, schilling, franc suisse, livre sterling, franc français* . . . . .	161
Franc belge, florin, lire, couronne suédoise* . . . . .	162

#### V. Le marché des euro-monnaies

Engagements extérieurs en monnaies étrangères des banques de huit pays d'Europe* . . . . .	178
Positions extérieures en dollars et en autres monnaies étrangères des banques européennes recensées . . . . .	182
Estimation des dimensions du marché des euro-monnaies . . . . .	186
Positions en monnaies étrangères des banques européennes recensées envers des non-résidents . . . . .	187
Engagements et avoirs extérieurs en monnaie nationale et en monnaies étrangères des banques des divers pays recensés . . . . .	192
Engagements et avoirs extérieurs, en dollars et en autres monnaies étrangères, des banques des divers pays recensés . . . . .	193
Taux d'intérêt à trois mois sur les marchés nationaux et sur l'euro-marché* . . . . .	195

## VI. Accord Monétaire Européen

Fonds Européen:	
Utilisation des crédits consentis . . . . .	198
Situation des comptes . . . . .	203

## VII. Activités de la Banque

Evolution du total du bilan . . . . .	206
Comptes d'ordre . . . . .	207
Passif* . . . . .	207
Composition des ressources . . . . .	210
Fonds empruntés:	
d'après leur origine . . . . .	211
d'après leur nature et leur durée . . . . .	211
Actif* . . . . .	212
Avoirs à vue et autres placements . . . . .	213
Dépôts à terme et avances, titres à terme . . . . .	215
Emprunt extérieur allemand 1924 (Emprunt Dawes) . . . . .	216
Emprunt international 1930 du gouvernement allemand (Emprunt Young) . . . . .	216
Emprunt international de la République fédérale d'Autriche 1930 . . . . .	217
Emprunts garantis de Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier . . . . .	218

# QUARANTE-DEUXIÈME RAPPORT ANNUEL

soumis à

l'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE

de la

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

tenue à

Bâle, le 12 juin 1972.

Messieurs,

J'ai l'honneur de vous soumettre le quarante-deuxième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux, relatif à l'exercice commencé le 1er avril 1971 et clos le 31 mars 1972.

Au cours de l'exercice, il a été procédé à l'émission, au profit de banques centrales, de 16.400 actions nouvelles, ce qui a eu pour résultat de porter à 481.125 le nombre total d'actions émises et libérées de 25%. Les modalités détaillées de cette émission, qui modifie légèrement la structure du capital de la Banque, sont exposées au Chapitre VII du présent Rapport.

Après déduction de 7.531.416 francs or transférés à la «Provision pour frais d'administration exceptionnels», le bénéfice net s'élève à 148.832.656 francs or, contre 99.448.906 francs or pour le précédent exercice.

Le Conseil d'administration recommande à la présente Assemblée générale d'affecter, en application de l'article 51 des Statuts de la Banque, la somme de 17.888.437 francs or au paiement du dividende prioritaire de 6% par an, soit 37,50 francs or par action, puis de prélever la somme de 8.944.219 francs or sur le solde du bénéfice net, dans le cadre de la limite statutaire de 20%, et de l'affecter au paiement du dividende supplémentaire maximum de 3% par an, soit 18,75 francs or par action. Ces dividendes sont payables au titre de l'exercice complet dans le cas de 464.725 actions, et au titre de neuf mois dans le cas des 16.400 actions émises fin juin 1971.

Le Conseil recommande en outre de transférer 61.000.000 de francs or au «Fonds de réserve générale», 24.400.000 francs or au «Fonds spécial de réserve de dividendes» et 36.600.000 francs or au «Fonds de réserve libre».

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende global de la Banque pour l'exercice 1971-72 s'élèvera à 56,25 francs or par action pour 464.725 actions et à 42,1875 francs or par action pour les 16.400 actions émises en juin 1971. Ces sommes seront payables aux actionnaires le 1er juillet 1972 en francs suisses et s'élèvent, sur la base du taux central actuel, à 76,60 et à 57,45 francs suisses par action respectivement.

Le Chapitre I du présent Rapport analyse la crise du dollar et le système monétaire international. Les trois chapitres suivants passent en revue l'évolution de divers pays dans les domaines de la conjoncture et des politiques économiques et monétaires, du commerce et des paiements extérieurs, de la production d'or, des réserves monétaires et des marchés et réglementations des changes. Le Chapitre V donne un aperçu du marché des euro-monnaies, et le Chapitre VI un compte rendu du fonctionnement de l'Accord Monétaire Européen. Le Chapitre VII concerne les activités de la Banque durant l'exercice, ainsi que le bilan et les résultats financiers.

## I. LA CRISE DU DOLLAR ET LE SYSTÈME MONÉTAIRE.

En 1971, la longue série de déficits continus de la balance des paiements des Etats-Unis et les tensions croissantes auxquelles le système monétaire international était lui-même soumis ont amené la situation au point de rupture. Après plusieurs mois de vive agitation sur les marchés des changes, les Etats-Unis ont été contraints, le 15 août, de suspendre officiellement la convertibilité du dollar, et la quasi-totalité des principales monnaies se sont trouvées astreintes à passer par une période de libre fluctuation. Si certaines divergences de vues se manifestèrent durant quelques mois sur les mesures à prendre pour rétablir l'ordre dans le système, une nouvelle structure de taux de change fixes fut cependant adoptée le 18 décembre à Washington, lors de la réunion des ministres des pays membres du Groupe des Dix. Cet accord prévoyait une dévaluation du dollar et la réévaluation de plusieurs autres monnaies du Groupe des Dix, de même qu'un élargissement des marges de fluctuation des changes qui, précédemment fixées à 1% de part et d'autre de la parité, furent portées à 2,25%.

Tout compte fait, il s'agissait d'un épisode sans précédent de l'histoire des relations monétaires internationales et fort différent, tant par ses causes que par la façon dont il s'est déroulé, du réaligement monétaire de 1949. Cette différence réside également dans l'importance des changements fondamentaux qui en résultent dans le système de Bretton Woods, bien que la portée de ces modifications n'apparaisse pas encore dans toute son ampleur.

Il convient d'examiner les éléments suivants qui ont contribué à déclencher la crise de 1971: en premier lieu, le déficit extérieur des Etats-Unis; en second lieu, les mesures prises par les autorités pour réduire le déficit; en troisième lieu, les excédents qui ont formé la contrepartie du déficit des Etats-Unis; en quatrième lieu, l'instabilité croissante du système monétaire lui-même et, enfin, les événements qui ont directement précipité la crise. Le chapitre s'achève par une description de l'accord de Washington du 18 décembre et des réactions des marchés des changes jusqu'au printemps de l'année en cours.

### **La balance américaine des paiements.**

La détérioration progressive de la situation des comptes extérieurs des Etats-Unis a certainement été le facteur déterminant de la crise monétaire de l'année dernière. Cette section retrace l'évolution de la balance des paiements des Etats-Unis pour faire ressortir la façon dont s'est développé le déséquilibre fondamental.

Au lendemain de la seconde guerre mondiale, l'économie américaine était grandement renforcée par rapport aux capacités productives de la plupart des pays

belligérants. La position dominante que les Etats-Unis ont ainsi acquise dans l'économie mondiale s'est reflétée dans la vigueur de leur balance des paiements. Malgré les restrictions quantitatives sévères appliquées par la majeure partie des autres pays aux importations, les Etats-Unis ont accumulé un excédent de \$32 milliards au total au titre des transactions sur biens et services de 1946 à 1949. De ce fait, même en tenant compte des \$26 milliards déboursés sous forme de prêts et de dons, les réserves extérieures se sont renforcées de près de \$6 milliards. Une telle situation devenait manifestement intenable.

Les dévaluations, par rapport au dollar, opérées par un grand nombre de pays en automne 1949, ont marqué un tournant important. Depuis lors, la balance générale des paiements des Etats-Unis a presque toujours été déficitaire et la situation de leurs réserves s'est progressivement aggravée. Le revirement s'est fait de manière spectaculaire en 1950, année pendant laquelle la balance des transactions entre autorités monétaires s'est soldée par un déficit de \$3,3 milliards. Ce changement subit n'était cependant pas la simple conséquence des dévaluations; le fléchissement de l'excédent commercial de \$5,3 milliards en 1949 à \$1,1 milliard en 1950 a été dû en effet en grande partie à la dislocation persistante du commerce mondial au lendemain de la guerre, ainsi qu'au déclenchement de la guerre de Corée. Etant donné qu'en 1949 une grande partie du commerce des Etats-Unis se faisait avec le Canada, dont la monnaie n'avait été dévaluée que de 9%, et avec les pays d'Amérique latine, qui maintenaient en général leurs liens avec le dollar, les répercussions immédiates des réalignements n'ont probablement pas été excessivement sévères. Cependant, au cours de la période ultérieure, marquée par le redressement économique dans les pays européens et par le développement de leur puissance commerciale, il ne fait aucun doute que les réajustements monétaires de 1949 ont constitué un facteur important dans la concurrence que se livraient les entreprises sur le plan international.

Tout en se situant à un niveau inférieur à celui des années précédentes, l'excédent de la balance commerciale s'est pourtant élargi à \$3,1 milliards en 1951 pour atteindre \$4,8 milliards en 1956. En ce qui concerne les autres secteurs de la balance des paiements, les dépenses officielles nettes à l'étranger sont — dans la même période — restées pratiquement stationnaires avec, en moyenne, un total annuel de \$4,5 milliards environ, bien que l'accent ait été mis sur le financement des achats de caractère militaire — du fait notamment de la guerre de Corée — au détriment de l'aide à la reconstruction. Les sorties nettes de capitaux privés, qui ont causé tant d'embarras par la suite, n'ont pas — du moins avant 1956 — pris des proportions très importantes. En définitive, le déficit de la balance générale s'est élevé à une moyenne annuelle de \$1,2 milliard au cours de la période 1950-1956 et aucune tendance nette ne s'est dégagée dans l'une ou l'autre direction. Au cours de cette période, personne ne contestait la solidité fondamentale du dollar et l'on considérait le déficit en premier lieu comme une contribution efficace à la reconstruction et au développement économique du monde et aussi comme un moyen de réaliser une redistribution, jugée souhaitable, des réserves.

L'année 1957 a connu un excédent d'un caractère assez singulier. D'une certaine façon, les optimistes semblaient avoir eu raison, mais on pouvait difficilement s'attendre

**Etats-Unis: Balance des paiements, 1950-71.\***

Postes (chiffres nets)	Années ou moyennes annuelles							
	1950- 1956	1957	1958- 1959	1960- 1964	1965- 1967	1968- 1969	1970	1971
en milliards de dollars								
Commerce . . . . .	2,6	6,3	2,3	5,4	4,2	0,6	2,1	- 2,9
Dépenses militaires . . . . .	- 2,0	- 2,8	- 3,0	- 2,4	- 2,7	- 3,2	- 3,4	- 2,9
Tourisme et transports . . . . .	- 0,1	- 0,2	- 0,7	- 1,1	- 1,5	- 1,7	- 2,0	- 2,2
Revenus des investissements	1,8	2,4	2,5	3,9	5,5	6,1	6,3	7,9
Autres services et transferts	- 0,5	- 0,5	- 0,6	- 0,6	- 0,7	- 0,8	- 0,8	- 0,7
Balance des biens, services et transferts	1,8	5,2	0,5	5,2	4,8	1,0	2,2	- 0,8
Dons du gouvernement amé- ricain . . . . .	- 2,2	- 1,6	- 1,6	- 1,9	- 1,8	- 1,6	- 1,7	- 2,0
Balance des paiements courants . . . . .	- 0,4	3,6	- 1,1	3,3	3,0	- 0,6	0,5	- 2,8
Mouvements de capitaux à long terme								
Officiels . . . . .	- 0,3	- 0,9	- 0,6	- 1,0	- 1,8	- 2,1	- 2,0	- 2,4
Privés . . . . .	- 0,9	- 2,9	- 2,1	- 3,0	- 3,4	0,6	- 1,5	- 4,1
Balance des transactions courantes et des mou- vements de capitaux à long terme . . . . .	- 1,6	- 0,2	- 3,8	- 0,7	- 2,2	- 2,1	- 3,0	- 9,3
Mouvements de capitaux à court terme . . . . .	0,1	0,3	0,8	- 0,5	1,3	5,8	- 6,5	- 10,3
Erreurs et omissions . . . . .	0,3	1,0	0,3	- 1,0	- 0,6	- 1,5	- 1,1	- 10,9
Allocations de D.T.S. . . . .	-	-	-	-	-	-	0,8	0,7
Balance des transac- tions entre autorités monétaires . . . . .	- 1,2	1,1	- 2,7	- 2,2	- 1,5	2,2	- 9,8	- 29,8

\* Certains chiffres des années 1950-59 sont extraits de l'ouvrage de H.B. Lary «Problems of the United States as World Trader and Banker», N.B.E.R., New York 1963, page 13.

à voir se renouveler de telles performances au cours des années suivantes. L'excédent de \$1,1 milliard de la balance générale des paiements, de même que le surplus commercial de \$6,3 milliards qui en constituait le fondement, étaient du même ordre de grandeur que les résultats obtenus au cours de la période antérieure à 1950. Mais il faut noter toutefois que les exportations, notamment celles de produits pétroliers et de produits agricoles, ainsi que les recettes de fret maritime, avaient été fortement stimulées par la fermeture du Canal de Suez; la situation des comptes extérieurs s'était, en outre, améliorée temporairement, en raison de l'apparition simultanée d'une phase de haute conjoncture dans la plupart des pays d'Europe et de l'amorce d'une tendance récessionniste aux Etats-Unis.

Les résultats de 1958 et de 1959 ont parfaitement illustré le caractère éphémère de l'excédent de 1957. En 1959, le surplus des échanges commerciaux n'était plus que de \$1 milliard, tandis que la balance générale se soldait par un déficit de \$2,3 milliards; en deux ans, le stock d'or s'était contracté de \$3,3 milliards. En 1958, par suite de la reprise de l'activité aux Etats-Unis et de la récession en Europe, l'évolution conjoncturelle avait influencé défavorablement les échanges commerciaux des Etats-Unis et, en 1959, la grève dans l'industrie sidérurgique américaine avait constitué un facteur supplémentaire d'aggravation. Ces éléments ne suffisent toutefois pas à expliquer à eux seuls l'ampleur de la baisse de l'excédent de la balance commerciale. En réalité, la vive progression des importations, notamment en ce qui concerne les automobiles, a mis en évidence les progrès considérables réalisés sur le plan de la concurrence par les pays étrangers au cours de la décennie 1950-59.

La balance des paiements s'est également ressentie dans la seconde moitié des années cinquante d'importantes sorties de capitaux privés à long terme. D'une ampleur limitée dans les premières années de la décennie, leur volume net s'est sensiblement accru en 1956 et 1957. On a assisté en particulier à un gonflement des investissements directs du secteur privé à l'étranger, qui ont atteint près de \$2 milliards en 1956 et \$2,4 milliards environ en 1957; la plupart se sont dirigés essentiellement vers le Canada et l'Amérique latine (membres de la zone dollar), les mouvements en direction des pays latino-américains ayant été en grande partie liés à l'expansion de l'industrie pétrolière dans l'hémisphère occidental, par suite de la crise de Suez.

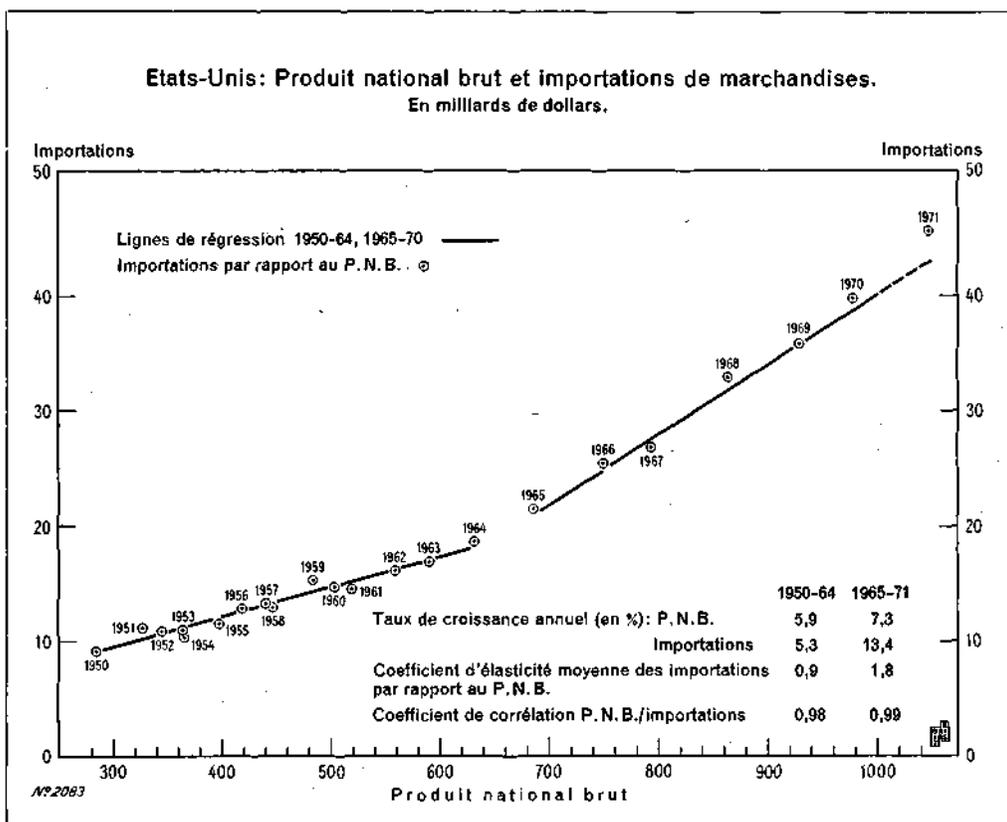
Si l'on tient compte du fait que la balance générale des paiements n'a été excédentaire qu'à deux reprises au cours des années 1950-59, que le déficit cumulé s'est élevé à plus de \$12 milliards, que certains indices laissaient prévoir, en fin de période, une accentuation de la concurrence et qu'il fallait même s'attendre à une intensification des sorties de capitaux, il faut convenir que les perspectives ne se présentaient pas sous un jour favorable à la fin de cette décennie. En fait, le Rapport économique du Président Nixon de 1972 fait état d'une « inquiétude continue au sujet de l'excédent des dépenses américaines à l'étranger sur les recettes tirées de l'extérieur depuis 1959 ».

De 1960 à 1964 inclus, les déficits ont atteint près de \$11 milliards au total. Très faible en 1959 (\$1,1 milliard), l'excédent commercial s'est établi en moyenne à \$5,4 milliards pendant ces cinq années. On aurait pu s'attendre toutefois à de meilleurs résultats. Pendant presque toute cette période, l'Europe a connu une situation de haute conjoncture caractérisée, alors que l'industrie américaine tournait en deçà de son potentiel productif; la stabilité des prix s'est considérablement renforcée aux Etats-Unis et les exportations de produits agricoles américains ont été parfois stimulées par les mauvaises récoltes à l'étranger. L'amélioration des échanges commerciaux s'est accompagnée d'une forte réduction du montant net des dépenses militaires; de plus, les revenus des investissements à l'étranger ont régulièrement augmenté, les dépenses considérables en capital effectuées au cours des années précédentes commençant à rapporter. En revanche, le déficit net du tourisme et des transports s'est sensiblement élargi, en raison de l'accroissement des dépenses des touristes américains à l'étranger.

Comme on pouvait s'y attendre, les mouvements de capitaux se sont soldés par des déficits croissants pendant cette période. Les progrès des transactions courantes

ont été presque entièrement annulés par les sorties de capitaux à court et à long terme. L'exode massif de fonds américains était notamment lié à l'expansion des marchés étrangers, au raffermissement de la confiance dans la stabilité politique et à l'adoption d'un régime généralisé de convertibilité monétaire en 1958. L'intérêt suscité par le Marché Commun a constitué un attrait supplémentaire. C'est de cette période que datent les premières mesures adoptées par les autorités des Etats-Unis en vue d'enrayer la vague d'investissements à l'étranger.

Vu l'importance prise par les mouvements de capitaux à court terme et leur caractère réversible, on s'est davantage intéressé à la balance de base (c'est-à-dire au solde des transactions courantes et des mouvements de capitaux à long terme) pour connaître la situation réelle des relations financières avec l'étranger. C'est à partir de 1959 que la balance générale et la balance de base des paiements ont fait apparaître des résultats sensiblement divergents: la balance de base s'est soldée de 1960 à 1964 par un déficit de \$3,3 milliards seulement au total, dégageant même un léger excédent en 1961 et en 1964. Si l'on escomptait, au vu des excédents de 1961 et 1964, une amélioration durable de la tendance, il a vite fallu déchanter. A partir de 1964, les comptes extérieurs se sont graduellement détériorés, en dépit de fortes fluctuations d'une année sur l'autre des différents soldes. Cette détérioration a eu principalement sa source dans la contraction brutale de l'excédent commercial.



Les échanges commerciaux ont constitué de tout temps l'élément essentiel et, partant, le fondement même de la situation des paiements des Etats-Unis. De plus, le commerce s'est développé à une cadence extraordinairement rapide pendant la période sous revue: de 1951 à 1970, les exportations sont passées de \$14,2 milliards à \$42 milliards et les importations de \$11,2 milliards à \$39,9 milliards. Compte non tenu du matériel et des fournitures militaires, le poste «Marchandises» a dégagé un surplus qui a atteint, en dépit de certaines variations, des moyennes annuelles de \$2,9 milliards de 1950 à 1959 et de \$5,4 milliards de 1960 à 1964. A un moment donné, l'excédent a représenté près de 30% des exportations et plus de 1% du produit national brut. Et pourtant, il progressait à un rythme nettement moins rapide que le volume global des échanges commerciaux, qui a presque doublé entre 1951 et 1965, tandis que l'excédent commercial ne s'est accru que d'un peu plus de 60%.

De 1965 à 1970, le solde actif n'a atteint en moyenne que \$2,7 milliards et, après ajustement des facteurs conjoncturels aux Etats-Unis et dans les autres pays, l'évolution a été nettement défavorable. Si l'on compare le chiffre moyen de 1969-70 à celui de 1964-65 — ce qui permet d'éliminer en grande partie les incidences conjoncturelles — on constate que les exportations américaines ont progressé de 51%, soit à une

**Etats-Unis: Relation entre les importations de marchandises  
et un certain nombre d'indicateurs internes.**

Rubriques	Moyenne		1970	1971
	1960-64	1965-69		
en pourcentage				
Importations totales/demande interne globale . . . . .	2,92	3,56	4,11	4,36
Voitures particulières étrangères Importations de modèles étrangers/ volume global de la demande de voitures particulères aux Etats-Unis . . . . .	5,64	9,34	15,13	16,67
<b>Biens d'équipement</b> Importations de biens d'équipement (à l'ex- ception des produits de l'industrie auto- mobile)/Investissements en biens de pro- duction durables (à l'exception des produits de l'industrie automobile) . . . . .	3,01	5,54	7,34	7,66
<b>Biens de consommation autres que produits alimentaires (à l'exception des voitures et des produits pétroliers)</b> Importations/dépenses de consommation des particuliers . . . . .	2,41	3,51	4,67	4,98
<b>Denrées alimentaires et boissons</b> Importations/dépenses de consommation des particuliers . . . . .	4,15	4,27	4,67	4,66
<b>Fournitures et matières premières</b> Importations de fournitures et matières premières industrielles/demande interne (services non compris) . . . . .	2,49	2,62	2,69	2,80

Source: Département du Commerce des Etats-Unis; Survey of Current Business, mars 1972, page 38.

cadence sensiblement identique à celle de la période comprise entre 1959-60 et 1964-65. Les importations, en revanche, ont augmenté de 90%, voire de 140% dans le cas des produits manufacturés. C'est là que réside la cause essentielle de la dégradation de la balance commerciale par rapport aux années précédentes; il ressort du graphique de la page 7 que la relation entre les importations et le produit national brut s'est brusquement modifiée à partir de 1964. Le tableau de la page précédente établit le rapport entre certaines catégories de produits achetés à l'étranger et différents indicateurs significatifs de la demande aux Etats-Unis. Si le ratio du total des importations a marqué une progression de 22%, le chiffre pour les produits alimentaires et celui des fournitures industrielles n'ont que faiblement varié entre la première et la seconde moitié de la décennie; en revanche, les ratios applicables aux biens d'équipement, aux automobiles et aux biens de consommation ont progressé de 84, 66 et 46% respectivement. Comment peut-on expliquer cette progression?

Les principales modifications subies par l'activité économique aux Etats-Unis vers la fin de la période 1960-69, ont été, à n'en pas douter, la pression excessive de la demande et l'accélération de la hausse des prix provoquées par la guerre au Viêt-nam. Alors qu'au cours de la période précédente l'économie américaine avait tourné pendant plusieurs années au-dessous de sa capacité productive, la situation a été exactement l'inverse durant la période 1966-69, où le taux moyen de chômage a été nettement inférieur à 4% de la population active. La politique monétaire restrictive appliquée en 1969 a entraîné un vif recul de l'activité l'année suivante. Cependant, s'il ne fait aucun doute que la persistance d'une demande excessive pendant la plus grande partie de cette période a contribué à réduire le niveau moyen du surplus commercial, la présence d'une détérioration constante, même après ajustement des facteurs conjoncturels, appelle quelques explications complémentaires.

En fait, la forte pression de la demande à cette époque a provoqué une recrudescence sensible de l'inflation par les coûts. Après avoir baissé jusqu'en 1964, les charges salariales par unité produite ont augmenté de 13% durant les cinq années

**Etats-Unis: Evolution de la position concurrentielle en matière de coûts et de prix au cours de la période 1961-1971.**

Années	Charges salariales par unité de production dans l'industrie de transformation	Prix unitaire à l'exportation des produits manufacturés
	Ratio Etats-Unis/concurrents (1964 = 100)	
1961	104,6	99,9
1962	103,9	101,2
1963	101,0	100,8
1964	100,0	100,0
1965	96,9	102,3
1966	96,5	103,4
1967	99,4	105,2
1968	104,7	107,7
1969	106,4	108,4
1970	100,8	106,9
1971 1er semestre	98,0	107,6

Source: Rapport économique du Président, janvier 1972, page 152.

suivantes. Il est certain que cette augmentation, jointe aux répercussions nettes défavorables des réajustements monétaires intervenus à ce moment-là, a entraîné une détérioration sensible de la position concurrentielle des Etats-Unis en matière de commerce international. En effet, avant 1965, les Etats-Unis avaient réussi, dans l'ensemble, à mieux contenir les coûts salariaux que les autres pays, en dépit de progrès plus faibles enregistrés sur le plan de la productivité. S'il est vrai que quelques pays — tel le Japon — ont pu s'assurer un avantage croissant en matière de coûts, il s'agit là de cas exceptionnels, comme le montre le tableau de la page précédente. A partir de 1965, la tendance s'est toutefois renversée, bien que les Etats-Unis aient encore gagné du terrain en 1970 du fait de la recrudescence du mouvement inflationniste en Europe. La comparaison des données sur les prix des exportations permet de dégager la même tendance.

Il semble donc certain que, sur le plan de la concurrence, la position des Etats-Unis s'est détériorée de 1966 à 1969 sous l'effet de l'inflation, et ce recul peut expliquer en partie les vicissitudes de la balance commerciale. Cependant, avant cette période, l'excédent commercial avait fort peu progressé pendant plus de dix ans. Il est donc évident que l'évolution décevante de la balance commerciale durant cette période prolongée recélait l'entrée en jeu de facteurs autres que l'inflation. Cela est d'autant plus vrai si l'on considère le puissant effet en retour qu'ont sûrement exercé, sur les exportations des Etats-Unis, les déficits croissants des transactions à caractère militaire et des mouvements de capitaux, ainsi que l'aide officielle à l'étranger (prêts compris).

En examinant l'évolution, sur une plus longue période, des différents éléments du commerce des Etats-Unis, on s'aperçoit qu'en ce qui concerne les denrées alimentaires ainsi que les fournitures et matières premières à usage industriel, les importations nettes des Etats-Unis sont restées à peu près au même niveau en 1970 qu'en 1950. Pour ce qui est en revanche de la production automobile, les Etats-Unis, après avoir été légèrement exportateurs nets jusque vers la fin de la décennie 1960-69, sont devenus importateurs nets, et cela à raison de \$2,3 milliards, en 1970. Cette aggravation a son origine non seulement dans l'accord conclu en la matière avec le Canada en 1965, mais également dans la montée en flèche des achats en provenance de l'Europe et du Japon. Qui plus est, on constate, pour les autres biens de consommation, que les Etats-Unis ont cessé d'être des exportateurs nets à partir de 1957; les achats à l'étranger de cette catégorie de marchandises ont doublé une première fois entre 1961 et 1966, puis de nouveau entre 1966 et 1970, alors que les ventes ont mis toute une décennie pour doubler leur montant; le volume net des importations s'est ainsi situé, au total, à \$4,8 milliards en 1970. Cependant, parmi les aspects positifs, on note une forte progression des exportations nettes de biens d'équipement (autres que la production automobile) qui sont passées de \$2,2 milliards en 1950 à \$10,6 milliards en 1970. Un pays qui importe plus de biens de consommation qu'il n'en exporte, et qui compense ce déficit au moyen du produit de la vente de biens d'équipement, est généralement considéré comme ayant atteint un stade avancé de maturité économique. C'est ce qui explique la très grande importance qu'attachent les autorités à voir se poursuivre l'expansion des exportations nettes de biens d'équipement. S'il est vrai que, dans le cas des Etats-Unis, cette expansion est bien intervenue, elle n'a pas été suffisamment forte, puisque les achats à l'étranger de biens d'investissement, tout en restant peu élevés en valeur absolue, se sont développés au cours de la dernière décennie environ deux fois plus vite que les ventes.

Il apparaît donc, à la lumière de cette évolution, que la compétitivité des Etats-Unis a progressivement diminué à un moment où les autres pays ont renforcé leur capacité de production et leur potentiel technologique. Au cours de l'immédiat après-guerre, la capacité de production des Etats-Unis était supérieure, et de loin, à celle du reste du monde. En 1949, le revenu national réel par habitant dépassait de 60% son niveau d'avant-guerre aux Etats-Unis, alors qu'il a fallu encore douze ans à l'Europe occidentale – dont le revenu national venait juste, cette année-là, d'égaliser le niveau de 1939 – pour atteindre une pareille progression. Il en résultait une extraordinaire soif de produits américains, la question de leur prix passant au second plan; en raison de la pénurie de dollars, cette soif n'a pu être étanchée qu'au moyen des dollars reçus en contrepartie des ventes aux Etats-Unis ou au titre de divers programmes d'aide ou de prêts. Jusque dans le courant des années cinquante, la pénurie de dollars limitait les possibilités pour le reste du monde d'acquérir des produits américains, de sorte que le développement des ventes aux Etats-Unis, en procurant des dollars aux pays exportateurs, leur a permis d'accroître leurs importations en provenance de ce pays.

La prédominance des Etats-Unis sur le plan de la production s'est progressivement amenuisée car, pendant les vingt années allant de 1951 à 1970, le taux de croissance de l'économie américaine, en termes réels, n'a été que de 3,5% l'an, contre 5,5% pour les autres pays de l'O.C.D.E. pris dans leur ensemble. Si l'on ne considère que la formation de la demande, cette progression plus forte dans les pays étrangers a pu avoir tendance à favoriser une augmentation des exportations américaines et à provoquer un gonflement sans cesse croissant de l'excédent commercial.

Les modifications dans la structure de l'offre, qui ont accompagné l'expansion plus rapide de l'activité économique dans les autres pays, ont toutefois constitué un important facteur de compensation. L'industrialisation s'est développée à vive allure, grâce notamment à une intensification de l'exode rural et à une assimilation rapide des techniques nouvelles. En même temps, les taux des salaires horaires demeuraient sensiblement plus élevés aux Etats-Unis qu'ailleurs. Grâce à l'extension de la dimension de leurs entreprises et aux progrès réalisés par leurs industries sur le plan de l'efficacité, les pays étrangers ont élaboré des produits d'une qualité comparable à celle des produits américains et d'un prix souvent très compétitif. Il en est résulté une érosion progressive de la position prééminente d'un certain nombre de produits américains dont la réputation était solidement établie tant sur les marchés étrangers qu'aux Etats-Unis mêmes. En outre, les industries étrangères ont commencé de présenter sur le marché des marchandises qui n'étaient même pas fabriquées aux Etats-Unis – les petites voitures en sont un exemple particulièrement frappant. Si ce phénomène tient vraisemblablement à une certaine lenteur des producteurs américains à s'adapter aux goûts changeants du public, il reflète essentiellement l'incapacité croissante des entreprises des Etats-Unis à soutenir la concurrence en matière de prix avec les producteurs établis dans les pays où non seulement les salaires étaient nettement plus bas, mais qui avaient en outre réduit, dans de fortes proportions, leur retard technologique par rapport à leurs partenaires américains. Si le rapport entre la structure des salaires aux Etats-Unis et celle des autres pays avait suivi une évolution différente, la capacité concurrentielle et, partant, le commerce mondial, auraient également pris un autre cours. En réalité, l'écart entre le rythme d'accroissement des taux de salaires horaires en

Europe et aux Etats-Unis est resté relativement faible, de sorte que l'avance sensible des salaires nominaux américains au lendemain de la guerre, encore accrue au début de la période considérée par les réajustements de 1949, s'est maintenue durant toute cette période.

En ce qui concerne l'évolution des autres postes de la balance des paiements de 1965 à 1969, on note une forte progression des dépenses militaires nettes — liée à la guerre au Viêt-nam — alors que la période antérieure avait été marquée, depuis 1958, par une légère contraction: de \$2,1 milliards en 1964 et en 1965, ces dépenses sont en effet passées à \$3,4 milliards en 1970. Parallèlement, les dépenses nettes au titre du tourisme et des transports ont continué à s'accroître, s'établissant à \$2 milliards en 1970. Les revenus nets des investissements à l'étranger ont constitué de tout temps une source sûre et généralement croissante d'excédents. L'afflux enregistré à ce titre n'a cessé de s'amplifier pour se situer à \$6,2 milliards en 1968; il n'a toutefois plus progressé au cours des deux années suivantes, en raison de la forte augmentation des versements d'intérêts à des non-résidents en rémunération de leurs placements aux Etats-Unis.

En examinant les mouvements de capitaux au cours de cette période, il faut se rappeler que les efforts des autorités visant à contenir le déficit global — qui seront analysés ultérieurement — ont porté principalement sur les sorties de capitaux que ces mesures ont permis de contenir assez efficacement jusque vers la fin de la décennie considérée. Les exportations nettes de capitaux privés à long terme sont tombées de près de \$4,5 milliards en 1964 et 1965 à une moyenne de \$1,2 milliard durant les cinq années suivantes, faisant même place à des entrées nettes en 1968. Ce revirement est attribuable, pour une large part, à la progression rapide des placements des non-résidents en valeurs à long terme des Etats-Unis. De 1968 à 1969, les apports de fonds ont été fort élevés, nettement plus importants en tout cas que les sorties — pourtant déjà considérables — sous forme de placements américains en titres étrangers. D'un montant de \$3,6 milliards en 1966, les sorties nettes au titre des investissements directs du secteur privé sont tombées à \$2,4 milliards en 1969, sous l'effet des mesures gouvernementales, pour s'établir de nouveau à \$3,5 milliards en 1970. Le caractère durable de ce déficit particulier incite à penser que le dollar était de plus en plus surévalué. En effet si, dans le passé, les investissements directs à l'étranger étaient principalement liés à l'approvisionnement des Etats-Unis en matières premières, une proportion croissante a été dirigée (du moins jusqu'à l'application des mesures de contrôle) vers l'industrie de transformation; or, ce changement ne s'explique pas uniquement par le désir de tirer profit des charges salariales plus faibles mentionnées précédemment, mais également par celui de se trouver à proximité des fournisseurs et des marchés — avec tous les avantages que cela comporte — et de pouvoir organiser la production à l'intérieur des barrières tarifaires. Ce processus explique en partie les progrès réalisés sur le plan de la concurrence par l'ensemble des entreprises établies à l'étranger. Bien sûr, comme dans le cas de tous les investissements directs à l'étranger, la balance américaine des paiements a profité à son tour de cette situation, grâce à une progression des exportations et des revenus des capitaux investis. S'il est impossible de déterminer l'effet global de tel ou tel investissement sur la situation des comptes extérieurs, il est à penser que ceux qui ont été effectués dans l'industrie

de transformation ont, en fin de compte, des répercussions moins favorables sur la balance générale des paiements que les investissements plus traditionnels dans les industries primaires, les motivations n'étant pas les mêmes dans les deux cas.

La balance de base — qui groupe l'ensemble des opérations courantes et des transactions en capital à long terme — fait apparaître, durant la période 1965-70, un déficit important et durable, avoisinant \$3 milliards pour chacune des années 1967, 1969 et 1970. D'autre part, les années 1965 à 1969 ont été marquées par des entrées nettes de capitaux à court terme — à la suite d'emprunts massifs à l'étranger de banques et d'entreprises américaines — qui ont atteint le chiffre considérable de \$5,6 milliards en 1969, compte tenu des mouvements non identifiés qui, cette année-là, exercèrent un effet de compensation. La balance des transactions entre autorités monétaires a enregistré de ce fait d'importants excédents en 1968 et en 1969, qui constituent les meilleurs résultats obtenus par la balance générale des paiements depuis les années 1940. Le dynamisme que dénotent ces résultats n'est toutefois qu'apparent, vu qu'ils n'ont été obtenus qu'au moyen d'importantes entrées de fonds à court terme, instables et réversibles par nature. Il n'y a donc rien d'étonnant si l'année 1970 a connu un exode massif de capitaux à court terme (\$7,6 milliards en chiffres nets), exode qui explique en partie le déficit sans précédent (\$9,8 milliards) de la balance générale des paiements. Cette aggravation a provoqué à son tour une contraction des réserves, déjà fortement entamées par deux décennies de déficits. Compte tenu de la constitution massive d'engagements envers des autorités monétaires étrangères, la situation des comptes extérieurs était fort précaire à la fin de 1970 et à la merci du moindre événement défavorable.

#### **Les mesures prises par les Etats-Unis pour limiter le déficit.**

L'apparition soudaine d'importants déficits des comptes extérieurs et de pertes d'or en 1958 et 1959 préoccupa au plus haut point les autorités américaines et demeura un motif d'inquiétude tout au long des années qui suivirent. Dès le début, toutefois, le champ d'action des mesures officielles destinées à corriger le déficit fut limité par la priorité accordée à plusieurs autres considérations. Tout d'abord, au cours de la période 1958-65, l'activité économique ne faisait apparaître généralement aucune pression excessive sur les ressources, ce qui rendait inacceptable le recours à une politique monétaire et financière restrictive. Ce fut également le cas en 1970-71. En second lieu, les autorités entendaient s'en tenir à des pratiques commerciales conformes aux règles et se montraient hostiles à toute mesure générale de restriction à l'importation. Les restrictions qui ont été imposées, au fil des ans, à l'entrée de certaines marchandises ont visé davantage à protéger les producteurs nationaux qu'à redresser la situation des paiements. En troisième lieu, toute réduction du niveau général des engagements contractés à l'étranger au titre de la défense, à seule fin d'améliorer la balance des paiements, était considérée comme dangereuse. Enfin, selon un dogme qui s'imposait de plus en plus fortement, la parité officielle du dollar était inviolable et ne pouvait être modifiée aux fins d'obtenir un relèvement général du prix officiel de l'or ou un rajustement des monnaies.

En conséquence, les seules possibilités d'action qui restaient se limitèrent à économiser sur les décaissements en devises au titre de la défense, à rechercher auprès

des gouvernements étrangers des débouchés pour les ventes de matériel militaire américain, à réduire l'aide économique aux pays tiers et à lier cette aide à des achats de produits «made in U.S.A.», ainsi qu'à contrôler les exportations de capitaux. Plus vagues furent les mesures destinées à développer les ventes à l'étranger et les crédits à l'exportation, et les efforts déployés pour attirer les touristes étrangers aux Etats-Unis.

C'est sous le gouvernement du Président Eisenhower que l'aide au développement a, pour la première fois, été liée à l'achat de marchandises américaines, et que des mesures limitées ont été prises pour faire bénéficier les Etats-Unis, de préférence à l'étranger, des commandes passées au titre de la défense. Concurrément, des efforts furent entrepris pour amener les autres pays à lever les dernières restrictions à leurs importations en provenance des Etats-Unis, à accroître leur participation à l'aide au développement et à prendre en charge une fraction du coût en devises des dépenses militaires américaines en Europe. Au début de 1960 fut lancée la première d'une série de campagnes de promotion des exportations.

Dans les premiers mois de 1961, le Président Kennedy rendit publiques de nouvelles mesures. L'approvisionnement des forces armées américaines stationnées à l'étranger devait être assuré de préférence par des marchandises produites aux Etats-Unis, même lorsque leur prix de revient dépassait de 25% (ce taux fut porté ultérieurement à 50%) celui des produits locaux similaires. Parmi les autres décisions figuraient l'obligation, pour les pays en voie de développement bénéficiaires d'une aide bilatérale des Etats-Unis, d'affecter la quasi-totalité de cette aide à l'acquisition de produits américains (aide «liée») et la négociation de compensations pour le coût en devises du stationnement des troupes américaines en Europe. En outre, la valeur des marchandises que les touristes américains étaient autorisés à rapporter en franchise de douane fut réduite de \$500 à \$100 et certains avantages fiscaux accordés aux investissements à l'étranger furent supprimés.

S'efforçant de contenir les sorties de fonds qui s'accéléraient du fait du niveau relativement plus élevé des taux d'intérêt en Europe, les autorités monétaires s'employèrent, dans le cadre d'une «opération twist», à conduire leurs interventions sur titres de la dette publique afin qu'il en résulte une hausse des taux à court terme; à la fin de 1961, elles relevèrent les plafonds des taux d'intérêt créditeurs sur les dépôts à terme dans les banques américaines. Lorsque, au milieu de 1963, ces tentatives se révélèrent insuffisantes, une taxe d'égalisation des taux d'intérêt fut appliquée sur les acquisitions, par les citoyens des Etats-Unis, de titres d'emprunt émis dans les autres pays industrialisés.

Les autorités ne tardèrent pas à se rabattre de plus en plus sur les contrôles des mouvements de capitaux privés. Dans les premiers mois de 1965 fut annoncé un nouveau train de mesures qui comprenait un programme de restrictions volontaires frappant les prêts bancaires à l'étranger et les sorties de fonds au titre d'investissements directs des grosses sociétés, de même qu'une extension de la taxe d'égalisation des taux d'intérêt aux prêts bancaires et non bancaires à échéance fixe consentis aux non-résidents. Des propositions annexes englobaient une compression des effectifs de fonctionnaires en poste à l'étranger et de l'assistance militaire extérieure. Les restrictions

quantitatives imposées en vertu du programme de limitation des sorties de capitaux furent renforcées pour 1966 et 1967. Cependant, sur le plan des dépenses publiques, les économies réalisées antérieurement furent bientôt réduites à peu de chose en raison de l'alourdissement des charges de la guerre au Viêt-nam.

Un nouvel ensemble de correctifs plutôt énergiques fut mis en route en janvier 1968, afin de comprimer d'au moins \$2,5 milliards le déficit extérieur prévu pour l'année. Sur cette somme, \$1,5 milliard devait être dégagé grâce à l'extension et au renforcement des contrôles sur les exportations de capitaux du secteur privé. Ceux-ci furent rendus obligatoires pour les entreprises, et les sorties de fonds au titre d'investissements directs dans les pays d'Europe occidentale furent suspendues pour toute l'année, tandis que le réinvestissement sur place des bénéfices était strictement limité. Il était également décidé de réduire les exportations de ressources d'investissements directs dans les autres pays développés et d'interdire tout accroissement des avoirs extérieurs à court terme. Bien entendu, les investissements financés par emprunt à l'étranger restaient libres et, par la suite, ils s'inscrivirent en vive progression. En ce qui concerne le secteur bancaire, le plafond global des encours envers des non-résidents fut abaissé, aucun prêt à moyen ou long terme à des pays européens ne devant être accordé ni renouvelé et les crédits à court terme consentis à cette zone étant réduits de 40% pour l'année 1968. Les institutions financières autres que les banques furent invitées à comprimer le montant total de leurs avoirs à l'étranger et à s'abstenir d'octroyer de nouveaux prêts ou d'accroître les investissements en Europe.

La nouvelle administration, présidée par M. Nixon, se devait, par principe, d'assouplir les contrôles sur les investissements directs. En avril 1969, le montant à partir duquel les investissements étaient soumis aux mesures de contrôle a été porté de \$200.000 à \$1 million, ce qui ramenait de 3.400 à 650 le nombre des entreprises assujetties à une déclaration trimestrielle. Cette limite inférieure a été relevée ultérieurement à \$2 millions pour 1971. Un certain nombre de dispositions, concernant notamment le réinvestissement des bénéfices réalisés à l'étranger, ont été rendues plus libérales, et les directives adressées aux banques ont été assouplies, en particulier pour encourager le financement des exportations, lequel a finalement été entièrement exempté de tout contrôle en août 1971.

De nouveaux accords, du genre de ceux qui existaient depuis quelque temps pour la viande de bœuf, l'acier et les cotonnades, conclus avec des pays étrangers pour que ces derniers restreignent leurs exportations à destination des Etats-Unis, sont entrés en application au cours de l'année passée pour les lainages et les fibres artificielles. Un texte de loi voté dans les premiers jours d'août a de nouveau accru les ressources de l'Export-Import Bank et autorisé les sociétés américaines à créer aux Etats-Unis des filiales travaillant exclusivement pour l'exportation et bénéficiant, grâce à des possibilités de report d'impôt, de privilèges fiscaux semblables à ceux qui sont consentis aux filiales à l'étranger.

A cette époque, l'ingéniosité et le moral commencèrent à manquer. Tout l'arsenal de mesures visant à redresser la situation du dollar se révélait incapable de s'opposer aux forces qui conduisaient à la dévaluation, bien que l'espoir régnât dans certains milieux que cette solution pouvait encore être évitée. Ces espoirs reposaient sur la

possibilité de mettre un terme à l'inflation intérieure et d'obtenir une réduction des barrières non tarifaires élevées à l'encontre des exportations américaines. Le ralentissement continu des hostilités au Viêt-nam apporterait, pensait-on, un soutien supplémentaire et l'on se montrait convaincu que certaines autres monnaies seraient réévaluées. Même si les autorités américaines avaient disposé du temps nécessaire pour réaliser de tels ajustements, ceux-ci n'auraient vraisemblablement pas permis de remédier à la tendance sous-jacente qui affaiblissait le dollar — et qui, comme il est indiqué ci-dessus, était provoquée par l'action de facteurs plus fondamentaux.

Dans la mesure où le déficit des Etats-Unis était lié à la priorité accordée à d'autres objectifs — notamment aux efforts déployés pour aboutir à un degré raisonnable d'utilisation des ressources nationales ou pour maintenir à l'étranger des forces armées adéquates, ou enfin pour assurer un volume raisonnable d'exportations de capitaux et d'aide au développement — aucune obligation n'était faite à une nation souveraine, dans le système de Bretton Woods, de faire passer au tout premier plan de ses préoccupations des considérations de balance des paiements. Même si l'on tient compte de l'inflation provoquée par la guerre au Viêt-nam, les Etats-Unis n'ont pas été le premier pays qui n'ait pas réussi à apporter une solution pratique à ce problème. Toutefois, ce qui ne figurait pas dans l'esprit du système, c'était l'insistance avec laquelle il était affirmé que la parité du dollar ne saurait en aucun cas être considérée comme l'instrument d'un ajustement externe de caractère fondamental. Pour déterminer quand et comment un ajustement de cette sorte aurait pu se révéler approprié, il convient d'examiner également l'évolution qui s'est produite en dehors des Etats-Unis.

#### **La balance des excédents et des déficits.**

Chacun sait que, dans le système monétaire international, les déficits calculés sur la base des règlements officiels doivent, en bonne arithmétique, être égaux aux excédents — déduction faite de l'or venu nouvellement renforcer les encaisses métalliques et, plus récemment, des allocations de D.T.S., ces deux éléments fournissant au système un excédent net sans déficit correspondant. Plus particulièrement, les autres pays pris dans leur ensemble doivent dégager un excédent net qui corresponde au déficit des Etats-Unis. Toutefois, en ce qui concerne les statistiques des réserves reproduites dans le tableau de la page suivante, des différences apparaissent également du fait que: 1) sauf dans le cas du Royaume-Uni, les variations dans les réserves des pays autres que les Etats-Unis sont indiquées en chiffres nets de toute position négative à l'U.E.P. ou au F.M.I., mais non en chiffres nets de tous autres engagements officiels; 2) une partie des réserves en dollars sont détenues dans des banques en dehors des Etats-Unis et ne peuvent, par conséquent, être comprises dans les chiffres des engagements officiels de ce pays; enfin, 3) les situations renferment, de toute évidence, certains écarts statistiques.

Il importe de reconnaître que l'équation ci-dessus est une simple identité qui ne permet de tirer aucune conclusion quant aux causes du déséquilibre. En particulier, il est possible que certains pays dégagent des excédents importants et persistants qui, ailleurs dans le système, donnent nécessairement naissance à une situation déficitaire

Variations dans les réserves monétaires (y compris les D.T.S.), 1950-71.

Pays	1950-1957	1958-1968	1969	1970	Année	1971					
						Janv.-mars	Avril-mai	Jun	Juillet	Août	Sept.-déc.
en milliards de dollars E. U.											
<b>Etats-Unis</b>											
Avoirs officiels . . .	- 1,2	- 9,1	+ 1,2	- 2,5	- 2,4	- 0,1	- 0,5	- 0,3	- 0,2	- 1,2	+ 0,0
Engagements officiels . . . . .	- 5,9	- 9,9	+ 1,5	- 7,3	-27,4	- 4,6	- 7,2	+ 1,5	- 2,3	- 7,6	- 7,3
<b>Total . . . . .</b>	<b>- 7,1</b>	<b>-19,0</b>	<b>+ 2,7</b>	<b>- 9,8</b>	<b>-29,8</b>	<b>- 4,7</b>	<b>- 7,7</b>	<b>+ 1,2</b>	<b>- 2,5</b>	<b>- 8,8</b>	<b>- 7,3</b>
<b>Royaume-Uni</b>											
Avoirs officiels . . .	+ 0,6	+ 0,0	+ 0,1	+ 0,3	+ 3,6	+ 0,5	+ 0,2	+ 0,1	+ 0,2	+ 0,9	+ 1,7
Engagements officiels . . . . .	- 0,1	- 7,6	+ 1,2	+ 2,9	+ 0,4	+ 1,3	- 0,3	- 0,2	+ 0,2	+ 0,5	- 1,0
<b>Total . . . . .</b>	<b>+ 0,5</b>	<b>- 7,6</b>	<b>+ 1,3</b>	<b>+ 3,2</b>	<b>+ 4,0</b>	<b>+ 1,8</b>	<b>- 0,1</b>	<b>- 0,1</b>	<b>+ 0,4</b>	<b>+ 1,4</b>	<b>+ 0,7</b>
<b>Autres pays développés . . .</b>	<b>+ 8,9</b>	<b>+25,8</b>	<b>- 2,4</b>	<b>+13,8</b>	<b>+28,2</b>	<b>+ 5,8</b>	<b>+ 5,2</b>	<b>- 0,3</b>	<b>+ 1,2</b>	<b>+ 9,5</b>	<b>+ 6,8</b>
Allemagne . . . . .	+ 5,0	+ 4,8	- 2,8	+ 6,5	+ 4,3	+ 2,2	+ 3,2	- 2,3	+ 0,3	- 0,3	+ 1,2
Autriche . . . . .	+ 0,4	+ 1,0	+ 0,0	+ 0,2	+ 0,5	+ 0,0	+ 0,0	+ 0,1	+ 0,1	+ 0,2	+ 0,1
Belgique . . . . .	+ 0,2	+ 1,0	+ 0,2	+ 0,5	+ 0,4	+ 0,2	+ 0,2	- 0,1	+ 0,1	+ 0,2	- 0,2
Canada . . . . .	+ 0,7	+ 1,1	+ 0,1	+ 1,6	+ 0,9	+ 0,2	+ 0,0	- 0,0	+ 0,1	+ 0,1	+ 0,6
Espagne . . . . .	- 0,0	+ 1,0	+ 0,1	+ 0,5	+ 1,4	+ 0,3	+ 0,1	+ 0,2	+ 0,2	+ 0,2	+ 0,4
France . . . . .	- 0,4	+ 3,7	- 0,9	+ 1,0	+ 3,5	+ 0,5	+ 0,5	+ 0,0	+ 0,5	+ 1,7	+ 0,2
Italie . . . . .	+ 0,6	+ 3,9	- 0,3	+ 0,3	+ 1,1	+ 0,7	+ 0,1	- 0,1	+ 0,0	+ 0,4	- 0,0
Japon . . . . .	+ 0,5	+ 2,1	+ 0,7	+ 1,2	+10,4	+ 1,1	+ 1,2	+ 0,7	+ 0,3	+ 4,4	+ 2,7
Pays-Bas . . . . .	+ 0,6	+ 1,4	+ 0,1	+ 0,7	+ 0,3	+ 0,3	- 0,0	- 0,0	+ 0,0	+ 0,0	+ 0,0
Suède . . . . .	+ 0,2	+ 0,3	- 0,1	+ 0,1	+ 0,3	+ 0,1	+ 0,1	+ 0,0	+ 0,0	+ 0,0	+ 0,1
Suisse . . . . .	+ 0,2	+ 2,4	+ 0,1	+ 0,7	+ 1,6	- 0,5	- 0,7	+ 1,2	- 0,6	+ 2,1	+ 0,1
Australie . . . . .	+ 0,2	+ 0,1	- 0,2	+ 0,4	+ 1,6	+ 0,4	+ 0,4	+ 0,1	+ 0,1	+ 0,1	+ 0,5
Nouvelle-Zélande . . . . .	-	- 0,1	+ 0,1	+ 0,0	+ 0,2	+ 0,0	+ 0,1	+ 0,0	+ 0,0	+ 0,0	+ 0,0
Afrique du Sud . . . . .	+ 0,0	+ 1,2	- 0,1	- 0,4	- 0,3	- 0,1	- 0,0	- 0,1	- 0,0	- 0,0	- 0,1
Autres pays . . . . .	+ 0,5	+ 1,9	+ 0,5	+ 0,5	+ 2,0	+ 0,4	- 0,1	+ 0,1	+ 0,1	+ 0,4	+ 1,1
<b>Pays en voie de développement</b>	<b>+ 1,6</b>	<b>+ 3,2</b>	<b>+ 1,5</b>	<b>+ 3,1</b>	<b>+ 4,2</b>	<b>+ 0,8</b>	<b>- 0,1</b>	<b>+ 1,6</b>	<b>- 0,0</b>	<b>+ 0,0</b>	<b>+ 1,9</b>
<b>Total, à l'exclusion des Etats-Unis et du Royaume-Uni . . . . .</b>	<b>+10,5</b>	<b>+29,0</b>	<b>- 0,9</b>	<b>+16,9</b>	<b>+32,3</b>	<b>+ 6,5</b>	<b>+ 5,1</b>	<b>+ 1,4</b>	<b>+ 1,2</b>	<b>+ 9,5</b>	<b>+ 8,7</b>
<b>Note: apport d'or monétaire nouveau* . . . . .</b>	<b>+ 3,8</b>	<b>+ 2,1</b>	<b>+ 0,1</b>	<b>+ 0,3</b>	<b>- 0,1</b>	<b>-0,04</b>	<b>+0,01</b>	<b>-</b>	<b>-0,01</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,04</b>

\* Sur la base de \$35 l'once.

-tout aussi aisément que les déficits des Etats-Unis, nés de l'impuissance de ce pays à prendre des mesures d'ajustement efficaces, peuvent provoquer l'apparition d'excédents dans d'autres pays. En outre, alors que les déficits persistants enregistrés par des nations à monnaie surévaluée contraignent finalement ces dernières à procéder à un ajustement du fait de l'épuisement des réserves et des possibilités d'emprunt, le système en tant que tel n'impose aucun rajustement des monnaies sous-évaluées. Aussi, pour ce qui est de savoir quels sont les pays auxquels il appartient de corriger

une situation de déséquilibre général, la réponse ne peut-elle être donnée automatiquement; il s'agit là d'une question d'opinion qui, partant, laisse la porte ouverte à des divergences de vues.

Considérant à cet égard les variations des réserves monétaires au cours de la période 1950-57, on est amené à conclure que l'excédent de l'Allemagne fédérale apparaît extraordinairement important et en conséquence, on peut affirmer soit que la dévaluation du deutsche mark en 1949 a été une erreur, soit qu'elle aurait dû être suivie d'une réévaluation lorsque la situation économique s'est redressée. Constaté que le deutsche mark n'a pas été réévalué avant 1961 ne saurait être interprété comme une critique à l'égard des autorités, mais plutôt comme une remarque sur l'attitude rigide qui, d'une façon générale, prédominait à cette époque à l'égard des parités officielles fixes. En fait, les autorités allemandes ont été les premières à reconnaître les aspects défavorables d'un surplus important et persistant. Elles ont envisagé de procéder à une réévaluation en 1956, puis de nouveau en 1957 sous la pression considérable de plusieurs de leurs partenaires de l'Union Européenne de Paiements. Cependant, les diverses opinions n'ont pas réussi à se cristalliser au point qu'il eût été possible de passer aux actes. Bien que quantitativement beaucoup moins importants, les excédents de l'Italie, des Pays-Bas et de l'Autriche peuvent sembler d'une ampleur exagérée par rapport aux transactions internationales effectuées par ces pays, en ce sens que, si tous les pays avaient enregistré des excédents comparables, les réserves globales de l'ensemble du système auraient dû s'accroître d'une façon gigantesque. Ces remarques n'entendent pas nier pour autant l'avantage que certains pays et le système dans son ensemble ont retiré d'une redistribution des réserves au cours des années cinquante.

Quoi qu'il en soit, il est manifeste que quelques réévaluations effectuées en ordre dispersé n'auraient pas réduit de façon substantielle le déficit américain, car de nombreux autres pays en auraient également bénéficié. La situation se présentait en général comme modérément excédentaire, pour la plupart des pays, et elle était compensée dans une certaine mesure par quelques déficits. Le fait que les excédents ont été accumulés pour une très grande part en dollars indique que, dans le système, la norme adoptée consistait, pour la plupart des pays, à s'efforcer de renforcer leurs réserves en dollars au fur et à mesure que se développait le volume de leurs transactions avec l'étranger. En ce sens, un déficit était imposé aux Etats-Unis, dont la monnaie constituait l'instrument de réserve du système. Cela étant, on ne saurait affirmer que, sur le plan général, le dollar était surévalué à l'époque, notamment si l'on tient compte de l'importance de l'aide à l'étranger consentie par les Etats-Unis et des nombreuses discriminations appliquées à l'importation par les autres pays à l'encontre des produits américains. Les Etats-Unis tenaient le rôle de créateur de réserves pour le système, rôle dans lequel ils avaient été entraînés du fait des circonstances liées à la situation d'après-guerre.

La période suivante figurant sur le tableau, soit 1958-68, fait ressortir un changement spectaculaire. Le déficit moyen des Etats-Unis a pratiquement doublé par rapport à la période 1950-57. En même temps, l'excédent moyen des autres pays développés, à l'exclusion du Royaume-Uni qui a connu une situation extérieure profondément déficitaire, a plus que doublé, passant de \$1,1 milliard à \$2,3 milliards par an. Ces

excédents ont été, dans une large mesure, concentrés sur un très petit nombre de pays : l'Allemagne fédérale, la France, l'Italie et la Suisse. Dans le cas de la France, la progression des réserves a atteint près de \$6,5 milliards entre la fin de 1957 et la crise de mai 1968. Il est également vrai, toutefois, que la plupart des autres pays développés, Royaume-Uni mis encore à part, ont vu durant les années soixante leurs réserves s'accroître dans des proportions assez considérables. En outre, les avoirs officiels du Japon ont commencé à se gonfler très rapidement à partir de 1968. La situation était par conséquent caractérisée à la fois par le fait que certaines monnaies étaient manifestement sous-évaluées et, qu'à un moment donné, le dollar était surévalué par rapport aux devises de la plupart des autres pays développés. Un examen de la nature des mesures — évoquées dans une section précédente — auxquelles les Etats-Unis ont eu recours pour minimiser le déficit renforce l'argumentation en faveur de la surévaluation.

A quel moment le dollar est-il apparu comme surévalué ? Il faut, à cet égard, se garder de tout jugement a posteriori ; toutefois, même avec cette réserve, les déficits moyens de près de \$3 milliards enregistrés au cours de la période 1958-60 constituaient un indice auquel les autorités auraient pu accorder plus d'importance. C'était là plus que des anomalies cycliques et fortuites, car ces déficits reflétaient non seulement la reconstruction de l'économie européenne d'après-guerre, mais également la vigueur fortement accrue de cette dernière. La hausse des cours sur le marché de l'or en 1960 montre qu'aux yeux d'une fraction importante de l'opinion, la modification de la parité du dollar n'était pas une simple vue de l'esprit. On a souvent prétendu aux Etats-Unis que la parité-or du dollar ne pouvait être modifiée sans déclencher un réalignement général et parallèle des autres monnaies. Le fait est pourtant là que le deutsche mark et le florin ont été réévalués unilatéralement en 1961, et il apparaît assez clairement que des modifications plus substantielles de la structure des parités auraient pu être obtenues si les autorités américaines s'étaient orientées dans cette direction.

Du fait de l'aggravation de la situation fondamentale, provoquée par l'ouverture des hostilités au Viêt-nam, la surévaluation du dollar, qui n'était qu'une probabilité, est devenue une certitude, notamment après que la dévaluation de la livre eut laissé présager le redressement des comptes extérieurs du Royaume-Uni et, par voie de conséquence, des réactions défavorables sur la position du dollar, ainsi qu'en témoigne sans conteste le fléchissement à \$0,6 milliard, en 1968, de l'excédent de la balance commerciale des Etats-Unis. On en trouve une autre preuve dans le fait que cette balance ne s'est améliorée que de \$1,4 milliard durant l'année 1970, caractérisée par la récession ; malgré l'entrée en jeu de facteurs spéciaux, on peut comparer ce chiffre avec le redressement de \$3,8 milliards intervenu en 1960, année également marquée par un recul d'activité et au cours de laquelle la valeur globale des échanges commerciaux des Etats-Unis a été inférieure de plus de moitié.

### **Le déséquilibre croissant du système monétaire.**

L'érosion de la position de réserve des Etats-Unis depuis 1950 s'explique non seulement par l'incidence des facteurs précédemment décrits sur le déficit de la balance

des paiements, mais aussi par l'état de crise semi-permanent qui s'est développé au sein même du système de Bretton Woods et dont les premiers symptômes caractéristiques se sont manifestés en 1960.

Le système de Bretton Woods reposait essentiellement sur le maintien de parités fixes entre les monnaies des pays membres du Fonds Monétaire International – hormis les cas de déséquilibre fondamental – et sur le développement de pratiques libérales en matière de commerce et de change. Les ressources nécessaires pour atteindre ces objectifs en cas de difficultés temporaires devaient être constituées par les réserves d'or, les avoirs en dollars convertibles en or et les facilités d'emprunt auprès du F.M.I. Etant donné l'accroissement constant du volume des échanges et des paiements internationaux, le bon fonctionnement du système dépendait de la réalisation de deux conditions: il fallait d'une part que l'ensemble des réserves et des facilités auprès du F.M.I. augmente régulièrement et suffisamment pour permettre aux pays appliquant des taux de change réalistes de faire face, financièrement, aux fluctuations accrues susceptibles de se produire dans leur balance des paiements et, d'autre part, que la progression du volume global des réserves du système soit répartie entre l'or et les dollars de telle sorte que la convertibilité du dollar en or reste assurée, à condition bien entendu que les Etats-Unis mènent une politique appropriée. C'est la seconde condition qui a été mise en cause en automne 1960 par suite de l'insuffisance des nouveaux apports d'or monétaire en regard de l'expansion des engagements des autorités américaines. Cette pénurie a commencé à entraver le fonctionnement du système, en faisant porter de plus en plus la demande d'or monétaire du reste du monde sur l'encaisse métallique des Etats-Unis.

La situation critique qui est apparue en 1960 était en fait le fruit d'une évolution qui, après avoir débuté progressivement, s'est intensifiée tout au long des années cinquante: en face du déficit des comptes extérieurs des Etats-Unis, le reste du monde dégageait un excédent global bien supérieur aux apports d'or monétaire nouveau et aux réserves que les différents pays étaient disposés à détenir en dollars. Entre 1950 et 1957, ces pays avaient renforcé leurs stocks d'or à concurrence de \$5,5 milliards, dont \$2,6 milliards obtenus au moyen de conversions de dollars auprès du Trésor américain. Ils avaient, en outre, accru leurs avoirs en monnaie américaine de \$5 milliards sous forme de créances à court terme sur les Etats-Unis. Ainsi, une fraction importante des gains de réserves du reste du monde, pendant ces huit années, a été réalisée aux dépens de la position nette de réserve de ce pays. S'il a été possible d'en arriver là sans que

Variations des stocks officiels d'or monétaire.

Périodes	Total = apport d'or monétaire	Etats-Unis	Organismes internationaux	Reste du monde
	en milliards de dollars E.U.			
1950-57 . . . . .	+ 3,8	- 1,7	—	+ 5,5
1958-60 . . . . .	+ 1,7	- 5,1	+ 1,0	+ 5,8
1961-65 . . . . .	+ 2,7	- 4,0	- 0,8	+ 7,5
1966-mai 1968 . . . . .	- 2,8	- 3,3	+ 0,8	- 0,3
Juin 1968-juillet 1970 . . . . .	+ 0,8	+ 1,5	- 0,4	- 0,3
Août 1970-août 1971 . . . . .	—	- 1,7	+ 2,9	- 1,2

la convertibilité du dollar s'en trouvât menacée, c'est seulement parce que les Etats-Unis disposaient, au début des années cinquante, d'une encaisse-or considérable (\$24,6 milliards). Même à la fin de 1957, la position de réserve américaine était très forte, avec un stock d'or de \$22,9 milliards, contre \$7,9 milliards d'engagements au titre des réserves de change des autres pays.

La position a commencé à s'aggraver sensiblement à partir de 1958, avec l'élargissement considérable du déficit américain. En deux ans et demi (de fin 1957 au milieu de 1960), les autres pays ont effectué auprès du Trésor des Etats-Unis des achats nets d'or à concurrence de \$3,4 milliards, soit bien davantage que pendant les huit années antérieures. Dans le même temps, leurs avoirs officiels en dollars se sont encore renforcés de \$1,7 milliard. Il devenait de plus en plus évident que la monnaie américaine allait au-devant d'une situation difficile que seules des mesures correctives énergiques, qui n'excluaient pas le relèvement du prix de l'or exprimé en dollars, pouvaient conjurer.

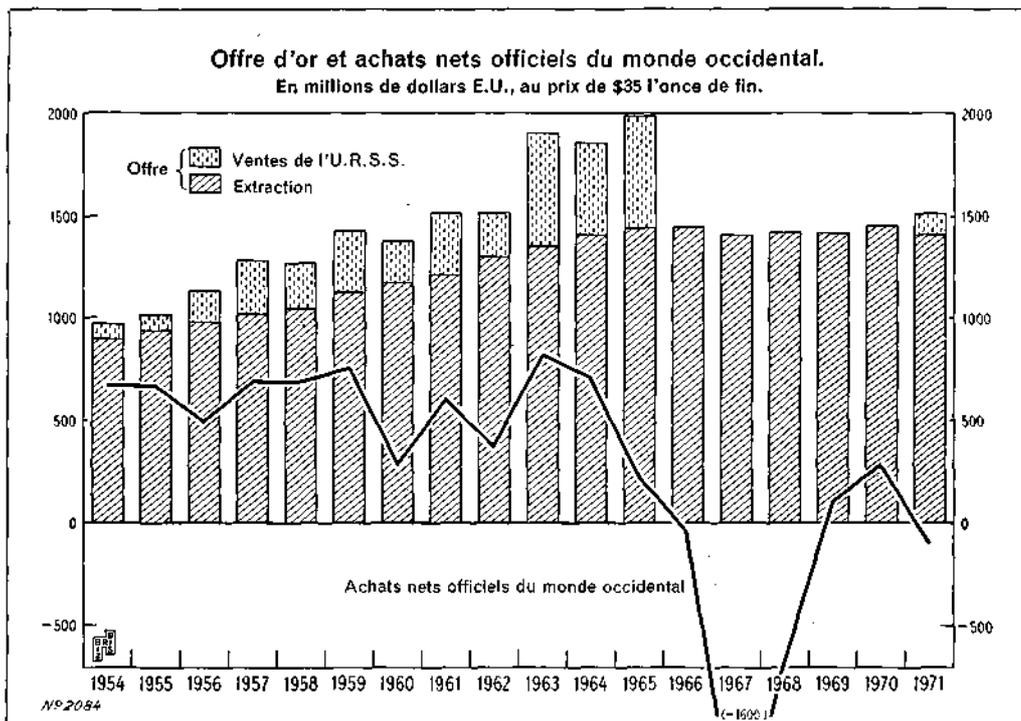
La cadence des pertes d'or des Etats-Unis s'est accentuée à partir du milieu de 1960, atteignant \$632 millions au troisième trimestre. Cette accélération venait encore accroître l'incertitude sur l'avenir du dollar, et de nouveaux doutes se sont manifestés au sujet de sa relation avec l'or à l'approche de l'élection présidentielle de novembre aux Etats-Unis. Il en est résulté une vive poussée de la demande d'or sur le marché, qui a fait monter les cours cotés au fixing de Londres de \$35,09 à \$35,24 l'once de fin entre la mi-juillet et la mi-septembre. Le cours dépassait ainsi, pour la première fois depuis la réouverture du marché de l'or de Londres en mars 1954, le niveau à partir duquel il était avantageux d'acheter du métal au Trésor américain et de l'expédier à Londres pour le revendre sur cette place. En d'autres termes, le cours de l'once sur le marché s'est écarté du prix officiel. Bien que le secteur privé ait principalement été à l'origine de l'accroissement de la demande du marché, les achats pour compte officiel se sont poursuivis dans une certaine mesure, même après le décrochage des cours. De toute évidence, certaines autorités monétaires préféraient payer l'or légèrement plus cher sur le marché que de convertir des dollars auprès du Trésor américain.

Une nouvelle poussée de la demande a porté les cotations, pendant une brève période, à \$40 l'once de fin dans les derniers jours d'octobre. Malgré une détente assez rapide de la situation après que le candidat démocrate à la présidence eut démenti toute intention de modifier la parité-or du dollar E.U., il fallut attendre février 1961 pour voir les cours du métal se rapprocher de nouveau du prix officiel. L'écart considérable qui est apparu à la fin d'octobre 1960 entre les deux prix a marqué un tournant capital dans l'évolution du système de Bretton Woods. L'attention du monde était désormais attirée sur la pénurie croissante d'or nouveau et sur la menace qui en résultait pour la convertibilité en or du dollar à la parité en vigueur.

Bien qu'au début de 1961 la situation sur le marché de l'or se soit temporairement normalisée, le dollar n'a jamais retrouvé la confiance absolue qu'il inspirait auparavant. Le marché parvint de moins en moins à équilibrer l'offre et la demande à \$35 l'once de fin; les réserves américaines continuèrent de fléchir; enfin, le système monétaire était de plus en plus incapable d'assurer par lui-même un accroissement convenable des réserves globales. Cette dégradation s'est étalée sur une période assez

longue, puisque c'est seulement en mars 1968 que le cours de l'or sur le marché a été détaché de la valeur officielle. L'évolution a pu être ralentie grâce à toute une série de palliatifs, sous forme de mesures ou d'arrangements pris tantôt par les Etats-Unis pour leur propre compte, tantôt par les principales puissances financières agissant de concert. Si ces dispositions ont souvent permis de ranimer la confiance pendant une courte période, elles n'ont en même temps cessé d'illustrer la fragilité du système.

En ce qui concerne le marché de l'or, les premières mesures ont été prises peu après la crise d'octobre 1960. Au cours des dernières semaines de l'année, les Etats-Unis ont commencé à vendre de l'or sur le marché pour hâter le retour à une situation plus normale. Puis, au début de 1961, le Président Kennedy a réaffirmé l'intention de son pays de maintenir le prix officiel de l'or en dollars au niveau existant. En mars 1961, l'once cotée au fixing était revenue à \$35,08. Dans les derniers jours d'août, sous l'influence conjuguée d'un déficit de paiements américains toujours aussi élevé, de nouvelles et importantes pertes d'or accusées par les Etats-Unis, et de la crise politique qui venait d'éclater à propos de Berlin, une nouvelle poussée des cours porta l'once de fin à \$35,20. Aussi les principales banques centrales européennes décidèrent-elles de s'abstenir désormais d'acheter de l'or sur le marché. Plus tard dans l'année, les Etats-Unis abordèrent avec les pays d'Europe la discussion d'un plan de ventes concertées d'or monétaire sur le marché afin d'assurer la stabilité des cours en période de forte demande, et, à cet effet, les banques centrales d'Allemagne fédérale, de Belgique, des Etats-Unis, de France, d'Italie, des Pays-Bas, du Royaume-Uni et de Suisse tombèrent d'accord en novembre pour fournir en commun au marché tout l'or nécessaire — la part des Etats-Unis dans ce consortium s'élevant à 50%.



Au début de 1962, quand il est apparu que l'offre d'or sur le marché risquait de devenir excédentaire, les mêmes banques centrales décidèrent de coordonner leurs achats, en se les répartissant dans les mêmes proportions que leurs ventes au marché. L'ensemble de ces arrangements a constitué ce que l'on a appelé le «pool de l'or» dont l'agent était la Banque d'Angleterre.

Dès sa création à la fin de 1965, le pool de l'or est intervenu sur le marché tantôt comme vendeur, tantôt comme acheteur. Durant cette période, toutefois, il a été au total acheteur net de métal, car l'offre d'or nouvellement extrait, complétée par des ventes assez importantes de l'U.R.S.S., a été suffisamment élevée pour permettre de renforcer chaque année le total des avoirs officiels en or. Cette situation confirmait l'hypothèse de base du pool de l'or selon laquelle l'offre serait, à la longue, supérieure à la demande. Dès la fin de 1965, toutefois, l'U.R.S.S. a cessé ses ventes au marché et, en 1966, le total des stocks d'or monétaire a enregistré, pour la première fois, une légère contraction (de \$45 millions). A partir de ce moment, la situation a été assez précaire, le pool de l'or devenant fournisseur net du marché.

En 1967, ce mouvement s'est accéléré: les stocks d'or monétaire ont en effet baissé de \$230 millions pendant les neuf premiers mois de l'année. Au lendemain de la dévaluation de la livre sterling, en novembre, la demande de métal jaune a atteint des niveaux sans précédent. La dévaluation de la livre apparaissait, pour le marché, comme un signe avant-coureur de celle du dollar, bien que les autorités américaines aient réaffirmé le contraire. Pour peser sur les cours, le pool a vendu de grosses quantités d'or, et il en est résulté une réduction de \$1,4 milliard du total de l'encaisse-or pendant le dernier trimestre de 1967. Une seconde vague d'achats, encore plus forte, a déferlé en mars 1968, amputant de nouveau les stocks d'or officiels de \$1,4 milliard au cours du premier trimestre. Il a alors été décidé de suspendre le fonctionnement du pool de l'or et de laisser le marché trouver librement son prix d'équilibre en fonction de l'offre et de la demande. L'institution du système de prix que l'on a appelé le «double marché» de l'or — un prix officiel et un prix libre — a marqué un changement fondamental dans le système de Bretton Woods.

Si la crise de l'or de mars 1968 a été liée à la dévaluation de la livre sterling et au déficit persistant des paiements des Etats-Unis, elle a eu comme cause plus profonde les modifications qui étaient intervenues, depuis une dizaine d'années au moins, dans les rapports entre l'offre d'or nouveau et la demande du marché à des fins non spéculatives. En effet, la demande de métal émanant de l'industrie et de la thésaurisation avait approximativement doublé entre 1956 et 1966, au point d'absorber pratiquement la totalité de la production courante du monde occidental. Par conséquent, sauf dans le cas des ventes russes, il n'y avait, en fait, plus d'or nouveau disponible pour renforcer les réserves monétaires. C'est ainsi que le pool de l'or a dû satisfaire la quasi-totalité de la demande spéculative en 1967-68. Il découlait de cette situation que tout accroissement éventuel de l'encaisse métallique du reste du monde devait provenir à peu près exclusivement des réserves d'or des Etats-Unis. Comme celles-ci ne s'élevaient plus qu'à \$10,7 milliards en mars 1968, les possibilités de poursuivre les conversions de dollars auprès du Trésor américain devenaient fort limitées.

L'ampleur des pertes d'or étant devenue une menace pour la convertibilité en or du dollar à la parité en vigueur, les autorités américaines se sont efforcées, dès les

premières années de la décennie 1960-69, et indépendamment des mesures visant à réduire le déficit de leur balance des paiements, de mettre au point des arrangements pour faciliter le financement des déficits encourus et, partant, de limiter les pertes d'or. L'un de ces moyens consistait à accorder une garantie de change sur les dollars que les banques centrales achetaient sur le marché et qu'elles auraient pu présenter aux fins de conversion. Deux techniques ont été utilisées à cet effet: la conclusion d'opérations de swap entre la Federal Reserve Bank de New-York et d'autres banques centrales, pour les mouvements de fonds de caractère temporaire, et l'émission, au bénéfice d'autorités monétaires étrangères, d'effets du Trésor américain libellés dans la monnaie du pays créancier.

La technique des swaps a été mise en œuvre en 1962 avec l'autorisation du Comité fédéral de l'open market. La Federal Reserve Bank de New York a créé à cette fin un réseau de facilités de crédit réciproques avec certaines banques centrales étrangères et la B.R.I. En août 1962, le total de ces facilités s'élevait à \$700 millions; la dimension de ce réseau de swaps n'a cessé de croître d'année en année, jusqu'au milieu de 1970, où il portait sur plus de \$11 milliards. Cette énorme expansion n'était pas seulement liée aux besoins en devises de la Réserve Fédérale. Les facilités de swap ont également été utilisées par la Banque d'Angleterre pour financer en partie les énormes déficits de paiements du Royaume-Uni de 1964 à 1968; en outre, les autorités ont périodiquement étendu le réseau pour démontrer qu'elles seraient capables d'absorber des mouvements spéculatifs de fonds privés à court terme, quelle qu'en soit l'ampleur.

Entre mars 1962 et août 1971, le montant brut des tirages de la Réserve Fédérale sur les facilités de swap s'est élevé à \$11,8 milliards. Pendant la majeure partie de cette période, les encours ont toutefois été relativement modestes et n'ont que rarement dépassé les \$500 millions. Les seules exceptions se sont produites entre la fin de 1967 et le début de 1968, où les tirages ont atteint à un moment donné près de \$2 milliards, et pendant la période de douze mois s'achevant en août 1971, où ils sont passés de \$0,3 milliard à \$3 milliards. L'intention d'utiliser les swaps en tant que facilités à court terme a donc été respectée. En général, les swaps ont été conclus pour une période de trois mois, avec possibilité d'être renouvelés plusieurs fois. Le remboursement a toujours eu lieu dans le délai d'un an, soit par suite d'un changement de sens intervenu dans les mouvements de capitaux à court terme qui, à l'origine, avaient motivé le tirage, soit par prélèvement sur les réserves américaines ou encore par novation, l'endettement des Etats-Unis au titre du swap étant remplacé par des valeurs du Trésor américain assorties d'une garantie contre une dévaluation du dollar. Le réseau s'est révélé un instrument souple et utile de régulation des flux de capitaux à court terme entre les différentes places financières.

Derrière le réseau de swaps, l'émission de titres libellés en monnaies étrangères a, en fait, constitué une seconde ligne de défense du stock d'or américain, avec le même objectif, c'est-à-dire de faciliter le financement du déficit de paiements des Etats-Unis. Les premières émissions ont eu lieu au profit de l'Italie et de la Suisse en 1961-62. En septembre 1965, le total des encours atteignait près de \$1,3 milliard, dont les quatre cinquièmes étaient détenus par l'Allemagne fédérale

et la Suisse. Après avoir fléchi à moins de \$0,9 milliard au milieu de 1967, l'encours s'est élevé, en 1969, jusqu'à un nouveau maximum de \$2,3 milliards, correspondant à concurrence de 90% à des créances de l'Allemagne fédérale et de la Suisse. Il a ensuite diminué de près de \$1 milliard pendant les douze mois suivants, en raison principalement des présentations au remboursement effectuées par la Deutsche Bundesbank en vue de reconstituer les réserves de change de l'Allemagne fédérale après la réévaluation du deutsche mark en 1969. D'autres émissions, d'un montant élevé, faites au bénéfice de la Suisse en 1971, ont toutefois porté de nouveau le total de l'encours à près de \$2 milliards vers la fin de l'année dernière.

Les Etats-Unis ont également économisé sur leur stock d'or en prélevant sur d'autres éléments d'actifs de réserve, à savoir leur position créditrice à l'égard du F.M.I. et, à partir de 1970, leurs avoirs en D.T.S. Ces techniques de financement s'apparentaient aux tirages sur les facilités de swap et aux émissions de titres en monnaies étrangères par la garantie que le pays créancier recevait contre la dévaluation du dollar; toutefois, elles présentaient la caractéristique supplémentaire d'être assimilables à une conversion en or en ce sens que la garantie dont elles bénéficiaient était une garantie-or.

Les Etats-Unis ont commencé à recourir aux tirages sur le F.M.I. au début de 1964; au total, entre cette époque et août 1971, le montant brut des tirages américains sur le Fonds a avoisiné \$3,4 milliards. Sur ce montant, \$1,1 milliard représentait les tirages « techniques » dont l'objet spécifique était de fournir, à d'autres pays désireux de rembourser des tirages antérieurs, des monnaies acceptables par le Fonds, lorsque les dollars E.U. ne pouvaient plus être utilisés à cet effet et que les remboursements risquaient par conséquent d'entraîner une ponction sur le stock d'or des Etats-Unis. Le solde des tirages de ce pays sur le Fonds, soit \$2,3 milliards, a simplement servi à éponger les excédents de dollars détenus par des autorités monétaires étrangères.

Si les Etats-Unis ont pu tirer sur le Fonds des montants en monnaies aussi élevés sans épuiser leur tranche-or, c'est principalement parce que, pendant la même période, d'autres pays – surtout le Royaume-Uni et la France – ont, de leur côté, effectué d'importants prélèvements en dollars auprès du Fonds. Par ce moyen, entre autres, les déficits de paiements du Royaume-Uni et de la France ont permis aux Etats-Unis de retarder plus longtemps qu'il n'eût été possible autrement le moment où ils ont suspendu la convertibilité en or du dollar. En effet, on peut dire que la dernière étape de l'effondrement du système or-dollar date de fin 1969, c'est-à-dire du moment où la balance des paiements du Royaume-Uni comme celle de la France sont devenues résolument excédentaires.

Enfin, les autorités américaines ont pu ralentir le fléchissement de leur stock d'or en usant de persuasion, sur le plan politique et sur le plan moral. Cette façon d'agir a été efficace en partie par le simple fait que les Etats-Unis occupent une position de premier plan sur la scène politique et aussi en raison de la croyance, largement répandue, qu'une suspension de la convertibilité du dollar entraînerait ce qu'on a appelé l'effondrement du système monétaire. Cette expression évoquait un état de choses imprécis, mais aux résonances désagréables, faisant entrevoir des conséquences catastrophiques pour la prospérité économique et la stabilité politique.

Variations des réserves monétaires globales, 1955-69.

Composantes	1955-61	1962-66	1967-68	1962-68	1969
	en milliards de dollars E.U.				
Total . . . . .	+ 9,1	+ 10,1	+ 4,7	+ 14,8	+ 0,9
Encaisse-or . . . . .	+ 3,9	+ 2,0	- 2,0	+ 0,1	+ 0,2
Avoirs en devises . . . . .	+ 2,9	+ 5,9	+ 6,5	+ 12,4	+ 0,4
dont transactions spéciales	-	+ 3,8	+ 9,2	+ 13,0	- 2,6
Positions créditrices envers le F.M.I. . . . .	+ 2,3	+ 2,2	+ 0,2	+ 2,3	+ 0,3

Outre les symptômes notés précédemment, un autre élément révélateur de l'accumulation des tensions au sein du système a été le changement intervenu dans l'évolution des réserves globales au cours des années soixante. On pouvait penser, devant l'accentuation de la pénurie d'or monétaire nouveau et la dégradation du rapport entre les réserves des Etats-Unis et leurs engagements officiels en dollars à l'égard de l'étranger, qu'il était exclu que les réserves globales puissent progresser à un rythme suffisant. Or, les réserves sous forme d'or, de devises et de positions créditrices envers le Fonds se sont en réalité renforcées à un rythme annuel fort élevé qui, de 2,3% en 1955-61 est passé à 3,1% en 1962-68. En même temps, toutefois, la répartition de cet accroissement entre les différents éléments des réserves a profondément changé, car elle s'est faite au détriment de l'or et des positions créditrices envers le Fonds, et au bénéfice des avoirs en devises.

Ainsi, après s'être gonflées de \$3,9 milliards entre 1955 et 1961, les encaisses-or ne se sont pratiquement plus développées entre 1962 et 1968. Et même si l'on omet la période 1967-68, pendant laquelle les réserves globales en or se sont fortement contractées, leur taux d'expansion de 1962 à 1966 a été sensiblement inférieur à celui de la période 1955-61. Ce fléchissement est intervenu malgré l'augmentation de l'offre d'or nouveau, la production occidentale de métal et les ventes d'or russe étant passées en effet d'une moyenne annuelle de \$1,3 milliard entre 1955 et 1961 à une moyenne de \$1,7 milliard pour la période 1962-66.

Les réserves de devises ont progressé, en revanche, au moins quatre fois autant entre 1962 et 1968 qu'entre 1955 et 1961, le taux moyen de croissance annuelle passant de 2,3 à 7,2%. Cette accélération est due aux transactions nouées pour la circonstance entre autorités monétaires de pays appartenant presque exclusivement au Groupe des Dix, et portant création de réserves de change en tant que de besoin. La plupart de ces transactions peuvent s'expliquer par les opérations conclues par les Etats-Unis en vue de limiter les ponctions sur leur stock d'or et par les concours extérieurs auxquels le Royaume-Uni a eu recours pour défendre le taux de change de la livre sterling pendant la période, marquée par d'importants déficits de paiements, qui va de fin 1964 à fin 1968. Pour montrer l'importance de ces opérations spéciales, il suffit de mentionner qu'entre 1962 et 1968, leur montant a dépassé celui de l'accroissement total des réserves de devises et a correspondu à près de 90% de l'expansion globale de l'encaisse-or, des réserves de devises et des positions créditrices envers le F.M.I. Et lorsqu'en 1969 le Royaume-Uni a commencé à rembourser ses dettes extérieures, il en est résulté, entre autres conséquences, un brusque fléchissement à moins de \$1 milliard de la progression des réserves globales.

En d'autres termes, la demande de réserves supplémentaires ne pouvait désormais être satisfaite que si certains pays enregistraient des déficits de paiements qu'il n'était possible de financer que par la création de crédits ad hoc; comme l'octroi de tels crédits était lié à l'existence d'un état de crise plus ou moins marqué, cela signifiait que les réserves globales ne pouvaient se renforcer en fin de compte qu'à la suite de crises. En considérant le problème sous un autre angle, on peut dire que cette masse de transactions spéciales destinées à la création de réserves a constitué un moyen de retarder les ajustements de caractère fondamental.

Dès 1959, le Professeur Robert Triffin avait prédit que la pénurie croissante d'or monétaire nouveau et la faiblesse du dollar sur les marchés extérieurs conduiraient un jour à une crise. Il est apparu clairement que les autorités admettaient le bien-fondé de cette thèse lorsqu'en 1963 les pays constituant ce qu'on appela le Groupe des Dix — c'est-à-dire ceux qui participent aux Accords Généraux d'Emprunt dans le cadre du F.M.I. — ont entrepris, avec cet organisme, l'examen du système monétaire et des besoins futurs de réserves internationales. Le mandat de leurs représentants ne comprenait toutefois pas les deux questions, fort controversées, du prix officiel de l'or et de l'institution d'un système fondé sur des taux de change souples.

Les débats firent assez rapidement ressortir une profonde divergence d'opinions sur la question de savoir quel était le problème principal. D'après les uns, la difficulté essentielle résidait dans les insuffisances du processus d'ajustement dans les principaux pays — notamment aux Etats-Unis. Les autres estimaient qu'en raison de la pénurie croissante d'or neuf, les réserves en dollars ne devaient pas non plus augmenter au même rythme que précédemment, et que le problème principal était de trouver le moyen d'assurer à l'avenir, autrement qu'avec l'or et les dollars, un accroissement suffisant des réserves.

Vers le milieu de 1966, on s'accordait généralement à reconnaître qu'il y aurait peut-être lieu, dans un avenir plus ou moins rapproché, de compléter les éléments de réserve déjà existants par la création délibérée d'autres actifs. L'esquisse d'un plan de création d'une nouvelle facilité, les « droits de tirage spéciaux » sur le F.M.I., a été soumise au Fonds, qui l'a adopté en 1967 à son Assemblée générale de Rio de Janeiro. Les droits de tirage spéciaux devaient être alloués à tous les pays participant au plan, pour les aider à couvrir les besoins à plus long terme du système monétaire en liquidités internationales supplémentaires. Les décisions d'allocations des D.T.S., établies sur la base de propositions du Directeur Général du Fonds, devaient être prises à une majorité d'au moins 85% du total des voix attribuées aux pays participants. Les allocations devaient être proportionnelles aux quotes-parts de chaque pays au F.M.I.

En avril 1968, l'esquisse est devenue un document de caractère juridique, qui a pris la forme d'un amendement aux Statuts du Fonds; en juillet 1969 cet amendement, approuvé par la majorité requise des membres du Fonds, est entré en vigueur. Certaines dispositions formulées surtout par les pays, qui n'avaient cessé de considérer le processus d'ajustement comme le problème principal, furent introduites dans le projet de façon à éviter que les D.T.S. ne servent à financer des déficits ou des excédents persistants. En outre, la première décision de mise en œuvre du plan devait tenir compte

de «la réalisation d'un meilleur équilibre de la balance des paiements» et de «la probabilité d'un fonctionnement plus efficace des mécanismes d'ajustement dans l'avenir». Ces considérations s'appliquaient en particulier aux déficits 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 premières allocations 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 obligés 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. En conséquence, il a été décidé de procéder aux allocations de \$3,5 milliards le 1er janvier 1970, et de \$3 milliards pour chacune des années 1971 et 1972.

La création des droits de tirage spéciaux devait, dans l'esprit de ses auteurs, constituer un pas important vers la régulation, à l'échelon international, de la croissance des réserves globales. Or, les événements ont pris une tournure telle que cette mesure a coïncidé avec une forte aggravation du déficit de paiements des Etats-Unis en 1970 et avec une détérioration encore plus marquée en 1971. Aussi, les \$6,5 milliards de D.T.S. alloués durant ces deux années ont-ils été complètement éclipsés par la progression des réserves de devises qui, dans le même temps, a été de \$47 milliards.

#### **Le prélude au 15 août 1971.**

Dans les sections précédentes ont été analysées les forces qui ont sapé la position de réserve des Etats-Unis. Il ne reste à présent qu'à mettre en évidence les facteurs qui ont déclenché l'ultime assaut contre le dollar. Dans une certaine mesure, ces facteurs ont été perceptibles en 1970. Vers la fin de cette année-là, la balance commerciale des Etats-Unis a accusé une détérioration sensible, l'excédent mensuel moyen ayant fléchi de \$235 millions au troisième trimestre à \$45 millions au cours des trois derniers mois, d'après les données de la balance des paiements. D'importants mouvements de fonds à court terme, des Etats-Unis vers l'Europe, se sont en outre produits en 1970 par suite des disparités dans les politiques monétaires et les niveaux de taux d'intérêt. Venant s'ajouter au déficit de base de la balance américaine des paiements, ces sorties de capitaux donnèrent naissance à un déficit des comptes extérieurs des Etats-Unis d'une ampleur sans précédent, qui devait bientôt être surpassé cependant par celui de 1971.

L'année 1970 n'était pas la première durant laquelle des écarts de taux d'intérêt ont provoqué des mouvements considérables de fonds à travers l'Atlantique. En 1966, par exemple, lorsque la Réserve Fédérale a recouru à de sévères restrictions monétaires pour lutter contre les tensions inflationnistes naissantes occasionnées par le conflit au Viêt-nam, les taux d'intérêt ont été portés, aux Etats-Unis, à leur niveau le plus élevé depuis plusieurs décennies. Pour pallier les effets du resserrement monétaire, les banques américaines ont, pour la première fois, et dans de fortes proportions, fait appel aux ressources du marché de l'euro-dollar; elles ont emprunté par ce canal

quelque \$3 milliards de fonds à court terme, permettant ainsi à la balance des paiements des Etats-Unis établie sur la base des règlements officiels de devenir tout juste positive pour la première fois depuis 1957, en dépit d'un déficit de \$1,6 milliard de la balance de base.

La même situation s'est produite en 1969, quoique sur une plus grande échelle. Un nouveau durcissement de la politique monétaire américaine vers la fin de 1968 a amené les banques, entre le 1er janvier et le 15 octobre 1969, à se procurer par l'emprunt quelque \$9 milliards auprès de leurs filiales à l'étranger. Cette pression exercée par la demande de ressources a porté le loyer de l'argent à trois mois sur le marché de l'euro-dollar de 7 à 12% entre décembre 1968 et juin 1969 et s'est fortement répercutée sur les taux d'intérêt pratiqués en Europe. Bien que l'effet favorable, sur la balance des paiements des Etats-Unis, des emprunts effectués à l'étranger par les banques ait été quelque peu réduit par le fait qu'une fraction importante des fonds recueillis sur le marché de l'euro-dollar provenait à l'origine de prêteurs résidents, la position nette des réserves s'est accrue, en 1969, de \$2,7 milliards malgré un déficit des paiements de base de \$2,9 milliards.

Cet épisode de 1969 contenait l'un des ferments de la crise de 1971. De toute évidence, les banques américaines n'allaient pas demeurer perpétuellement et lourdement endettées envers leurs succursales à l'étranger. En fait, des mesures propres à les en dissuader ont été prises au milieu de l'année 1969 au plus fort des restrictions et, lorsque la politique monétaire a été assouplie en 1970, les banques ont commencé, progressivement d'abord, puis à un rythme assez accéléré à partir du milieu de l'année, à réduire leurs engagements de cette nature. Pour l'ensemble de l'année, les sorties de fonds à court terme des Etats-Unis se sont élevées à \$6,5 milliards (plus \$1,1 milliard au titre des «erreurs et omissions»), dont \$5,1 milliards représentent des remboursements, par le système bancaire, de prêts contractés l'année précédente. Ces sorties, s'ajoutant à un solde passif de \$3 milliards des paiements de base, sont à l'origine du renversement de position de la balance générale calculée sur la base des règlements officiels qui, après avoir dégagé un résultat artificiellement favorable en 1969, s'est soldée l'année suivante par un déficit de \$9,8 milliards.

Le revirement assez marqué de la politique monétaire américaine, passée entre 1969 et 1970 des restrictions à l'aisance, a contrasté avec l'orientation en sens inverse dans les pays d'Europe. En tant qu'élément de la stratégie mise en œuvre pour s'opposer aux sorties de capitaux subies par ces pays, ce revirement s'est en fait amorcé dès 1969, pour se poursuivre en 1970 dans le cadre des efforts entrepris pour maîtriser l'inflation interne. C'est en Allemagne que le contraste avec la politique américaine, dans cette dernière phase, a été le plus accentué. En mars 1970, époque à laquelle la Réserve Fédérale procédait à l'assouplissement de ses conditions d'accès au crédit, la Deutsche Bundesbank a durci sa politique monétaire restrictive en relevant de 6 à 7½% le taux officiel d'escompte. Le reflux de capitaux des Etats-Unis a donc eu sa principale contrepartie dans un afflux de fonds en Allemagne. Au cours des neuf derniers mois de 1970, les réserves de ce pays se sont gonflées de \$5,8 milliards, montant dans lequel les mouvements de capitaux à court terme entraînent pour \$5,1 milliards. Alors que le loyer de l'argent à trois mois se maintenait à 9-9½% sur le marché intérieur, le fléchissement

de 8¼ à 7¼% du taux des euro-dollars de même échéance, entre mai et novembre 1970, a puissamment incité les particuliers et les entreprises autres que les banques, en Allemagne fédérale, à s'adresser à l'étranger pour y collecter des ressources, ce qu'elles pouvaient faire en toute liberté. La Bundesbank a abaissé ses taux en fin d'année, mais cette mesure n'a été motivée que par le désir des autorités d'éviter que l'écart ne se creuse davantage.

Ainsi, à la fin de 1970, la situation se présentait de la façon suivante: la balance des paiements de base des Etats-Unis faisait preuve d'une extrême faiblesse, avec un excédent des échanges commerciaux réduit à peu de chose, et était appelée à s'aggraver encore au fur et à mesure du redressement de l'économie; la politique monétaire adoptée pour appuyer la reprise d'activité n'allait pas manquer de déclencher de nouvelles sorties de fonds dans le courant de 1971; la ligne de conduite suivie dans d'autres pays allait nécessairement attirer de nouveaux capitaux. Or cette situation intervenait à un moment où les Etats-Unis ne pouvaient plus laisser leurs réserves officielles fléchir dans de fortes proportions, où le Groupe des Dix, après avoir instauré le système des D.T.S., consacrait ses discussions à la nécessité d'accroître la flexibilité des taux de change, à une période enfin où, entre les mois d'août 1969 et de juin 1970, le franc français a été dévalué, le deutsche mark flottait pour être ensuite réévalué, et le cours du dollar canadien fluctuait librement sur le marché des changes. Tous ces facteurs réunis aboutissaient à créer une situation explosive.

Les choses s'aggravèrent à partir du début de l'année suivante. Aux Etats-Unis, la progression de l'excédent de la balance commerciale se révéla, au premier trimestre, nettement insuffisante, tandis que l'hémorragie de capitaux à court terme s'amplifiait à la suite du recul prolongé des taux d'intérêt sur le marché intérieur. Les banques américaines se désendettèrent de nouveau, à concurrence de près de \$5 milliards, envers leurs succursales à l'étranger et, par suite, la balance générale des paiements établie sur la base des règlements officiels se solda pour ces trois premiers mois par un déficit de \$5,5 milliards.

S'efforçant de réduire l'incidence des sorties de capitaux sur les réserves monétaires des autres pays, l'Export-Import Bank et le Trésor des Etats-Unis décidèrent entre janvier et avril 1971 d'émettre auprès des succursales étrangères des banques américaines \$3 milliards de titres d'emprunt. En Allemagne cependant, l'afflux net de fonds et, avec lui, le rythme d'augmentation des avoirs officiels de change s'accéléchèrent. En dépit d'un important reflux de caractère saisonnier qui se produisit en janvier par le canal des banques, les entrées nettes atteignirent en moyenne \$700 millions par mois pendant le premier trimestre. A partir de février, la Bundesbank tenta de peser sur le cours des événements en se portant acquéreur de dollars sur le marché des changes à terme afin de réduire l'attrait exercé sur les capitaux étrangers par les taux d'intérêt, compte tenu de la couverture de change à terme; puis, la spéculation sur le deutsche mark ayant débuté vers la fin de mars, le taux officiel d'escompte fut abaissé, début avril, de 6 à 5%, et les achats de devises à terme furent poursuivis uniquement pour atténuer la pression qui s'exerçait sur le marché au comptant. Pour le seul mois d'avril, la Bundesbank absorba ainsi, tant au comptant qu'à terme, un montant total de \$3 milliards.

La situation est devenue critique durant les deux premiers jours ouvrables de mai, lorsqu'un nouvel afflux de fonds en Allemagne, à concurrence de \$2 milliards, a amené les autorités à fermer le marché des changes. La crise a eu deux causes immédiates: d'une part la suggestion, faite simultanément et publiquement par les principaux instituts de recherche économique de la République fédérale, en faveur de l'adoption d'un taux de change flottant pour le deutsche mark et, d'autre part, l'ébruitement de la nouvelle de l'ouverture de discussions, au Conseil des ministres de la C.E.E., sur l'éventualité de conférer aux monnaies des pays membres du Marché Commun une plus grande flexibilité par rapport au dollar. Toutefois, la crise a montré également ce qui risque d'arriver quand la politique monétaire des principaux pays est appliquée respectivement avec la même vigueur dans des directions opposées. En outre, ni les Etats-Unis, ni l'Allemagne n'ont eu la satisfaction de pouvoir mettre un terme à l'inflation des salaires par le jeu de restrictions monétaires.

L'Autriche, la Belgique, les Pays-Bas et la Suisse, pays dont les monnaies se sont trouvées entraînées dans les remous de la crise, ont suivi l'exemple de la République fédérale d'Allemagne et fermé leurs marchés des changes le 5 mai. Après avoir envisagé, soit d'assouplir très sensiblement sa politique monétaire, soit d'imposer des contrôles directs sur les entrées de capitaux, soit encore de procéder unilatéralement à une nouvelle réévaluation, l'Allemagne a décidé de laisser le cours du deutsche mark fluctuer librement à partir du 10 mai. Les Pays-Bas ont immédiatement fait de même pour le florin tandis qu'en Belgique le marché réglementé des changes était rouvert sur les mêmes bases que précédemment, mais se voyait plus complètement séparé du marché libre. L'Autriche a réévalué de 5,05% et la Suisse de 7,07%.

Pour un temps, ces décisions ont arrêté et même, dans une certaine mesure, inversé les mouvements antérieurs de fonds. En Suisse, où la Banque Nationale avait acheté \$600 millions le 5 mai avant de fermer le marché des changes, les réserves n'ont, à la fin de mai, dépassé leur niveau du mois précédent que de \$160 millions. Puis, en juin, la position nette des réserves des Etats-Unis s'est améliorée de \$1,2 milliard, tandis que celle de l'Allemagne fléchissait de \$2,3 milliards. En fait, entre le début juin et le 6 août, la Bundesbank a cédé sur le marché des changes un montant brut de \$4,8 milliards, au prix d'une hausse des cours du deutsche mark par rapport au dollar; elle a été amenée, d'autre part, à absorber à la même époque \$2,7 milliards du fait de l'arrivée à échéance des contrats de change à terme.

En dépit de cette évolution, la nervosité a toutefois continué de régner sur les marchés des changes et les événements ont pris bientôt une ampleur telle que ce qui, en mai, était en majeure partie la manifestation d'une pression en hausse sur le deutsche mark, s'est transformé en une crise générale du dollar. Vers la fin de mai, on a appris que la balance commerciale des Etats-Unis s'était fortement détériorée en avril au point de faire apparaître un déficit, qui a persisté durant les mois suivants. S'il est certain que les échanges commerciaux ont été influencés de façon défavorable par une évolution de caractère cyclique — reprise d'activité aux Etats-Unis et récession dans de nombreux autres pays — et également, sans aucun doute, par des conflits du travail aux Etats-Unis, la recrudescence de la spéculation sur les taux de change a contribué, à cette époque, à aggraver la situation en provoquant notamment une accélération des importations. Toutefois, indépendamment de tous ces facteurs cycliques et perturbateurs, il est

indéniable que les résultats du commerce extérieur des Etats-Unis ont été particulièrement médiocres.

Cette faiblesse, dont les résultats du commerce extérieur révélaient la gravité, a été renforcée dans son effet psychologique par le fait que déjà deux pays avaient réévalué par rapport au dollar, tandis que deux autres laissaient le cours de leur monnaie s'orienter librement à la hausse sur le marché. La conviction s'est alors ancrée de plus en plus dans les esprits qu'un bouleversement des rapports entre le dollar et pratiquement toutes les principales autres monnaies risquait de se produire dans un avenir rapproché.

La crise d'août proprement dite a débuté le 6 du mois, lorsque la même conviction a été exprimée dans un rapport rédigé par une sous-commission du Congrès des Etats-Unis. Ce rapport préconisait un réalignement général des taux de change par rapport au dollar pour rétablir la situation et ajoutait que les Etats-Unis risquaient, sinon, de n'avoir pas d'autre choix que de suspendre unilatéralement la convertibilité du dollar. Pour le reste du monde, ces propos sont apparus comme une indication de première main. Au cours de la semaine suivante, les capitaux qui ont cherché refuge auprès d'autres monnaies que le dollar sont venus renforcer les réserves des autres pays de \$3,7 milliards, la plus importante conversion ayant été effectuée en francs suisses pour la contre-valeur de \$1,7 milliard. Les autorités françaises et britanniques ont également été amenées à absorber des quantités appréciables de monnaie américaine, et les avoirs en dollars d'un certain nombre d'autres pays ont enregistré des gains plus faibles. Ainsi, la pression à la baisse exercée par les ventes de dollars a été générale.

Pour satisfaire les demandes de conversion ou de garantie de change en contrepartie des dollars ainsi acquis par les banques centrales, les Etats-Unis ont, durant la première quinzaine d'août, prélevé sur leurs avoirs officiels la contre-valeur de \$1,1 milliard, ce qui portait à \$3,1 milliards le total de leurs pertes de réserves depuis le début de l'année. Ils ont également effectué un tirage en devises d'un montant de \$2,4 milliards sur le réseau de swaps auprès de la Réserve Fédérale. La situation étant cependant devenue intenable, le Président Nixon a, le dimanche 15 août, annoncé la suspension de la convertibilité du dollar.

En même temps, une surtaxe de 10% était appliquée aux produits importés frappés de droits de douane, à l'exception de ceux qui étaient limités par des contingents, et les biens d'équipement importés se voyaient exclus du bénéfice du crédit d'impôt sur les nouveaux investissements. Il fut annoncé que ce dispositif resterait en place aussi longtemps que les autres monnaies ne seraient pas réévaluées dans une mesure suffisante, que les diverses barrières dressées à l'importation de marchandises américaines ne seraient pas assouplies et qu'un accord ne serait pas conclu sur une meilleure répartition des charges de la défense et sur une réforme du système monétaire international.

### **Taux de change flottants.**

Après avoir été fermés pendant une semaine, la plupart des marchés des changes européens ont été rouverts le lundi 23 août. A une exception près, tous les pays d'Europe

avaient décidé de laisser flotter librement le cours de leur monnaie, et le dollar fléchit immédiatement sur ces marchés. Seule la France maintenait son cours de change entre les limites précédentes, mais uniquement dans le cas des transactions commerciales et officielles; pour les autres opérations, il était créé un marché financier distinct où le cours du franc pouvait s'établir librement en fonction de l'offre et de la demande.

Le marché japonais est resté ouvert après le 15 août et, pendant deux semaines, la Banque du Japon a continué d'acheter des dollars au plafond d'intervention. Cependant, tous les grands marchés des changes ayant été fermés à l'exception de celui de Tokyo, un énorme afflux de fonds, provoqué en grande partie par les emprunts des entreprises japonaises à l'étranger et les modifications dans les termes de paiement, submergea subitement le Japon. Malgré un nouveau renforcement du contrôle des changes, la Banque du Japon dut absorber de telles quantités de dollars — près de \$4 milliards — que, le 28 août, les autorités décidèrent de libérer elles aussi le cours de leur monnaie. De ce fait, à la fin d'août, deux choses au moins étaient certaines: le régime des parités fixes était suspendu et un processus d'ajustement, qui s'imposait depuis bien longtemps, était amorcé.

En outre, une troisième certitude se dégagait rapidement des abondantes déclarations officielles à ce sujet: tous les grands pays préconisaient le retour à des taux de change fixes et admettaient que ce retour devait se faire sur des bases nouvelles et plus réalistes. Les opinions divergeaient néanmoins quant à la méthode qu'il convenait d'utiliser pour parvenir à ce résultat et aux conditions dans lesquelles il devait être obtenu. Les Etats-Unis étaient d'avis que le régime de fait des taux de change flottants adoptés presque partout pouvait conduire par lui-même à une nouvelle structure de taux de change d'équilibre, sans requérir une modification de la parité légale du dollar. Il est certain qu'à partir du 15 août le processus de réaligement amorcé au début de l'année s'est progressivement et fortement amplifié. Pour permettre, dans ces conditions, l'établissement de nouveaux cours d'équilibre, les autorités américaines estimaient nécessaire de libérer les forces du marché. Les Etats-Unis faisaient dépendre en outre leur accord sur le réajustement des taux de change et sur la suppression de la surtaxe aux importations de la réalisation de leurs autres objectifs, en ce qui concerne notamment le commerce extérieur. Quelle que soit la valeur de cette position — et les Etats-Unis étaient depuis longtemps déjà d'accord avec les autres grands pays pour préférer les taux fixes — elle n'avait aucune chance d'être suivie d'effets pratiques. N'étant guère disposés à voir leur monnaie s'apprécier trop rapidement et dans de trop fortes proportions, les autres pays ont pris diverses mesures en vue de calmer l'agitation fiévreuse qui régnait sur le marché. A cet effet, ils ont renforcé le contrôle sur les entrées de capitaux. Toutefois, leurs autorités ont, en outre, continué pour la plupart d'acheter des dollars sur le marché chaque fois qu'une telle intervention leur semblait s'imposer. Ce fut notamment le cas de l'Allemagne fédérale et du Japon, dont les réserves brutes se sont renforcées de \$1,7 milliard et \$2,8 milliards respectivement entre fin août et fin décembre 1971. Les réserves du Royaume-Uni ont marqué, elles aussi, une progression considérable durant ces mois.

Les raisons qui ont incité les différents pays à ne pas libérer complètement le cours de leur monnaie sont multiples et faciles à imaginer. En premier lieu, les représentants de divers groupes d'intérêts, tels que les exportateurs, ont manifesté une forte

opposition de caractère politique à l'encontre d'une revalorisation – sous forme de flottement ou de réévaluation – du cours de leur monnaie, et cette opposition a encore été renforcée par le ralentissement de la croissance économique dans la plupart des pays. Une autre raison qui militait en faveur d'une intervention sur le marché a été le fait que les diverses monnaies se sont appréciées de façon inégale par rapport au dollar, de sorte que chaque pays s'est de plus en plus préoccupé de la compétitivité de sa monnaie, non seulement à l'égard de la devise américaine, mais également vis-à-vis des autres monnaies. La plupart des pays estimaient par ailleurs que l'ampleur de la variation du cours de change découlant des pressions spéculatives n'avait qu'un rapport lointain avec le niveau auquel ce cours devait s'établir pour qu'à long terme la balance de base des paiements retrouve une position équilibrée. Enfin, les autres pays repoussaient la thèse américaine selon laquelle le réajustement monétaire ne devait pas s'étendre à la parité du dollar par rapport à l'or. Aussi n'avaient-ils nullement l'intention de laisser flotter leurs monnaies jusqu'au point où le réajustement serait devenu un simple fait accompli.

A côté des inconvénients politiques évidents pour les autres pays, la non-participation des Etats-Unis à un réajustement monétaire soulevait un certain nombre d'objections. On avait fortement l'impression qu'en se refusant à dévaluer leur monnaie, les Etats-Unis – qui avaient déclaré le dollar en état de déséquilibre fondamental – se soustrayaient aux responsabilités que leur imposaient les règles du F.M.I. Il ne s'agissait pas là, comme certains affectaient de le croire, de considérations purement théoriques ou philosophiques, car on s'est vite rendu compte qu'il n'était guère possible de parvenir à un ajustement convenable des taux de change si les pays en état de déséquilibre fondamental refusaient de modifier la parité de leur monnaie. Certains d'entre eux étaient disposés à maintenir leur parité inchangée, en cas de dévaluation du dollar, mais ils écartaient toute idée de modifier eux-mêmes leur parité officielle. L'argument massue en faveur de la dévaluation de la monnaie américaine était qu'en raison de la persistance du déficit des comptes extérieurs des Etats-Unis, le rétablissement de la confiance du marché passait par une amputation de la valeur du dollar. De surcroît, quelques pays estimaient qu'étant donné les pertes qu'ils subiraient sur leurs réserves en dollars à la suite de la réévaluation de leur monnaie, ils avaient droit à une certaine compensation du côté de leurs avoirs en or ou assortis d'une garantie-or.

Comme il est apparu à l'évidence que la négociation sur le retour à des taux fixes était impossible sur la base des conditions proposées par les Etats-Unis et que les milieux d'affaires manifestaient une profonde inquiétude au sujet des perspectives économiques, les autorités américaines assouplirent leur position, ouvrant ainsi la voie à un réajustement négocié des taux. Avant d'entamer cette phase des négociations, il convenait de s'entendre sur l'ampleur de l'ajustement requis par la balance de base des Etats-Unis, lequel permettrait de déterminer les changements de parités. Les autorités américaines ont considéré que, dans l'hypothèse du « plein emploi » aux Etats-Unis et chez leurs principaux partenaires commerciaux, la balance américaine des paiements se solderait, selon les projections, par un déficit global de \$11 milliards en 1972, dont \$4 milliards au titre des transactions courantes, \$6 milliards au titre des dons de l'Etat et des sorties de capitaux privés à long terme – exclusivement en direction d'autres pays que l'Europe occidentale, le Canada et le Japon – et le solde, soit

\$1 milliard, au poste « Erreurs et omissions ». En regard de ce chiffre, il était nécessaire, aux yeux des Américains, de dégager un excédent global de \$2 milliards, non seulement en vue de se ménager une marge de sécurité, mais aussi – ce qui est généralement le but d'une dévaluation – dans l'espoir de s'assurer pendant quelques années un excédent pouvant contribuer au redressement de la situation des réserves. L'effort d'ajustement portait donc sur \$13 milliards. Comme, d'après les projections, les sorties nettes de capitaux officiels et privés à long terme étaient censées avoir été calculées au plus juste, le poids total de l'ajustement de \$13 milliards retombait entièrement sur les opérations courantes.

Prenant le contre-pied de ce point de vue, les experts du F.M.I. et de l'O.C.D.E. ont estimé l'ampleur de l'ajustement à \$9 milliards environ seulement. Ce chiffre plus faible s'explique d'abord par le fait qu'il ne prend pas en considération un excédent de \$2 milliards de la balance américaine des paiements; de plus, il résulte d'un jugement nettement moins pessimiste des experts sur les perspectives d'évolution de la balance des opérations courantes des Etats-Unis en 1972 après ajustement des facteurs conjoncturels. Bien qu'ils aient insisté des années durant auprès des Etats-Unis pour leur demander de mettre de l'ordre dans leurs comptes extérieurs, les autres principaux pays engagés dans le débat ont unanimement donné leur préférence à l'avis formulé par les organisations internationales en ce qui concerne l'ampleur de l'effort d'ajustement à accomplir.

Les négociations sur la nouvelle structure des taux de change commencèrent réellement fin novembre, à l'occasion de la réunion à Rome des ministres des finances et des gouverneurs des banques centrales du Groupe des Dix. A ce moment, les différentes monnaies – à l'exception du franc français commercial – des autres pays du Groupe des Dix s'étaient revalorisées entre 2½% (lire, franc français financier) et plus de 10% (deutsche mark et yen). A Rome, les Etats-Unis firent un pas décisif en direction des thèses des autres membres du Groupe, non seulement en se déclarant disposés à envisager un réajustement se traduisant par une amélioration inférieure à \$13 milliards de leur balance des paiements, mais en acceptant en outre d'assortir ce réaligement d'une dévaluation éventuelle du dollar.

Si aucun accord n'a été conclu à Rome, la voie a toutefois été ouverte aux arrangements intervenus à Washington le 18 décembre 1971. Entre-temps, les monnaies des pays du Groupe des Dix ont continué à se raffermir par rapport au dollar, les Etats-Unis ayant montré qu'ils étaient désormais disposés à dévaluer. Le 17 décembre, le taux d'appréciation de ces monnaies – franc français commercial excepté – s'échelonnait entre 4% environ dans le cas de la lire et près de 12½% pour le deutsche mark et le yen. Quant au franc français commercial, il a été coté ce même jour à New-York – après la clôture du marché de Paris – à 2% environ au-dessus de la parité.

### **L'accord de Washington.**

Le 18 décembre, un accord est intervenu au Smithsonian Institute de Washington sur la suppression par les Etats-Unis de la surtaxe à l'importation ainsi que sur un réaligement des taux de change comportant l'engagement, par les autorités

**Réajustement des principales monnaies,  
5 mai-18 décembre 1971.**

Monnaies	Variation par rapport à l'or	Variation par rapport au dollar	Nouveau taux central ou moyen pour le dollar E.U.	Nouvelles limites inférieure et supérieure par rapport au dollar	
	en pourcentage			en unités nationales pour un dollar E.U.	
Yen japonais . . . . .	+ 7,7	+ 16,9	308,00	314,93	- 301,07
Franc suisse . . . . .	+ 7,1	+ 13,9	3,84	3,9265	- 3,7535
Schilling autrichien . . . . .	+ 5,1	+ 11,6	23,30	23,82	- 22,78
Deutsche mark . . . . .	+ 4,6	+ 13,6	3,2225	3,295	- 3,150
Franc belge . . . . .	+ 2,8	+ 11,6	44,8159	45,8250	- 43,8075
Florin néerlandais . . . . .	+ 2,8	+ 11,6	3,2447	3,3175	- 3,171875
Livre sterling . . . . .	—	+ 8,6	2,60571*	2,5471	- 2,6643*
Franc français . . . . .	—	+ 8,6	5,1157	5,2310	- 5,0005
Lire italienne . . . . .	- 1,0	+ 7,5	581,50	594,6	- 568,4
Couronne suédoise . . . . .	- 1,0	+ 7,5	4,8129	4,920	- 4,705
Dollar des Etats-Unis . . . . .	- 7,9	—	—	—	—

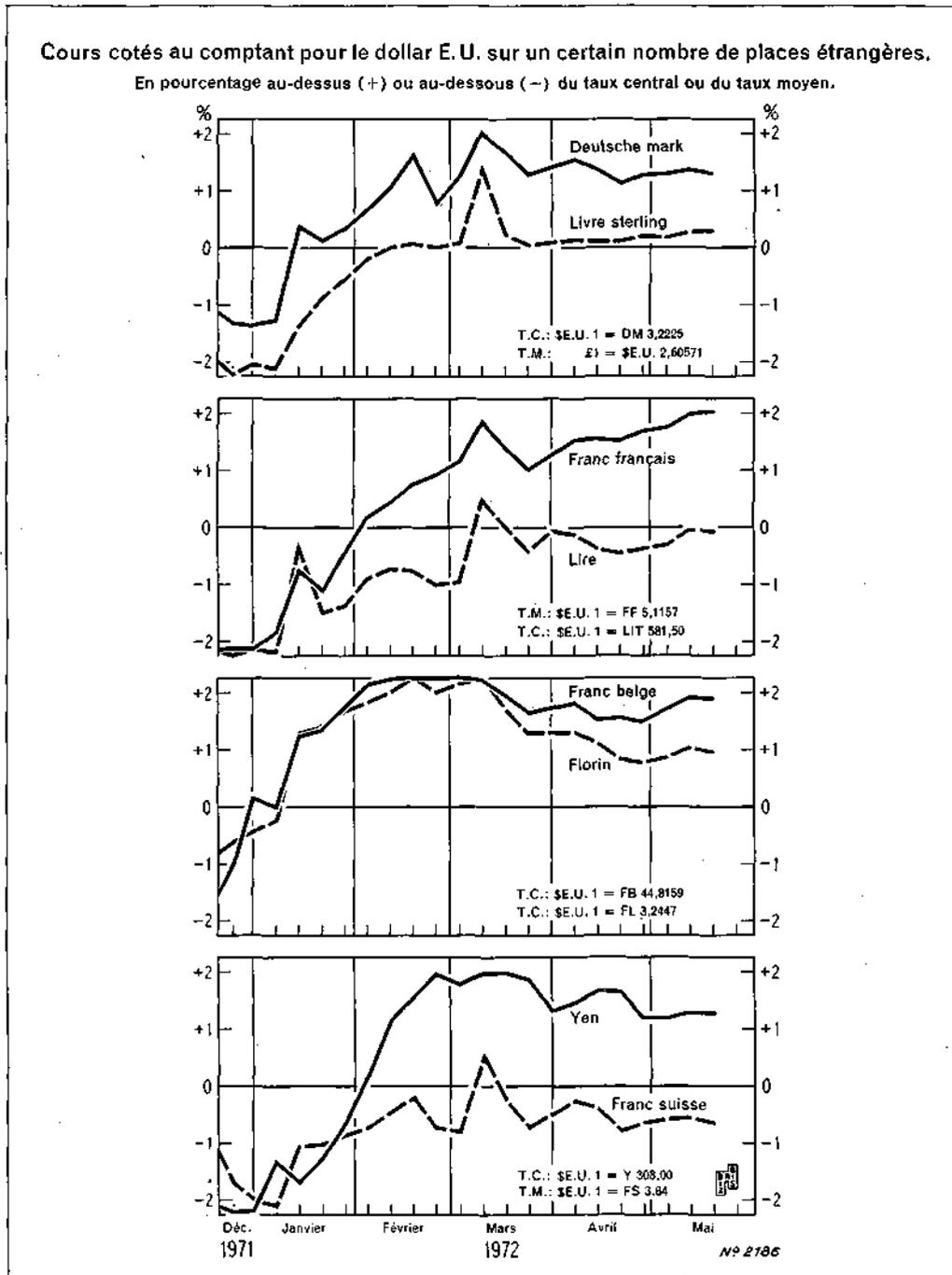
\* Dollars pour une livre sterling.

américaines, de recommander au Congrès une dévaluation de 7,9% du dollar — équivalant à un relèvement du prix officiel de l'or des Etats-Unis de \$35 à \$38 l'once de fin. En outre, quatre autres pays — l'Allemagne fédérale, la Belgique, le Japon et les Pays-Bas — ont accepté de réévaluer leur monnaie par rapport à l'or à concurrence de 4,6% pour le deutsche mark, de 2,8% pour le franc belge et le florin et de 7,7% pour le yen. La France et le Royaume-Uni se sont contentés d'entériner la dévaluation proposée du dollar, tandis que l'Italie et la Suède offraient de dévaluer de 1%. La Suisse décidait de limiter à 6,4% l'appréciation supplémentaire du franc par rapport au dollar. Quant au dollar canadien, il continuait de flotter.

Les Etats-Unis ne pouvant dévaluer leur monnaie en l'absence d'une décision du Congrès, les autres pays qui avaient l'intention de modifier leur parité-or officielle ne l'ont pas fait immédiatement. Ils ont déclaré, en revanche, des «taux centraux» pour leurs monnaies respectives par rapport au dollar, correspondant aux nouvelles parités proposées, tandis que les pays qui maintenaient inchangée la parité-or de leur monnaie adoptaient des «taux moyens» par rapport au dollar. En même temps, il a été convenu que les marges de fluctuation de part et d'autre des nouveaux taux pourraient être élargies de 1 à 2¼% par rapport au dollar, d'où un écart total de 4½%; cet élargissement a été présenté comme ayant un caractère temporaire et facultatif. En fait, les marges élargies ont été immédiatement adoptées par toutes les grandes monnaies. C'est le 3 avril 1972 que le Président Nixon a promulgué la loi autorisant et fixant la modification promise de la valeur au pair du dollar. Puis, le vendredi 5 mai, les Etats-Unis ont officiellement notifié au F.M.I. la nouvelle définition en or du dollar, qui prenait effet le lundi suivant.

**La situation monétaire internationale au lendemain de l'accord de Washington.**

Les premières réactions à l'accord de Washington ont été en général très favorables, car elles traduisaient le soulagement de voir la période de flottement des taux



de change prendre fin. A la réouverture des marchés des changes, les principales monnaies ont toutes été cotées nettement au-dessous de leur nouveau taux par rapport au dollar, et certaines d'entre elles - comme la livre sterling, le franc français et la lire - atteignaient presque leur nouveau cours-plancher. Au début, une partie de l'énorme masse de capitaux spéculatifs qui avaient quitté les Etats-Unis a reflué vers

ce pays, mais ce mouvement n'a pas pris des proportions importantes. L'écart persistant entre les taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis et dans la plupart des autres grands pays explique en partie le fait qu'aucun mouvement de reflux de grande envergure ne se soit produit. Cette évolution divergente des taux s'est même amplifiée pendant les premières semaines de 1972, le loyer de l'argent ayant encore fléchi aux Etats-Unis. De plus, comme les cours des autres monnaies se situaient nettement dans la moitié inférieure de leur marge de fluctuation autorisée de 4½%, l'attente était payante en ce sens qu'elle permettait d'escompter des gains de change appréciables. L'opinion a été même assez souvent émise au début de l'année que, toute considération de taux d'intérêt mise à part, il ne fallait s'attendre à aucun reflux notable de fonds tant que les choses resteraient ce qu'elles étaient.

La situation sur les marchés des changes n'a toutefois pas tardé à évoluer. Dans le courant du mois de janvier, les principales monnaies se sont, pour la plupart, sensiblement raffermies par rapport au dollar, notamment le franc belge et le florin qui, vers la fin du mois, avaient dépassé leur nouveau taux central d'environ 1 point ¾. Loin d'intensifier le retour des capitaux vers les Etats-Unis, cette remontée a déclenché une nouvelle vague de spéculation contre le dollar; c'est ainsi qu'en février et au début de mars le franc belge, le florin, le deutsche mark et le yen ont été portés à leurs nouveaux cours-plafond ou à un niveau très proche. Le fait est que le marché a commencé à s'interroger sur le caractère durable de l'accord de Washington quand il a bien fallu admettre que l'ajustement prendrait beaucoup de temps et qu'en attendant, les banques centrales étrangères risquaient de devoir absorber d'importantes quantités de dollars.

Au bout de quelques semaines, toutefois, le climat s'est considérablement amélioré sur les marchés des changes, et les interventions des banques centrales sont devenues en grande partie superflues. Plusieurs considérations expliquent l'évolution favorable du sentiment du marché à l'égard de la nouvelle structure des taux de change. D'une part, il est apparu nettement que les banques centrales étaient résolues à en appuyer l'application pendant que le processus d'ajustement avait l'occasion de faire ses preuves. Cette certitude se fondait sur la décision prise par les autorités monétaires d'absorber les dollars pouvant être offerts sur le marché dans le cas de mouvements de fonds spéculatifs de quelque importance, et sur les nouvelles mesures prises pour déjouer ces mouvements. Enfin, il a été clairement laissé entendre que, selon toute vraisemblance, la balance américaine des paiements retirerait en définitive des avantages substantiels de la nouvelle structure des taux de change. Dans l'intervalle, le financement du déficit des Etats-Unis pourrait être assuré en grande partie par un reflux de capitaux spéculatifs, sans que les banques centrales aient à intervenir sur une grande échelle pour soutenir le dollar.

\* \* \*

Pour résumer les causes fondamentales à l'origine de l'éclatement de la structure des taux de change l'an dernier, on peut en distinguer trois. En premier lieu, le dollar a commencé à être surévalué lorsqu'au lendemain de la guerre les pays étrangers ont procédé à la reconstruction de leur économie, et qu'ils se sont progressivement acheminés vers de nouveaux records de production et de rendement. Les Etats-Unis ont conservé

une importante avance en matière de productivité, mais les niveaux plus élevés des coûts de production correspondaient de moins en moins à la situation ainsi créée. Ce phénomène a été aggravé dans une certaine mesure par la sous-évaluation de quelques autres monnaies. En second lieu, du fait du conflit au Viêt-nam, l'économie s'est trouvée aux prises avec une demande excessive et avec l'inflation, qui ont sensiblement aggravé la balance commerciale des Etats-Unis. Enfin, comme l'écart se creusait toujours davantage entre les besoins annuels de réserves de l'ensemble des autres pays et la production courante d'or, ce sont les Etats-Unis, en qualité de pays à monnaie de réserve du système, qui ont dû satisfaire la demande résiduelle, héritant ainsi, à due concurrence, d'un déficit de paiements. Il en est résulté que la position de réserve des Etats-Unis et même les actifs de réserve de ce pays ont été de moins en moins en mesure d'assurer la convertibilité du dollar. Par voie de conséquence, non seulement le déséquilibre des taux de change s'est accentué, mais un dilemme s'est posé: il fallait soit changer le prix officiel de l'or par rapport à l'ensemble des monnaies, soit modifier le système or-dollar.

Le système avait déjà, en fait, été modifié à deux égards avant l'année dernière: en mars 1968, le cours de l'or sur le marché libre avait été détaché de sa valeur officielle, après quoi la convertibilité du dollar n'a plus guère existé que pour la forme; puis, en janvier 1970, un nouvel instrument de réserve, les droits de tirage spéciaux, a été mis en vigueur. Enfin, en décembre dernier, il a été procédé à un réaligement des taux de change en vue de remédier à la surévaluation du dollar et à la sous-évaluation des principales autres monnaies.

Le système repose aujourd'hui sur une nouvelle base. Le dollar reste par nécessité inconvertible en or ou en avoirs à garantie-or. Pour les petits pays et les détenteurs privés, le dollar est convertible en d'autres monnaies sur le marché; quant aux grands pays, ils peuvent évidemment dépenser comme ils l'entendent leurs avoirs en dollars mais, pratiquement, ils n'ont que des possibilités limitées de diversifier leurs réserves. En même temps, presque tous les pays ont opté pour les taux de change fixes, en rattachant leur monnaie au dollar inconvertible. En l'état actuel des choses, la croissance des réserves globales dans le système peut être obtenue de quatre façons: par de nouvelles accumulations de dollars, des allocations supplémentaires de D.T.S., un accroissement des positions créditrices auprès du F.M.I. ou par la détention, dans les réserves, de monnaies autres que le dollar.

Des discussions doivent encore avoir lieu au sujet d'autres changements à apporter au système monétaire, mais on ne connaît pas encore avec précision la forme qu'ils pourraient prendre.

## II. EXAMEN DE L'ÉVOLUTION DE LA CONJONCTURE ET DES POLITIQUES ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES.

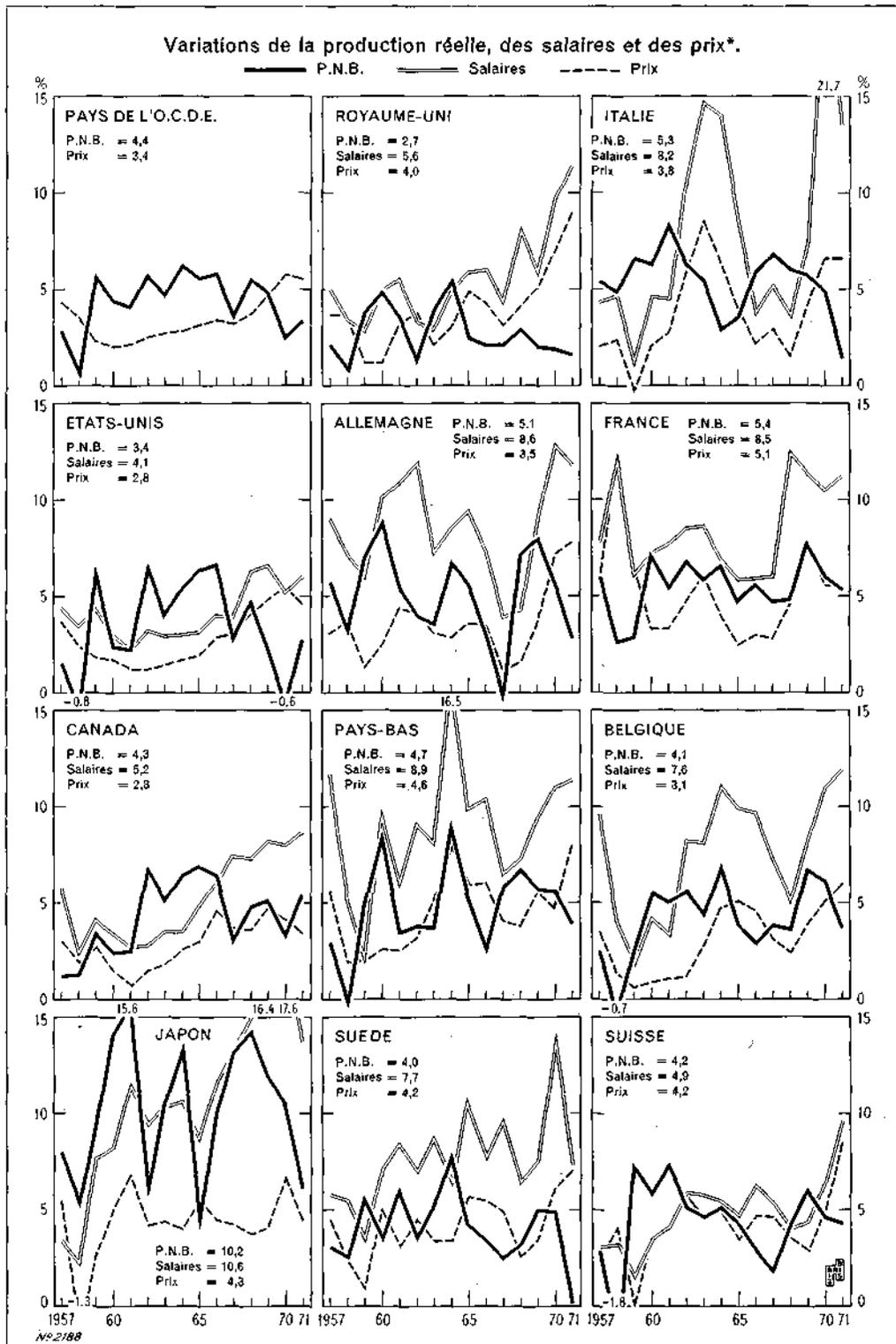
### La situation économique intérieure.

Comme on a pu s'en rendre compte par la suite, les tendances conjoncturelles qui se sont manifestées l'an dernier n'ont été affectées que dans une mesure étonnamment faible par les bouleversements monétaires survenus à l'échelle internationale. Dans la plupart des pays industriels, le ralentissement de la croissance de l'activité économique qui a commencé en 1970 s'est accentué en 1971 et la situation est demeurée morose jusqu'au printemps de 1972. La stagnation relative, bien que généralement plus prononcée qu'en 1967, a été moins marquée et moins étendue qu'en 1957-58. Cette évolution a été constatée au premier chef aux Etats-Unis et au Canada, où le ralentissement intervenu à la fin de l'été 1969 a été suivi d'un début de reprise l'an dernier. Dans certains pays (Belgique, France, Pays-Bas et Suisse), l'expansion en 1971 n'a pas été très inférieure à la tendance à long terme. Toutefois, le recul a été sensible en Allemagne, et encore plus net en Italie, en Suède et au Japon. Au Royaume-Uni, le marasme a persisté.

L'inflation, toutefois, a gardé une vigueur inhabituelle. Pour l'ensemble des pays de l'O.C.D.E., l'indice des prix dérivé du P.N.B. s'est, en 1970 et 1971, tenu en moyenne à 5,6%, niveau nettement supérieur à la moyenne à long terme. Par rapport à l'année précédente, les hausses de prix se sont quelque peu ralenties en 1971 aux Etats-Unis, au Canada et au Japon, mais se sont généralement accélérées — et parfois très fortement — dans les pays d'Europe occidentale.

Le graphique fait ressortir l'évolution comparée des salaires, des prix et de la production. Une accélération des hausses des prix a été généralement associée à une progression des relèvements de salaires plus rapide que la croissance de la production. Le changement manifeste qui, au cours de ces dernières années, a marqué dans de nombreux pays l'évolution habituelle des salaires et des prix par rapport à la production est encore plus significatif. Au cours des années précédentes, on pouvait avoir l'assurance qu'un ralentissement de la production en termes réels, qu'il soit dû à une politique restrictive ou à des facteurs autonomes, amènerait un net recul de l'inflation des salaires et des prix. C'est cette réaction qui a conduit les pays à compter sur la politique de restriction de la demande pour enrayer la vague récente d'inflation.

Les résultats ont toutefois été décevants. Tant aux Etats-Unis qu'au Canada, les salaires ont augmenté beaucoup plus rapidement qu'auparavant et l'inflation des prix a pris d'inquiétantes proportions. L'expérience du Royaume-Uni a été encore plus frappante, étant donné qu'à partir de la fin de 1969, les hausses de salaires et de prix se sont fortement accélérées; des pays comme la Belgique, les Pays-Bas et la Suisse ont constaté de surcroît que le couple salaires/prix réagissait moins que précédemment aux variations de la pression de la demande. En outre, certains pays, tels la France et l'Italie, ont connu des explosions salariales assez soudaines qui ne pouvaient s'expliquer



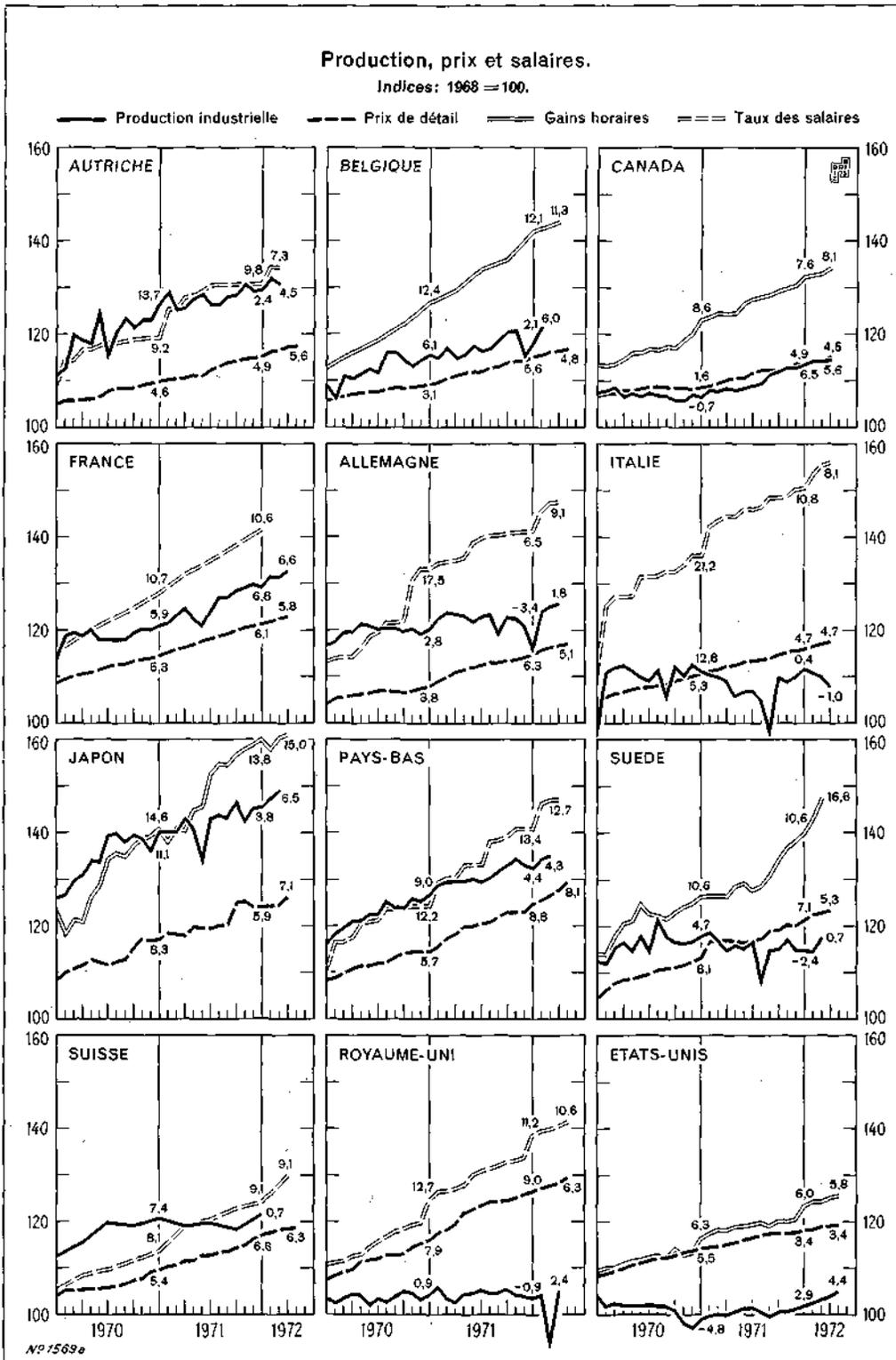
aisément par l'action de ce facteur. En Allemagne fédérale et au Japon, l'évolution relative des salaires et des prix s'est également quelque peu écartée de sa tendance antérieure.

Dans ces conditions, les indicateurs économiques du début de 1972 n'ont pas été d'une lecture très réconfortante. Pour ce qui est de la production industrielle, seuls le Canada et la France ont enregistré un rythme satisfaisant d'accroissement de la production. Aux Etats-Unis et, dans une certaine mesure, en Italie et en Suède, la production s'est accrue, mais les résultats obtenus ont encore été nettement en deçà des maximums précédents. Bien qu'assez soutenu, le rythme de progression a été très lent par rapport au passé dans le cas du Japon, de l'Autriche, de la Belgique et des Pays-Bas et, dans ces deux derniers pays, l'allure est devenue hésitante vers la fin de 1971. Au Royaume-Uni comme en Suisse, la production industrielle s'est pratiquement maintenue au même niveau, tandis qu'en Allemagne une forte reprise au début de 1972 a compensé le lent fléchissement des mois précédents.

Pendant ce temps, le problème du chômage s'est généralisé. Tandis qu'aux Etats-Unis et au Canada le chômage s'était fortement aggravé en 1970, pour s'atténuer faiblement par la suite, il n'est apparu que progressivement en Europe occidentale dans le courant de 1971 et au début de 1972. La situation la plus grave est, de loin, celle du Royaume-Uni, où le nombre des chômeurs a franchi le cap du million au début de 1972. Dans un certain nombre de pays, les licenciements de personnel ont été considérables et ont été liés à des gains de productivité horaire par ouvrier de 5% ou plus.

Simultanément, toutefois, les salaires dans la plupart des pays d'Europe occidentale se tenaient encore, au début de 1972, à quelque 10-15% au-dessus de leur niveau d'un an auparavant. Seules l'Allemagne et l'Italie ont remporté quelque succès dans leurs efforts pour contenir la poussée des salaires et des prix. On n'a guère observé, ailleurs, de ralentissement de la cadence de progression des salaires et, aux Pays-Bas et en Suisse, il s'est même produit une certaine accélération. Même aux Etats-Unis, où des mesures de contrôle des salaires et des prix ont été introduites à la mi-août, il est évident que des revendications de salaires de caractère inflationniste ont résisté jusqu'à présent aux traitements appliqués. Au Canada et au Japon, la pression des salaires ne s'est pas non plus atténuée de façon appréciable.

Dans ces conditions, la hausse des prix à la consommation s'est accélérée dans un certain nombre de pays durant l'année 1971, mais a été un peu moins rapide par la suite. Les principales exceptions ont été les Etats-Unis, le Japon et la Suède, où le ralentissement de l'inflation des prix s'est poursuivi pendant toute cette période. En mars 1972, le taux annuel de progression des prix à la consommation s'est établi à 3,5% aux Etats-Unis tandis que, dans d'autres pays, il s'est échelonné entre 5 et 8%. Aux Etats-Unis et au Canada, les prix de gros ont eu tendance à augmenter au moins aussi rapidement que les prix à la consommation. Dans les autres pays, ils ont généralement progressé un peu moins vite — ou même fléchi — ce qui reflète dans l'ensemble la baisse des cours mondiaux des matières premières (la principale exception étant le pétrole) et, dans un certain nombre de pays, les incidences de la revalorisation de la monnaie.



Note: Les chiffres figurant dans le graphique indiquent les pourcentages de variation sur douze mois.

En ce qui concerne la structure de la demande, le ralentissement de la croissance au cours des deux années écoulées a été dû, dans la plupart des pays, à la moindre expansion des exportations accompagnée, sur le plan interne, d'un net affaiblissement de la formation brute de capital fixe. Parmi les grands pays, les seuls dans lesquels la croissance des exportations n'a pas accusé en 1971 de ralentissement en termes réels ont été le Japon et le Royaume-Uni. Aux Etats-Unis, un recul net des exportations à partir du printemps dernier a contribué à la crise du dollar et entravé la reprise économique. L'augmentation du volume des importations s'est accélérée l'an dernier aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, au Canada et en France. On peut en conclure que le fléchissement général du taux de progression des exportations a été dû essentiellement à l'affaiblissement de la demande de produits importés en Europe continentale et au Japon.

Dans la plupart des pays, les investissements fixes dans l'industrie sont restés au creux de la vague. Tandis qu'au Canada la reprise dans ce domaine a été satisfaisante, aux Etats-Unis le renversement de tendance, après le fléchissement de 1970, a manqué de vigueur. Parmi les pays européens, l'Espagne, l'Italie et la Suède ont enregistré un recul effectif, tandis que l'Allemagne, la Finlande, les Pays-Bas et le Royaume-Uni ont tout juste maintenu le niveau de leurs dépenses d'investissement. C'est seulement en Autriche, en France et en Norvège que les dépenses en capital ont progressé de façon favorable. Les résultats globaux ont reflété en partie l'incidence des politiques restrictives mises en œuvre précédemment, politiques qui, en Europe occidentale, ont été appliquées jusqu'à une date avancée de 1970 et, dans certains cas, jusqu'en 1971. Ils s'expliquent également dans une certaine mesure par le resserrement des marges bénéficiaires résultant de la forte augmentation des coûts salariaux.

La construction de maisons d'habitation a évolué de façon beaucoup moins uniforme. Aux Etats-Unis, elle a vivement progressé, soutenue par une offre abondante de crédit; au Canada a été enregistrée une expansion analogue, bien que moins marquée. Au Royaume-Uni, la construction de maisons a recommencé à augmenter après deux années de recul accentué, tandis qu'en Allemagne, en Autriche et aux Pays-Bas, une forte progression a compensé au moins dans une certaine mesure le fléchissement des dépenses d'installation et d'équipement. En Italie, en revanche, le secteur du logement a été de loin l'élément le plus faible. Dans les pays scandinaves, la construction de logements s'est ralentie sous l'influence des mesures restrictives adoptées antérieurement et de la diminution des arriérés de commandes. En France et en Belgique, aussi, ce secteur a manqué de dynamisme, tandis qu'en Suisse les constructions non prioritaires sont restées soumises à des contrôles directs.

L'une des caractéristiques de ces deux dernières années a été, dans nombre de pays, l'atonie de la demande de consommation des particuliers. Si l'an dernier cette demande a repris de façon satisfaisante au Canada et si, au Japon, elle est demeurée assez soutenue, en revanche elle a été généralement insuffisante aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et dans la plupart des pays d'Europe occidentale.

Le taux élevé de l'épargne des particuliers a été assez surprenant ces dernières années, et diverses raisons ont été avancées pour l'expliquer. On a souligné notamment l'inquiétude suscitée chez les salariés par l'aggravation du chômage et l'augmentation

du nombre des conflits sociaux. Parmi les autres facteurs, on relève le désir de conserver des liquidités «réelles» et la résistance des consommateurs à la hausse des prix. Il se peut également que, pour certains pays, la stagnation dans le secteur de la construction de logements ait affecté les dépenses en appareils ménagers.

Dans la plupart des pays, la consommation du secteur public a constitué un facteur de stimulation en 1971. Aux Pays-Bas, toutefois, les dépenses de cette nature ont été freinées, tandis qu'en Suède leur ralentissement a été le résultat tardif des mesures de restrictions budgétaires mises en œuvre précédemment. Aux Etats-Unis, la consommation du secteur public s'est stabilisée après avoir diminué pendant deux ans.

Dans les derniers mois de 1971 et au début de 1972, pratiquement tous les grands pays ont adopté des politiques budgétaire et monétaire de caractère expansionniste. Dans la plupart des cas, certes, les taux d'utilisation de la capacité de production sont encore relativement bas et il est à prévoir qu'ils le demeureront pendant toute l'année 1972. De plus, on reste en général dans l'incertitude au sujet de l'évolution future des exportations à la suite des rajustements de taux de change. Un danger subsiste néanmoins, celui de laisser l'expansion prendre de l'élan sans que la course des salaires et des prix ait été sérieusement freinée.

#### **Monnaie, crédit et marchés des capitaux.**

Il serait sans doute exagéré de qualifier d'«explosion monétaire» la situation d'ensemble de l'année 1971, mais il est certain que la monnaie et le crédit se sont accrus à un rythme exceptionnellement élevé. Alors que le produit national brut a progressé en général de 8-12% environ en valeur, l'expansion de la masse monétaire (monnaie et quasi-monnaie) a atteint des taux plus proches de 12-16% et, dans plusieurs pays, des pourcentages beaucoup plus élevés encore.

Trois facteurs principaux contribuent à expliquer cette évolution. En premier lieu, les effets fortement expansionnistes exercés par les hausses de prix et de salaires sur les besoins de monnaie et de crédit. En d'autres termes, face à des coûts de plus en plus élevés, dus surtout à la pression des salaires, il a fallu procéder aux adaptations nécessaires pour éviter un ralentissement plus prononcé de l'économie. En second lieu, la nécessité pour les entreprises de reconstituer leur trésorerie, après une très longue période de resserrement monétaire. Enfin l'ampleur des mouvements de capitaux internationaux déclenchés par les incertitudes en matière de change et financés dans une large mesure par l'expansion du crédit aux Etats-Unis. Tous ces facteurs ont donné lieu à un recours étendu au crédit bancaire et à l'emprunt sur le marché des capitaux.

Aux Etats-Unis, la croissance accélérée de la monnaie et du crédit a reposé essentiellement sur un développement des acquisitions de valeurs d'Etat par la Réserve Fédérale, qui a ainsi absorbé l'an dernier \$7,5 milliards de titres contre \$4,2 milliards en 1970. A l'inverse, l'expansion monétaire a été alimentée principalement dans les autres pays par d'importantes entrées nettes de devises, que révèlent, dans le tableau ci-après, les variations des avoirs nets du système bancaire à l'étranger.

Origine et utilisation des ressources.

Pays	Années	Origine de la demande					Ressources		
		Consommation		Formation intérieure brute de capital fixe			Exportations de biens et de services	Importations de biens et de services	Produit national brut
		Secteur privé	Secteur public	Total	Installations et équipement	Logement			
variation de volume, en pourcentage									
Allemagne fédérale	1969	8,0	5,6	12,1	15,7	- 0,2	12,6	16,9	8,0
	1970	6,9	4,3	11,5	13,6	2,9	8,1	15,2	5,4
	1971	5,3	6,1	4,0	3,1	7,7	6,2	9,2	2,8
Autriche . . . . .	1969	3,3	2,6	0,6	2,5	-10,4	16,9	7,7	6,1
	1970	6,0	2,3	11,6	13,8	- 3,2	18,5	18,6	7,8
	1971	7,2	3,6	12,0	.	.	4,7	6,9	5,2
Belgique . . . . .	1969	5,9	6,5	5,6	7,0	1,2	15,9	15,9	6,7
	1970	3,9	4,5	7,0	8,0	3,5	14,1	9,8	6,1
	1971	3,9	5,1	5,1	.	.	4,8	6,3	4,2
Canada . . . . .	1969	5,6	3,2	4,5	2,7	12,1	8,0	11,2	5,1
	1970	2,0	9,6	1,1	4,2	-10,7	9,9	- 0,1	3,3
	1971	6,1	4,5	6,2	4,0	16,1	5,0	9,8	5,4
Danemark . . . . .	1969	9,2	7,6	13,0	10,4	25,8	9,3	13,4	8,4
	1970	4,0	6,4	5,2	6,3	0,4	6,8	8,0	3,0
	1971	1,9	6,5	4,2	5,7	- 3,0	4,0	2,0	3,1
Espagne . . . . .	1969	7,0	5,5	12,3	13,0	9,4	13,5	15,8	7,6
	1970	5,0	6,5	5,3	5,6	3,8	21,1	7,5	6,8
	1971	4,2	5,0	- 1,0	.	.	15,7	4,4	4,9
Etats-Unis . . . . .	1969	3,7	- 0,6	2,5	3,0	0,4	6,1	8,1	2,6
	1970	1,4	- 4,0	- 3,7	- 2,7	- 7,6	7,6	3,1	- 0,6
	1971	3,3	0,1	5,2	0,4	25,9	- 0,2	4,8	2,7
Finlande . . . . .	1969	10,0	4,1	11,7	11,5	12,3	17,6	22,5	10,4
	1970	6,3	6,0	11,8	9,7	19,3	8,5	18,3	8,1
	1971	2,6	4,3	0,9	0,8	1,1	- 1,3	- 0,2	1,2
France . . . . .	1969	6,7	4,4	9,9	11,8	8,5	17,9	22,5	7,7
	1970	4,3	3,8	6,8	7,8	6,1	17,0	8,5	6,0
	1971	6,4	3,2	6,0	6,3	3,0	9,2	9,2	5,3
Italie . . . . .	1969	6,1	3,1	8,1	5,2	14,8	13,6	20,6	5,7
	1970	7,8	1,9	3,4	8,5	- 7,4	- 6,6	17,5	4,9
	1971	2,6	4,2	- 4,9	- 2,2	-11,8	6,5	0,5	1,4
Japon . . . . .	1969	9,4	6,4	17,1	25,3	14,7	20,0	14,4	11,9
	1970	7,6	7,0	13,8	7,0	12,0	16,1	20,8	10,5
	1971	7,9	7,4	7,5	8,3	3,8	18,3	3,1	6,1
Norvège . . . . .	1969	7,8	7,7	- 5,7	- 7,6	3,6	6,9	5,0	5,7
	1970	2,8	0,5	14,7	14,5	15,5	1,4	12,2	3,0
	1971	5,6	3,7	12,1	13,0	8,0	2,9	3,7	4,9
Pays-Bas . . . . .	1969	4,3	2,2	0,5	1,7	- 4,5	15,7	14,6	5,7
	1970	7,4	5,5	7,2	9,1	- 1,0	13,7	15,0	5,6
	1971	3,4	3,9	2,0	0,4	8,3	9,7	6,3	3,9
Royaume-Uni . . . . .	1969	0,3	- 1,3	- 0,8	1,3	- 9,4	10,3	3,9	2,0
	1970	2,9	1,2	1,3	3,8	-10,0	4,8	5,6	1,9
	1971	2,5	3,2	0,6	0,1	2,9	5,6	6,3	1,6
Suède . . . . .	1969	4,2	5,3	4,5	4,9	2,9	12,8	14,2	5,0
	1970	2,2	7,2	3,4	5,2	- 2,6	9,1	9,9	4,9
	1971	- 0,2	4,2	- 2,4	- 1,5	- 5,6	5,2	- 2,4	0,2
Suisse . . . . .	1969	5,2	2,6	7,0	5,8	11,1	12,9	13,0	6,0
	1970	5,3	2,3	8,0	9,2	4,7	8,6	13,7	4,6
	1971	5,5	3,7	7,9	10,0	1,4	2,9	5,4	4,3

Dans les autres pays, les autorités monétaires, face à un sérieux problème de contrôle des liquidités, ont d'une part cherché à ralentir les entrées de devises en agissant sur les taux de change ou en resserrant la réglementation des changes, d'autre part tenté d'en neutraliser les effets en recourant aux instruments traditionnels, tels que le relèvement des coefficients de réserves et les interventions sur l'open market. Dans ces conditions, comme la position extérieure nette à court terme des banques commerciales s'est détériorée dans presque tous les pays, les entrées nettes de fonds qui en ont résulté ont contribué à une très forte expansion de la « monnaie primaire » ou de la base monétaire intérieure (réserves des banques et monnaie en circulation). Simultanément, l'autre contrepartie de la base monétaire (les créances des autorités monétaires sur l'économie interne) s'est réduite ou n'a pas augmenté. Jusqu'à un certain point, cette réduction est intervenue plus ou moins automatiquement, à mesure que les banques utilisaient leur liquidité excédentaire pour améliorer leur position à l'égard de la banque centrale. Mais les créances de l'institut d'émission sur l'Etat ont également diminué, en grande partie à l'initiative des autorités monétaires. Les principales exceptions ont été l'Italie et la Suède, qui ont pratiqué une politique monétaire fortement expansionniste en raison de l'essoufflement de la demande globale.

La situation s'est encore compliquée du fait de la croissance relativement lente des dépôts à terme et d'épargne, en regard de la montée en flèche de la monnaie en circulation et des dépôts à vue. Il faut cependant signaler quelques exceptions notables : l'Allemagne fédérale, la Belgique, les Etats-Unis et la France, où les dépôts d'épargne ont enregistré une progression satisfaisante du fait du maintien de taux de rémunération relativement élevés. De surcroît, on a assisté, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, à un développement spectaculaire des dépôts en compte d'épargne gérés par les établissements de crédit hypothécaire du secteur non bancaire.

Dans le domaine du crédit bancaire au secteur privé, on a noté l'an dernier une très forte expansion des avances, pour les raisons déjà indiquées. Dans certains pays également, et notamment en France, en Suède et au Royaume-Uni, par suite de la suppression du plafonnement des encours bancaires, les demandes de prêt satisfaites précédemment par d'autres voies ont été réorientées vers les banques. De surcroît, en Allemagne fédérale, les concours accordés par le système bancaire national ont relayé de plus en plus l'emprunt à l'étranger. De même, l'expansion des prêts à la consommation a largement contribué à la progression des emprunts du secteur privé en Allemagne fédérale, au Canada, en France et surtout au Royaume-Uni, où les mesures de contrôle sur cette catégorie de crédit ont été levées. Les encours de crédits à la construction de logements se sont très fortement développés en Allemagne fédérale, au Canada, aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, tandis que dans plusieurs pays, dont le Canada, les Etats-Unis, l'Italie et les Pays-Bas, les banques ont mis d'importants moyens financiers à la disposition du secteur privé par le biais de souscriptions aux émissions de valeurs mobilières.

Pour le crédit bancaire au secteur public, la situation a été sensiblement différente d'un pays à l'autre. Au Canada, en Espagne, aux Etats-Unis, au Japon, au Royaume-Uni et en Suède, les autorités s'étaient activement engagées dans la voie des assouplissements budgétaires. D'autre part, les recettes du gouvernement central comme celles

Système bancaire: Evolution de la situation monétaire.

Pays	Années	Variations annuelles des principaux postes					Taux de variation		
		actif			passif		du crédit interne <sup>1</sup>	de la masse monétaire (monnaie et quasi-monnaie) <sup>4</sup>	du P.N.B. en valeur nominale <sup>2</sup>
		Avoirs nets à l'étranger	Crédit interne au secteur public	au secteur privé	Monnaie	Quasi-monnaie			
en milliards d'unités de monnaie nationale						en pourcentage			
Allemagne fédérale .	1969	- 2,98	1,59	51,22	5,96	35,70	12,9	10,6	11,7
	1970	14,65	6,97	44,04	8,79	32,71	11,0	9,5	13,2
	1971	12,19	10,16	59,95	13,30	47,98	13,7	12,9	10,7
Autriche . . . . .	1969	3,26	3,90	19,74	4,69	16,58	14,1	12,0	9,7
	1970	3,45	3,53	23,65	4,29	20,66	14,4	12,5	12,6
	1971	3,30	4,98	32,59	10,84	23,36	17,5	15,3	11,2
Belgique . . . . .	1969	7,50	28,50	16,20	9,80	29,50	9,7	7,7	10,9
	1970	11,20	21,40	27,00	32,20	12,90	9,6	8,2	11,5
	1971	27,70	19,70	37,50	45,40	31,50	10,3	12,9	10,2
Canada . . . . .	1969	0,07 <sup>3</sup>	- 0,89	2,05	- 0,69	1,41	4,7	2,6	10,0
	1970	1,40 <sup>3</sup>	0,46	1,08	1,66	1,59	6,0	11,6	7,5
	1971	1,04 <sup>3</sup>	- 0,18	4,70	3,96	1,16	16,5	16,4	9,1
Danemark . . . . .	1969	- 0,61	- 1,00	6,76	3,05	1,96	11,4	10,4	13,3
	1970	0,29	- 1,26	3,87	- 0,33	2,26	4,6	3,6	10,5
	1971	1,17	- 0,55	6,16	2,90	2,53	9,5	9,8	9,8
Espagne . . . . .	1969	- 17,21	16,97	271,02	89,41	178,88	18,2	18,8	11,4
	1970	46,47	23,22	226,73	41,24	214,49	14,4	15,1	12,3
	1971	83,71	28,15	314,54	175,15	292,55	17,2	24,0	13,3
Etats-Unis . . . . .	1969	1,30 <sup>2</sup>	- 5,70	19,30	7,60	- 12,40	3,0	- 1,2	7,5
	1970	- 2,50 <sup>3</sup>	25,50	13,40	8,10	44,60	8,4	13,4	4,8
	1971	- 1,50 <sup>3</sup>	26,70	32,50	15,80	26,50	11,8	9,5	7,5
Finlande <sup>4</sup> . . . . .	1969	203	- 64	2.096	472	1.478	13,8	13,0	14,2
	1970	341	- 112	2.686	819	1.959	15,4	16,4	11,5
	1971	993 <sup>5</sup>	- 47 <sup>5</sup>	2.588 <sup>5</sup>	691 <sup>5</sup>	1.927 <sup>5</sup>	13,5 <sup>5</sup>	13,6 <sup>5</sup>	9,3
France . . . . .	1969	- 9,35	3,51	22,99	0,76	16,64	10,0	6,1	16,2
	1970	13,71	- 1,42	44,12	23,15	22,13	14,5	15,1	12,0
	1971	17,78	1,77	49,57	26,06	33,79	15,2	17,3	11,1
Italie . . . . .	1969	- 751	1.162	4.285	3.364	1.104	15,2	12,0	10,2
	1970	299	2.544	4.139	6.873	- 518	16,2	15,3	11,8
	1971	487	2.793	4.448	5.111	2.062	15,1	14,9	8,1
Japon . . . . .	1969	802	500	7.336	3.128	4.119	17,0	18,5	16,5
	1970	399	185	8.790	3.077	4.761	16,6	16,9	17,8
	1971	2.341	- 397	13.081	6.334	6.827	20,2	24,3	10,8
Norvège . . . . .	1969	- 0,38	1,27	3,17	1,15	2,57	13,0	10,1	9,1
	1970	1,16	2,73	3,03	1,94	4,28	15,0	15,4	15,2
	1971	0,77	1,46	3,97	1,97	3,92	12,3	12,6	11,9
Pays-Bas . . . . .	1969	0,85	0,26	2,65	1,57	2,18	12,7	11,1	11,7
	1970	2,02	0,23	2,63	2,70	- 0,12	11,1	6,9	10,5
	1971	2,63	- 0,79	3,04	3,91	1,41	7,9	13,3	12,2
Royaume-Uni <sup>4</sup> . . . . .	1969	808	- 822	524	27	476	- 1,4 <sup>4</sup>	3,1	7,2
	1970	786	- 116	1.126	830	756	4,6 <sup>6</sup>	9,7	9,2
	1971	1.889	- 739	1.600	1.055	1.335	3,7 <sup>6</sup>	13,3	10,7
Suède . . . . .	1969	- 1,77	2,80	2,24	- 0,64	1,72	9,2	2,1	8,7
	1970	0,67	- 0,43	2,66	1,48	0,94	3,7	4,6	11,3
	1971	1,36	2,41	4,71	1,64	4,26	11,5	10,7	7,3
Suisse . . . . .	1969	0,57 <sup>7</sup>	1,42	11,45	4,30	11,53	14,6	19,3	9,0
	1970	3,04 <sup>7</sup>	0,33	8,87	4,51	8,85	9,1	13,6	9,8
	1971	4,84 <sup>7</sup>	0,96	8,71	8,08	2,63	8,8	9,6	13,2

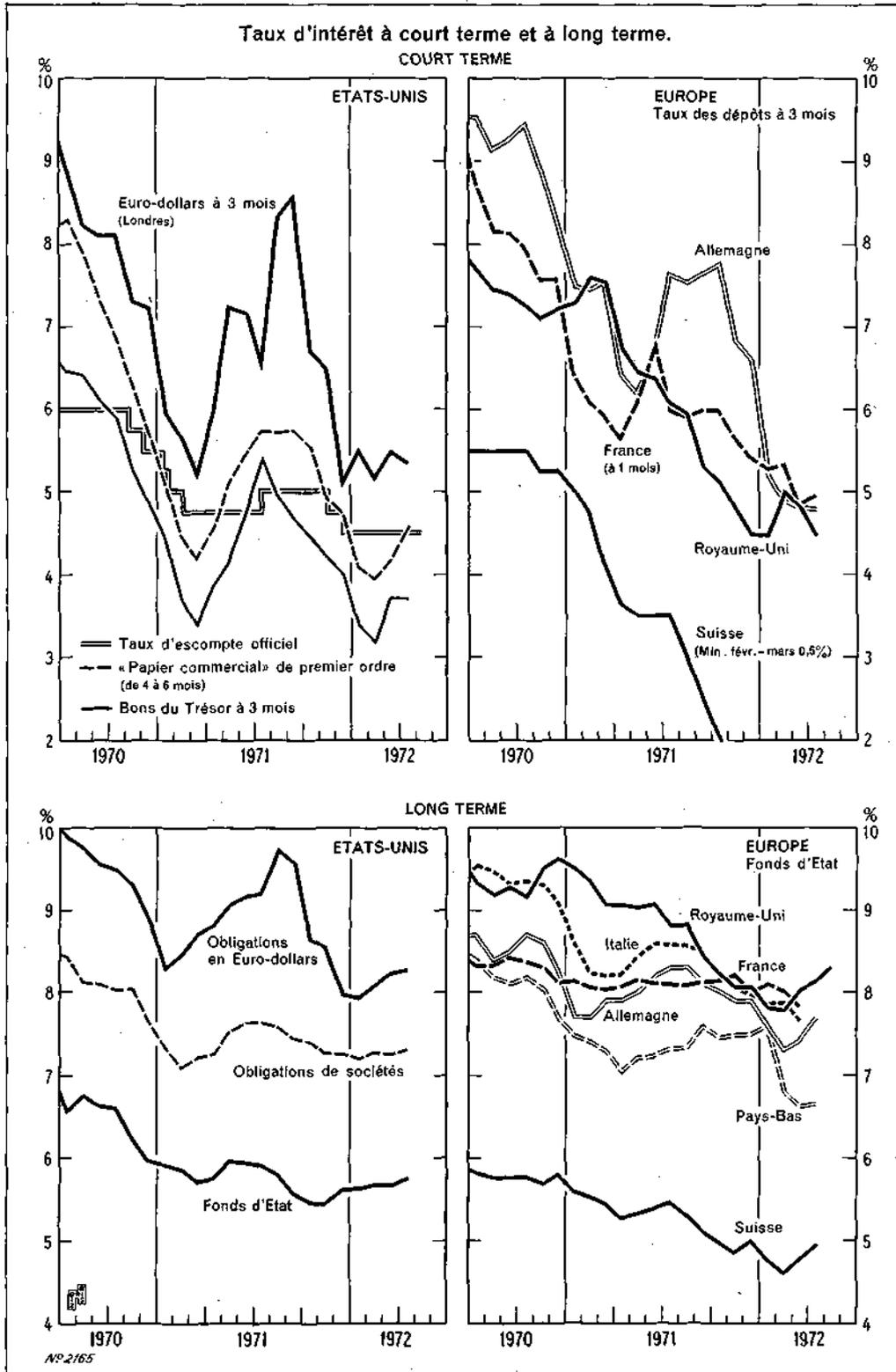
<sup>1</sup> De décembre à décembre. <sup>2</sup> D'année en année. <sup>3</sup> Autorités monétaires seulement. <sup>4</sup> En millions d'unités de monnaie nationale. <sup>5</sup> De novembre à novembre. <sup>6</sup> Estimations. <sup>7</sup> Banque Nationale seulement.

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

des collectivités locales ont eu tendance, dans l'ensemble, à demeurer inférieures aux prévisions, par suite du ralentissement d'activité, tandis que les décaissements se multipliaient en raison de l'ascension des salaires et des prix. En revanche, la grande réceptivité du marché des obligations a permis à nombre de gouvernements de limiter leur recours au crédit à court terme en développant considérablement la collecte de ressources longues. S'il en est résulté une contraction du volume global des concours bancaires au secteur public au Canada, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni, en revanche un facteur de compensation est intervenu en Belgique, aux Etats-Unis et en Suède, sous la forme d'acquisitions, par les banques, de titres d'emprunts publics, d'où un fort accroissement de l'endettement total de ce secteur. En Italie, une nouvelle aggravation sensible du déficit budgétaire a été financée essentiellement par voie d'emprunts à court terme auprès des banques. En Allemagne fédérale, la trésorerie des collectivités publiques a continué de se détériorer l'an dernier, mais il convient de considérer, en contrepartie de cette progression de l'endettement à l'égard du système bancaire en 1970 et en 1971, que les autorités ont, au cours de chacune de ces deux années, déposé auprès de la banque centrale plus de DM 4 milliards de ressources provenant, pour l'essentiel, du fonds de régularisation conjoncturelle. On note également, dans l'ensemble, une certaine reprise des appels de l'Etat aux banques commerciales en Autriche, en France et en Suisse. Au Danemark et en Finlande, en revanche, l'orientation restrictive de la politique budgétaire a été maintenue, et la position du Trésor à l'égard du système bancaire s'est nettement améliorée. Au Japon, où le déficit budgétaire s'est aggravé, les banques de dépôt ont sensiblement accru leurs concours à l'Etat, en grande partie sous forme d'achats de valeurs mobilières; une forte réduction des facilités consenties par la banque centrale n'a pu intervenir que grâce à une expansion notable des emprunts auprès du réseau des caisses d'épargne postales.

Le climat d'expansion qui a caractérisé la situation monétaire l'an dernier s'est généralement accompagné d'une recrudescence des émissions de valeurs mobilières sur les marchés nationaux des capitaux. Les obligations ont été activement recherchées par les banques et par d'autres établissements financiers, qui bénéficiaient d'ailleurs, dans la plupart des cas, d'un afflux record de dépôts. La demande étrangère, elle aussi, a souvent été assez forte, bien que de nombreux pays aient recouru aux techniques du contrôle des changes afin de limiter les achats de titres pour compte étranger. La perspective d'une baisse des taux d'intérêt a peut-être, dans une certaine mesure, poussé le public à acheter des obligations, mais ce facteur ne semble pas avoir été le seul à entrer en jeu.

Aux Etats-Unis, les entreprises ont continué de reconstituer leur trésorerie et de consolider leurs dettes à court terme, de sorte que les émissions d'obligations de sociétés se sont presque maintenues au niveau particulièrement élevé atteint en 1970 et que les augmentations de capital ont progressé en flèche. Dans un certain nombre de pays, et notamment en Allemagne fédérale, au Danemark, au Royaume-Uni, en Suède et en Suisse, les émissions d'actions et d'obligations se sont considérablement accrues. Ailleurs, si la lenteur relative du redressement des cours des valeurs à revenu variable a souvent freiné les placements d'actions, la différence a été plus que compensée par la reprise des émissions d'obligations de sociétés. En Allemagne fédérale et aux Pays-Bas, les émissions d'emprunts hypothécaires ont, elles aussi, vivement progressé.



Dans ces conditions, le gouvernement comme les collectivités publiques ont, dans de nombreux pays, développé également leurs recours au marché des obligations, collectant souvent plus de ressources qu'il ne leur en fallait pour couvrir leurs besoins financiers courants. Le produit de ces emprunts a servi à améliorer leur trésorerie ou, comme en Belgique, à rembourser la dette extérieure. En Italie, pour contribuer à empêcher que les entrées de capitaux ne gonflent la liquidité interne, les autorités ont favorisé le financement, par emprunt sur le marché intérieur, des industries nationales et le remboursement, par ces dernières, des emprunts contractés en euro-monnaies; au Canada, les taux d'intérêt à long terme ont été abaissés et alignés sur les taux en vigueur aux Etats-Unis afin d'encourager les emprunteurs résidents à faire davantage appel aux capitaux d'origine canadienne.

Aux Etats-Unis, le mouvement de baisse des taux d'intérêt à court terme qui a marqué les premiers mois de 1971 s'est renversé entre le début du printemps et le mois d'août mais, par la suite, les taux sont tombés à des niveaux inférieurs à ceux du commencement de l'année. Ailleurs, le fléchissement a été encore plus prononcé au cours de 1971 et les écarts avec les taux américains ont continué de se réduire. Au début de 1972, le reflux attendu de fonds vers les Etats-Unis n'ayant pas encore pris des proportions suffisantes, la tendance à la baisse s'est poursuivie, notamment en Allemagne fédérale, tandis qu'en Suisse la surabondance de l'offre de ressources a été telle que le taux des dépôts interbancaires à trois mois est resté, pendant un certain temps, à environ ½%.

Sur l'ensemble de l'année, la tendance à la baisse des taux d'intérêt à long terme s'est généralement poursuivie. Ce mouvement n'a toutefois revêtu une certaine importance qu'au Royaume-Uni et en Italie, où les taux étaient particulièrement élevés, ainsi qu'en Suisse, où l'afflux de capitaux avait pris une ampleur exceptionnelle. En général, les taux d'intérêt à long terme se sont orientés vers des niveaux très élevés par rapport à ceux des taux à court terme. Au début de 1972, les taux du long terme ont eu tendance à se stabiliser aux Etats-Unis malgré la baisse accentuée des taux à court terme, alors qu'en Europe leur recul s'est poursuivi jusqu'au printemps pour amorcer ensuite un redressement.

Sur le marché international des capitaux, le total des émissions d'obligations étrangères et internationales («euro»-obligations) a fortement progressé, passant de \$4,8 milliards en 1970 à \$6,5 milliards l'an dernier. En ce qui concerne les emprunts étrangers classiques émis sur un seul marché national, leur volume a atteint \$2,8 milliards contre \$2 milliards, cet accroissement étant presque entièrement imputable au développement des émissions sur les marchés européens, suisse en particulier, et reflétant une recrudescence générale, sur le plan géographique, de la demande de capitaux, avec le Canada et le Japon comme principales exceptions. Les émissions internationales sont passées de \$2,8 milliards à \$3,7 milliards, dont près de la moitié ont été collectés par des emprunteurs d'Europe occidentale et plus de 25% par des entreprises américaines. Pour des raisons tenant en partie à des considérations monétaires, le marché primaire des émissions a été particulièrement animé au cours du premier trimestre de 1971, puis l'activité a fléchi sensiblement avant de retrouver un niveau plus normal au dernier trimestre et dans les premiers mois de 1972. Pour l'ensemble de 1971, les émissions en dollars E.U. et en deutsche marks ont représenté respectivement les trois cinquièmes et

**Modifications des taux d'escompte officiels depuis 1970.**

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 %
<b>Afrique du Sud</b>		<b>Espagne</b>		<b>Japon</b>	
27 août 1968 . . . . .	5½	22 juillet 1969 . . . . .	5½	1er septembre 1969 . . . . .	6½
31 mars 1971 . . . . .	6½	23 mars 1970 . . . . .	6½	28 octobre 1970 . . . . .	6
<b>Allemagne fédérale</b>		22 janvier 1971 . . . . .	6½	20 janvier 1971 . . . . .	5½
11 septembre 1969 . . . . .	6	5 avril 1971 . . . . .	6	8 mai 1971 . . . . .	5½
9 mars 1970 . . . . .	7½	22 octobre 1971 . . . . .	5	28 juillet 1971 . . . . .	5½
18 juillet 1970 . . . . .	7			29 décembre 1971 . . . . .	4½
18 novembre 1970 . . . . .	6½	<b>Etats-Unis</b>			
3 décembre 1970 . . . . .	6	4 avril 1969 . . . . .	6	<b>Pays-Bas</b>	
1er avril 1971 . . . . .	5	13 novembre 1970 . . . . .	5½	4 août 1969 . . . . .	6
14 octobre 1971 . . . . .	4½	4 décembre 1970 . . . . .	5½	5 avril 1971 . . . . .	5½
23 décembre 1971 . . . . .	4	8 janvier 1971 . . . . .	5½	15 septembre 1971 . . . . .	5
25 février 1972 . . . . .	3	22 janvier 1971 . . . . .	5	6 janvier 1972 . . . . .	4½
<b>Autriche</b>		19 février 1971 . . . . .	4½	2 mars 1972 . . . . .	4
11 septembre 1969 . . . . .	4½	16 juillet 1971 . . . . .	5		
22 janvier 1970 . . . . .	5	19 novembre 1971 . . . . .	4½	<b>Portugal</b>	
<b>Belgique</b>		17 décembre 1971 . . . . .	4½	1er septembre 1965 . . . . .	3
18 septembre 1969 . . . . .	7½			25 avril 1970 . . . . .	3½
22 octobre 1970 . . . . .	7	<b>Finlande</b>		6 février 1971 . . . . .	3½
10 décembre 1970 . . . . .	6½	26 avril 1962 . . . . .	7		
25 mars 1971 . . . . .	6	1er juin 1971 . . . . .	8½	<b>Royaume-Uni</b>	
23 septembre 1971 . . . . .	5½	1er janvier 1972 . . . . .	7½	27 février 1969 . . . . .	8
6 janvier 1972 . . . . .	5			5 mars 1970 . . . . .	7½
3 février 1972 . . . . .	4½	<b>France</b>		15 avril 1970 . . . . .	7
2 mars 1972 . . . . .	4	9 octobre 1969 . . . . .	8	1er avril 1971 . . . . .	6
<b>Canada</b>		27 août 1970 . . . . .	7½	2 septembre 1971 . . . . .	5
16 juillet 1969 . . . . .	8	20 octobre 1970 . . . . .	7		
12 mai 1970 . . . . .	7½	8 janvier 1971 . . . . .	6½	<b>Suède</b>	
1er juin 1970 . . . . .	7	13 mai 1971 . . . . .	6½	11 juillet 1969 . . . . .	7
1er septembre 1970 . . . . .	6½	28 octobre 1971 . . . . .	6½	19 mars 1971 . . . . .	6½
12 novembre 1970 . . . . .	6	13 janvier 1972 . . . . .	6	23 avril 1971 . . . . .	6
15 février 1971 . . . . .	5½	6 avril 1972 . . . . .	5½	10 septembre 1971 . . . . .	5½
24 février 1971 . . . . .	5½			12 novembre 1971 . . . . .	5
25 octobre 1971 . . . . .	4½	<b>Italie</b>			
<b>Danemark</b>		14 août 1969 . . . . .	4	<b>Turquie</b>	
12 mai 1969 . . . . .	9	8 mars 1970 . . . . .	5½	1er juillet 1961 . . . . .	7½
20 janvier 1971 . . . . .	8	5 avril 1971 . . . . .	5	1er septembre 1970 . . . . .	9
15 avril 1971 . . . . .	7½	14 octobre 1971 . . . . .	4½		
10 janvier 1972 . . . . .	7	7 avril 1972 . . . . .	4		

le quart environ du total, soit à peu près les mêmes proportions qu'en 1970. Après être passés de 8¼% environ en janvier 1971 au niveau record de crise de 9¾% en août, les rendements des obligations internationales en dollars sont retombés, vers la fin de l'année, jusqu'à 8%; ceux des obligations en deutsche marks ont fluctué autour de 8% pendant toute l'année 1971 pour s'inscrire ensuite brutalement en recul et atteindre 7% au début du printemps de 1972. Par la suite, les rendements des émissions en dollars comme en deutsche marks se sont quelque peu raffermis.

**Evolution et politique suivie dans les différents pays.**

*Etats-Unis.* Le programme d'action annoncé le 15 août par le Président Nixon a divisé l'année 1971 en deux parties: celle d'«avant» et celle d'«après». Les mesures

prises ce jour-là dans le cadre du programme visaient à attaquer de front le problème consistant à parvenir au redressement de l'économie dans une situation caractérisée par une poussée continue des prix et des salaires. Même les dispositions ayant trait aux relations avec l'étranger traduisaient l'inquiétude causée par les répercussions de la balance des paiements sur l'économie interne, comme en témoigne l'instauration de la surtaxe de 10% sur les importations.

Cette inquiétude s'était manifestée depuis quelque temps déjà. Malgré la reprise de la production au premier trimestre de 1971, après la grève qui avait paralysé la société General Motors à l'automne, la faiblesse fondamentale de la demande est rapidement devenue perceptible. Le secteur de la construction de logements a constitué le seul élément dynamique de la demande, en raison des taux d'intérêt légèrement plus faibles dont les prêts à ce secteur étaient assortis, et d'une grande abondance de ressources hypothécaires. Devant le manque de confiance des particuliers dans les perspectives économiques, les dépenses de consommation — qui devaient, pensait-on, enregistrer une vive progression — n'ont que très légèrement augmenté à partir de mars, et le pourcentage de l'épargne par rapport aux revenus disponibles des ménages s'est maintenu à un niveau élevé (plus de 8%). Le volume des investissements en capital fixe des entreprises est resté stationnaire; en revanche, le rythme de reconstitution des stocks, qui s'était poursuivi tout au long de 1970, a légèrement baissé, ce qui est d'autant plus étonnant que l'expansion de la conjoncture s'accompagne généralement d'une accélération de ce processus. Les achats, par le gouvernement fédéral, de biens et services de caractère non militaire se sont développés, mais leur progression a été plus faible que la réduction des dépenses au titre de la défense et de l'industrie aérospatiale. L'élargissement du déficit du gouvernement fédéral (\$23,1 milliards d'après les données de la comptabilité nationale pour l'année civile 1971, contre \$13,6 milliards en 1970) s'explique ainsi par une augmentation des transferts ainsi que par les moins-values fiscales liées à l'orientation médiocre de la conjoncture. Enfin, la balance commerciale s'est fortement détériorée, devenant même déficitaire à partir du printemps.

De ce fait, le produit national brut en volume n'a que faiblement progressé au printemps et en été, et ne s'est situé au troisième trimestre qu'à 2,4% au-dessus du niveau atteint douze mois auparavant. La marge de ressources inemployées de l'appareil productif est demeurée très élevée et le chômage s'est stabilisé autour de 6%. Malgré cela, les syndicats ont continué d'exiger des relèvements considérables de salaires, et des augmentations moyennes de près de 12% ont été consenties pour la première année d'application des nouvelles conventions collectives. Si la hausse de l'indice des prix de détail s'est ralentie pendant les huit premiers mois de 1971, il n'en est pas de même des prix de gros, qui ont marqué une progression annuelle de près de 5%.

En face de la poussée continue des salaires et des prix et de l'accélération de l'expansion de la masse monétaire, les autorités se sont inquiétées de voir renaître une mentalité inflationniste. Soucieuses de ne pas compromettre la reprise de la production, elles se sont également rendu compte que certaines mesures restrictives s'imposaient, en raison notamment de l'exode des capitaux. De plus, le volume global du crédit augmentait à une cadence accélérée, reflétant à la fois le développement marqué

**Etats-Unis: Volume net de ressources collectées sur les marchés  
du crédit et des valeurs à revenu variable.**

Instrument de crédit ou secteur	1968	1969	1970 <sup>1</sup>		1971 <sup>1</sup>	
			1er semestre	2ème semestre	1er semestre	2ème semestre
en milliards de dollars						
<b>Demande de ressources:</b>						
Titres du Trésor américain . . . . .	13,4	- 3,6	9,5	16,1	22,5	28,6
Valeurs à revenu variable de sociétés . . . . .	- 0,7	4,8	6,0	7,6	12,3	14,8
Obligations de sociétés privées et obligations étrangères . . . . .	14,0	13,1	18,7	23,5	24,6	14,8
Valeurs des Etats et des collectivités locales . . . . .	9,6	8,1	9,6	14,1	21,0	16,2
Titres hypothécaires . . . . .	27,3	27,9	21,8	29,8	38,4	52,0
Crédit à la consommation . . . . .	11,1	9,3	5,5	3,2	6,6	14,2
Prêts bancaires . . . . .	13,4	15,7	8,3	- 2,9	8,8	14,5
Divers . . . . .	8,9	15,1	13,1	11,2	9,0	3,8
<b>Total . . . . .</b>	<b>96,9</b>	<b>90,4</b>	<b>92,5</b>	<b>102,6</b>	<b>143,2</b>	<b>158,9</b>
<b>Fournies directement par:</b>						
Gouvernement fédéral . . . . .	4,7	2,7	4,2	4,6	2,4	2,0
Système bancaire . . . . .	43,2	16,4	15,3	57,0	57,2	55,5
Autres intermédiaires financiers Secteur privé autre que les organismes financiers <sup>2</sup> . . . . .	34,2	30,1	33,8	43,9	76,6	60,8
Etranger . . . . .	12,3	39,8	29,5	- 15,2	- 21,7	12,7
<b>Total . . . . .</b>	<b>96,9</b>	<b>90,4</b>	<b>92,5</b>	<b>102,6</b>	<b>143,2</b>	<b>158,9</b>
<b>Origine des ressources:</b>						
Monnaie (M <sub>1</sub> ) . . . . .	14,8	7,1	4,5	7,8	19,3	7,9
Dépôts à terme et d'épargne . . . . .	33,7	- 2,4	29,5	80,4	90,4	68,4
Autres créances financières . . . . .	48,4	85,7	58,5	14,4	33,5	82,6
<b>Total . . . . .</b>	<b>96,9</b>	<b>90,4</b>	<b>92,5</b>	<b>102,6</b>	<b>143,2</b>	<b>158,9</b>

<sup>1</sup> Taux annuels ajustés.

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

des nouvelles émissions et des opérations de réacheminement, par lesquelles le secteur privé non bancaire modifiait la composition de ses actifs financiers en arbitrant des instruments du marché contre dépôts à terme et d'épargne. Il ressort du tableau ci-dessus que ce mouvement a été très accentué dès le début du second semestre de 1970 - où les dépôts à terme offraient à nouveau un rendement comparable à celui des instruments du marché monétaire - et s'est poursuivi vigoureusement au premier semestre de 1971.

Les autorités se sont employées à partir d'avril 1971 à soutenir quelque peu les taux du marché monétaire: le rendement des bons du Trésor à trois mois est passé d'un creux de 3,3% en mars à 5,4% en juillet, date à laquelle le taux d'escompte officiel a été porté à 5%. Les rendements à long terme se sont également raffermis, par suite de l'émission d'un volume important de titres nouveaux par les entreprises et les collectivités publiques. Le rythme d'augmentation de la masse monétaire (monnaie et dépôts à vue), qui a été de 10% l'an au deuxième trimestre de 1971, s'est sensiblement ralenti au cours des mois suivants.

Sur le plan interne, la pièce maîtresse du programme du 15 août a été la nouvelle méthode de contrôle des revenus et des prix. Il convient de noter que les nouvelles décisions ont une portée nettement plus grande que les dispositions prises précédemment et, en particulier, que les directives officielles introduites en mars 1971 sur les salaires et les prix dans le secteur de la construction. Les prix et les revenus ont été bloqués pour une période de 90 jours et un Conseil du coût de la vie a été institué en vue de prendre en main la politique des revenus d'une manière plus stable. D'autres organismes ont été créés par la suite pour mettre en œuvre certains aspects particuliers de la politique des revenus; il s'agit principalement du Conseil des salaires, de la Commission des prix et de la Commission des taux d'intérêt et des dividendes.

Durant le mois de novembre, chacun de ces organismes a publié des directives visant à limiter pour 1972 la hausse annuelle des salaires à 5½% (malgré l'opposition des représentants des syndicats), celle des prix à 2½% et celle des dividendes à 4% du montant le plus élevé versé par les entreprises à leurs actionnaires au cours des trois derniers exercices. Etaient exonérés du contrôle les prix des produits agricoles, les exportations et les tarifs de fret maritime ainsi que, en janvier 1972, les salaires des travailleurs du bas de l'échelle (environ 15% des effectifs).

Si le blocage de trois mois a permis de différer effectivement les hausses des salaires et des prix, il n'en reste pas moins que la nouvelle politique sera jugée sur son aptitude à contenir la poussée à plus long terme. En janvier et en février 1972, le Conseil des salaires a été contraint d'autoriser un certain nombre de relèvements sensiblement supérieurs à 5,5% et la forte hausse des prix, de nature saisonnière en partie, des produits agricoles non soumis à contrôle, a également été jugée préoccupante. A noter toutefois que la progression de l'indice des prix de détail s'est ralentie entre août 1971 et mars 1972 par rapport aux sept mois précédents; de plus, l'Administration s'est montrée persuadée qu'une fois absorbés les ajustements consécutifs à la période de blocage, le taux annuel d'inflation continuerait à baisser dans de fortes proportions au cours des mois suivants.

Le volet budgétaire du programme du mois d'août, tout en confirmant l'orientation expansionniste imprimée à la politique financière, ne l'a toutefois pas accentué sensiblement à court terme. La réduction des impôts sur le revenu, l'abolition de la taxe de 7% sur les voitures et l'institution d'un crédit d'impôt sur les nouveaux investissements industriels ont été compensées par la compression des dépenses publiques.

Grâce à l'action directe exercée sur l'inflation des coûts, il a été possible de décharger les autorités monétaires d'une fonction dans laquelle elles se sentaient mal à l'aise, tout en leur permettant de revenir graduellement à une politique de plus grande aisance. A cet égard, elles ont été aidées par l'attitude du marché qui s'attendait à une reprise plus rapide de la production et à un ralentissement de l'inflation sous l'effet des mesures du mois d'août. Les taux d'intérêt se sont inscrits en baisse: à fin octobre, le taux des bons du Trésor est tombé à 4,4% et le rendement des obligations de sociétés privées à 7,8%. Si les taux à long terme ont plafonné par la suite, la détente dans le compartiment à court terme s'est poursuivie. Le taux officiel d'escompte a été ramené en deux étapes (novembre et décembre) à 4½%. A la mi-février 1972, le rendement

des bons du Trésor était tombé à près de 3% et le taux débiteur de base de plusieurs grandes banques à 4½%. Enfin, les réserves libres des banques ont de nouveau dégagé un excédent net et la masse monétaire s'est accrue d'environ 10% en taux annuel au premier trimestre de 1972.

Cependant, devant la vigueur de la demande de crédit et l'affaiblissement persistant du dollar sur les marchés des changes, les autorités ont décidé d'atténuer quelque peu l'orientation expansionniste de la politique monétaire. Les taux d'intérêt à court terme ont amorcé un mouvement de reprise en mars et, au milieu du mois d'avril, le rendement des bons du Trésor à trois mois avoisinait 3,8%, tandis que le taux débiteur de base était monté à 5¼%.

Si donc la politique monétaire a subi une évolution en dents de scie, l'expansion du crédit s'est cependant poursuivie à un rythme accéléré tout au long de l'année 1971. Le montant total des ressources collectées sur les marchés du crédit (\$150 milliards) a dépassé de 50% les précédents records, malgré les résultats médiocres enregistrés sur le plan économique. Les entreprises et les municipalités se sont principalement employées à consolider leur endettement et à renforcer leur position de liquidité y compris, en ce qui concerne les entreprises, la position liquide qu'elles s'étaient

**Etats-Unis: Epargne, investissements et variations des avoirs  
et engagements financiers.**

Rubriques	Années	Ménages	Entre- prises	Etats et collec- tivités locales	Gouver- nement fédéral	Secteur bancaire	Intermé- diaires finan- ciers autres que les banques	Reste du monde*
		en milliards de dollars						
Epargne brute . . . . .	1969	147,0	78,9	- 4,5	5,8	3,5	- 0,2	
	1970	163,5	82,0	- 6,0	- 16,0	3,5	1,5	
	1971	183,1	93,3	- 4,0	- 26,2	3,6	2,9	
Dépenses en capital (-) . .	1969	- 116,7	- 109,2			- 1,0	- 0,8	
	1970	- 112,9	- 109,1			- 1,1	- 0,9	
	1971	- 130,6	- 118,9			- 0,8	- 1,0	
Excédent ou déficit (-) financier . . . . .	1969	30,3	- 30,3	- 4,5	5,8	2,5	- 1,0	0,9
	1970	50,6	- 27,1	- 6,0	- 16,0	2,4	0,6	- 0,4
	1971	52,5	- 25,6	- 4,0	- 26,2	2,8	1,9	2,7
Variations correspondantes des Avoirs financiers . . . . .	1969	55,2	29,6	2,7	12,2	23,5	48,4	10,3
	1970	70,6	21,2	6,5	11,4	40,5	51,4	5,2
	1971	95,7	23,4	13,4	7,7	60,7	76,4	21,7
Engagements financiers (-) . .	1969	- 30,7	- 65,3	- 9,0	- 6,8	- 21,7	- 50,5	- 6,6
	1970	- 20,6	- 50,1	- 12,7	- 26,6	- 38,5	- 51,7	- 4,5
	1971	- 43,1	- 61,5	- 19,3	- 33,4	- 59,0	- 73,3	- 8,3
Ecart . . . . .	1969	5,8	5,4	1,8	0,4	0,7	1,1	- 2,8
	1970	0,6	1,8	0,2	- 0,8	0,4	0,9	- 1,1
	1971	- 0,1	12,5	1,9	- 0,5	1,1	- 1,2	- 10,7

\* Un chiffre négatif indique un accroissement des créances (ou une diminution des engagements) des Etats-Unis à l'égard du reste du monde.

constituée précipitamment à l'étranger en prévision d'une dévaluation du dollar. Ce phénomène ressort du tableau de la page précédente où, en regard du secteur des entreprises, figure une accumulation « inexplicable » de \$12,5 milliards au total d'avoirs liquides en 1971.

La phase d'expansion de l'activité, amorcée en novembre, ne s'est accentuée qu'au printemps. En dépit d'une progression sensible des effectifs employés, le taux de chômage n'a que faiblement régressé, atteignant un peu plus de 5,8% de la population active au premier trimestre de 1972. Les enquêtes auprès des chefs d'entreprise laissent cependant prévoir une forte reprise des programmes d'investissement vers la fin de l'année, et l'élargissement des marges bénéficiaires des sociétés au premier trimestre constitue un facteur encourageant.

Le budget fédéral était censé apporter également un nouveau stimulant à l'expansion. Sur la base des données de la comptabilité nationale, les prévisions budgétaires présentées en janvier tablent sur un déficit de \$35 milliards (chiffres révisés) pour l'exercice se terminant en juin 1972 (au lieu de \$18,4 milliards pour le précédent) et prévoient un déficit de \$28 milliards pour 1972-73. Sur la base du plein emploi, les soldes budgétaires correspondants ressortent d'après les calculs à \$8 milliards de déficit en 1971-72 et font apparaître un léger excédent en 1972-73. Au total, selon les projections officielles, le P.N.B. augmenterait de 9,4% aux prix courants et de 6% en volume en 1972. Si les prévisions de source privée sont quelque peu moins optimistes, elles s'accordent toutes cependant pour prévoir une reprise vigoureuse de l'économie en 1972.

*Canada.* Grâce à l'orientation expansionniste imprimée à la politique budgétaire et monétaire à partir du début de 1970, le Canada a connu une reprise assez vigoureuse de l'activité au cours de l'année écoulée. Comme aux Etats-Unis, le secteur de la construction de logements s'est fortement développé mais, contrairement à l'évolution notée chez son grand voisin, la consommation, les dépenses publiques et les exportations ont également marqué des progrès importants. Pour l'ensemble de l'année 1971, le produit national brut a progressé de 6% en volume, soit à un rythme supérieur au chiffre moyen enregistré sur une longue période. Cependant, en raison des gains élevés de productivité et d'un accroissement sensible de la population active, la situation de l'emploi ne s'est que faiblement améliorée, puisque le taux de chômage, après correction des variations saisonnières, s'est situé à 6,2% au début de 1972, contre 6,9% - niveau record - au cours de l'été 1971. Parallèlement, les prix de détail ont fortement augmenté l'an dernier, sous l'effet en partie de la hausse des prix des denrées alimentaires et en partie du rétablissement des marges bénéficiaires lié au raffermissement de la demande. En outre, les salaires ont continué de progresser à une cadence accélérée, les conventions collectives conclues au quatrième trimestre de 1971 dans l'industrie de transformation ayant prévu des relèvements atteignant en moyenne 9,8%.

Les stimulants fournis par le collectif budgétaire de décembre 1970 ont été renforcés par de nouvelles mesures de relance dans le projet du budget 1971-72 - présenté en juin - puis dans le second collectif budgétaire d'octobre 1971. Ces diverses mesures comprenaient notamment une réduction des impôts sur les revenus des particuliers et des sociétés, un relèvement des provisions d'amortissement, le lancement

**Canada: Volume net de ressources collectées sur les marchés du crédit  
et des valeurs à revenu variable.**

Rubriques	1969	1970	1971
	en millions de dollars canadiens		
<b>Demande de ressources</b>			
Emprunteurs autres que les organismes financiers . . . . .	3.790	2.975	5.010
Consommateurs . . . . .	1.285	670	1.310
Emprunteurs sur hypothèques . . . . .	1.610	1.460	2.355
Administrations provinciales et collectivités locales . . . . .	2.360	2.615	3.100
Gouvernement fédéral . . . . .	290	1.995	2.985
<b>Total . . . . .</b>	<b>9.305</b>	<b>9.615</b>	<b>14.760</b>
<b>Fournies par</b>			
Etablissements financiers canadiens	4.360	2.375	5.910
Prêts . . . . .	870	3.510	4.375
Acquisition de titres <sup>1</sup> . . . . .			
Emprunts directs auprès du public . . . . .	1.775	2.470	3.615
Emprunts à des non-résidents <sup>2</sup> . . . . .	2.300	1.260	860
<b>Total . . . . .</b>	<b>9.305</b>	<b>9.615</b>	<b>14.760</b>

<sup>1</sup> Y compris les achats de valeurs du Trésor par la Banque du Canada.    <sup>2</sup> Comprend à la fois les valeurs libellées en monnaies étrangères et en dollars canadiens achetées par les non-résidents, ainsi que le montant net des investissements directs étrangers au Canada.

de nouveaux programmes de travaux publics, l'accroissement des ressources affectées au logement et la majoration des indemnités de chômage. De ce fait, en deux ans, l'excédent budgétaire de \$605 millions de l'année civile 1969 a fait place en 1971 à un déficit de \$690 millions. De surcroît, comme le gouvernement a intensifié l'octroi de prêts et d'avances l'an dernier, et qu'il a dû de nouveau financer un accroissement — plus faible toutefois qu'en 1970 — des réserves de change, le montant total des besoins financiers s'est chiffré à \$2.160 millions, contre \$1.905 millions en 1970 et un chiffre négatif de \$395 millions en 1969. En réalité, il a emprunté au total — principalement par émission de bons d'épargne — \$2.985 millions de ressources, la différence ayant servi à renforcer sa trésorerie.

Etant donné que toutes les autres catégories d'emprunteurs ont largement multiplié leurs appels au crédit, le total net des encours de prêts s'est élevé à \$14,8 milliards environ, soit une progression de plus de 50% d'une année à l'autre. Tout en étant comparable, en valeur relative, à celle des Etats-Unis, cette expansion est intervenue pendant une période caractérisée par un gonflement des réserves officielles et par une forte augmentation du produit national brut en volume. Du côté de l'offre, la contraction des emprunts à l'étranger s'est poursuivie à un rythme accéléré, conformément aux objectifs poursuivis par les autorités; en revanche, les ressources fournies par les banques, les établissements financiers non bancaires et le marché se sont considérablement développées. Au total, la proportion des crédits d'origine interne a atteint 94%, contre 87% en 1970 et 75% en 1969.

Le problème de l'emploi ainsi que des considérations de taux de change ont amené les autorités monétaires à continuer de stimuler l'activité économique tout

au long de l'année 1971. Le taux d'escompte, qui avait déjà été ramené de 8 à 6% en 1970, a été abaissé en trois étapes l'année dernière pour se situer à 4,75% en octobre 1971. Les avoirs et les engagements des banques commerciales ont augmenté de 19%, les prêts hypothécaires à la construction progressant de près des trois cinquièmes. Les encours envers le secteur des entreprises, qui n'avaient augmenté que de 3% en 1970, se sont développés à un rythme de près de 25% l'an dernier. Compte tenu de la croissance rapide des agrégats monétaires, les autorités se sont néanmoins employées, à partir du milieu de l'année, à exercer une action modératrice, et le ratio de liquidité des banques est revenu à 29% à la fin de l'année, après avoir progressé de 27 à 31% de décembre 1969 à janvier 1971.

Le volume net des émissions de titres (y compris les bons d'épargne canadiens) s'est élevé à \$8,2 milliards, chiffre supérieur de plus d'un quart à celui de 1970 et d'environ deux tiers à celui de 1969. Par rapport à la situation notée deux ans auparavant, des modifications importantes se sont produites dans la structure des prêts et des emprunts. Les émissions en monnaies étrangères sont tombées de \$1,7 milliard à \$0,4 milliard tandis que celles en dollars canadiens sont montées en flèche, passant de \$3,3 milliards à \$7,8 milliards; ce changement représente un succès important pour les autorités qui s'efforcent de favoriser les emprunts internes au détriment des crédits collectés à l'étranger. L'accroissement du volume des émissions lancées depuis 1969 a été presque entièrement le fait du secteur public, les entreprises n'ayant que peu développé leurs appels au marché.

L'évolution comparée des taux d'intérêt au Canada et aux Etats-Unis a subi des changements importants l'année dernière, voire au cours des deux dernières années. Après avoir atteint leur plus bas niveau en avril 1971, les taux canadiens à court terme ont suivi l'accroissement des taux américains jusqu'en août 1971, tout en se situant au-dessous de ces derniers. Pendant quelques semaines, ils se sont raffermis un peu plus que les taux américains puis, à la suite de la réduction du taux d'escompte fin octobre, ils ont eu tendance à s'aligner de nouveau sur ces derniers, qui s'inscrivaient encore en baisse. En ce qui concerne les taux à long terme, l'écart en faveur du Canada a diminué — et même disparu — au début de 1971, et la nouvelle structure s'est maintenue par la suite. Cette évolution dans le rapport entre les taux pratiqués dans les deux pays a permis aux autorités canadiennes de freiner les entrées de capitaux et d'empêcher le dollar canadien de s'apprécier dans de trop fortes proportions.

La politique budgétaire doit rester modérément expansionniste. Le budget de l'exercice 1972-73, présenté en mai 1972, prévoit une légère augmentation des retraites, un élargissement des provisions d'amortissement et, à partir de 1973, une réduction de l'impôt sur le revenu des sociétés. Compte tenu d'une accélération conjoncturelle des rentrées fiscales, le déficit budgétaire devrait, selon les estimations, fléchir de \$600 millions à \$450 millions.

*Japon.* Alors que, pour la plupart des économies, un taux annuel de croissance de 6,1% serait jugé très satisfaisant, voire franchement enviable, un tel résultat s'est accompagné l'an dernier au Japon d'une phase de décélération marquée par une baisse

de 50% du rythme d'expansion. Avec une progression de 7,5% seulement du total des investissements en capital fixe – contre un taux annuel moyen deux fois supérieur enregistré sur une période plus longue – les dépenses d'équipement du secteur privé se sont accrues dans des proportions relativement faibles tandis que le rythme de reconstitution des stocks n'a atteint que la moitié environ du chiffre habituel. Le taux de croissance de la consommation des ménages n'a en revanche guère varié et s'est établi à 7,9%; quant aux exportations de biens et services, leur expansion, en volume, est toujours aussi phénoménale, avec un taux s'inscrivant à 18,3%. A l'inverse, les importations ont augmenté de 3% seulement.

Le trait caractéristique du ralentissement de 1971 est davantage le résultat du jeu des forces autonomes de l'évolution cyclique des investissements que d'une politique délibérément restrictive, bien que des efforts aient été déployés pour contenir l'inflation. A la fin de 1971, les salaires avaient monté de 13,8% par rapport à l'année précédente, accusant ainsi la hausse la plus faible depuis 1967. Les prix de détail ont également augmenté un peu moins rapidement tandis que les prix de gros ont, en fait, fléchi quelque peu. La hausse de l'indice des prix dérivé du P.N.B. (4,4%) a été très proche du taux moyen de progression enregistré sur une période prolongée.

L'économie n'a réagi qu'avec lenteur à l'assouplissement progressif des moyens d'action mis en œuvre par les autorités à partir d'octobre 1970. Le budget de l'exercice 1971-72 a, dès le début, été relativement expansionniste et en juin, puis en octobre, de nouvelles doses de stimulants financiers ont été administrées à l'économie, principalement par des investissements publics; il en est résulté que, pour l'exercice s'achevant en mars 1972, l'Etat a émis en fin de compte pour Y 1.220 milliards d'obligations, soit près de trois fois le montant initialement prévu. Malgré tout, le taux de croissance de l'économie a encore été bien loin d'atteindre les 10% escomptés à l'origine. Bien que le processus d'ajustement conjoncturel des stocks ait vraisemblablement été achevé en automne 1971 et que les chefs d'entreprise aient semblé faire preuve de plus d'optimisme dans leurs prévisions d'investissements en biens d'équipement, le flottement du yen et les incertitudes qui en découlaient ont suscité une certaine inquiétude dans les milieux d'affaires. Enfin la réévaluation elle-même est venue assombrir les espoirs de reprise en laissant présager un tassement de la demande globale. En l'occurrence, toutefois, la persistance d'un énorme surplus commercial est devenue un problème embarrassant, car elle soulève de nouvelles questions sur la rapidité avec laquelle les autorités s'emploient à ajuster la demande interne pour parvenir à réduire l'excédent extérieur.

Par conséquent, les programmes de dépenses budgétaires pour l'exercice s'achevant en mars 1973 ont été de nouveau sensiblement accrus et nécessiteront, estime-t-on, le placement d'environ Y 1.950 milliards d'obligations. Etant donné que les pouvoirs publics prévoient – et espèrent – un ralentissement de la cadence de développement des exportations et qu'ils s'attendent seulement à une lente expansion des dépenses d'équipement du secteur privé lorsque la marge actuellement disponible de capacité de production aura été résorbée, l'occasion a été mise à profit pour lancer un programme de développement des dépenses d'infrastructure et des réalisations de caractère social, dont la nécessité se faisait sentir depuis longtemps; cet effort doit être poursuivi dans

les années qui viennent. Ces mesures ne produiront probablement les effets souhaités qu'au bout d'un certain temps et, pendant les premiers mois de 1972, on n'a guère pu déceler d'accélération sensible de l'activité; il faudra probablement attendre le troisième trimestre pour voir une reprise s'affirmer, et près de deux ans se seront écoulés depuis le début de la récession, bien que le Japon ne soit pas le seul pays à connaître une période de stagnation prolongée.

Le taux d'escompte officiel a été abaissé de 1 point  $\frac{1}{2}$  au total en cinq étapes, entre octobre 1970 et la fin de 1971, pour être ainsi ramené à  $4\frac{3}{4}\%$ . En août, la suppression progressive du régime des taux préférentiels appliqués au refinancement des crédits à l'exportation a été menée à son terme. Ces mesures concordaient avec la nécessité de stimuler l'activité du marché intérieur et de réduire l'excédent des paiements extérieurs. Le taux de l'argent au jour le jour, qui était monté jusqu'à  $8\frac{1}{2}\%$  en 1970, a atteint un creux de 5% en janvier 1972.

L'énorme excédent de la balance des paiements a été directement responsable, en 1971, d'un cinquième environ de l'expansion de la masse monétaire — la plus forte depuis 1955, avec un taux de 30%. Ce surplus a aussi déterminé un accroissement considérable de la liquidité bancaire, qui a permis aux encours des banques de progresser de 25% durant l'année. Enfin, une comparaison entre 1971 et 1970 fait ressortir une augmentation de 41% du total net des prêts de toutes catégories consentis aux secteurs non financiers, en majeure partie au profit des entreprises et du secteur public, surtout sous la forme de crédits bancaires dans le premier cas et d'émissions d'obligations dans le second.

La détente du marché a permis aux banques commerciales d'éteindre pratiquement d'un seul coup la lourde dette qu'elles avaient depuis fort longtemps à l'égard de la Banque du Japon. Les autorités ont, en outre, procédé à d'importantes cessions nettes de fonds d'Etat, sans pour autant renverser l'orientation générale de leur politique. En effet, la liquidité était si abondante que la Banque du Japon a été à court de valeurs mobilisables pour pouvoir éponger les disponibilités excédentaires; pour combler cette lacune, elle a créé en août un nouvel instrument qui a pris la forme d'effets dont l'institut d'émission était à la fois le tireur et le bénéficiaire.

En décembre, un comité consultatif auprès du ministre des finances a mis au point un projet de réforme du régime des réserves obligatoires, et ses recommandations ont été adoptées par la suite. Cette réforme étend l'obligation de réserve à certains établissements financiers qui n'y étaient pas assujettis jusqu'alors, et relève les limites maximales des coefficients de réserve; elle prévoit en outre la possibilité d'asseoir les réserves sur l'accroissement des dépôts plutôt que sur le volume global des exigibilités bancaires et l'institution d'un coefficient spécial qui pourra s'appliquer, à concurrence de 100%, aux comptes en yens de non-résidents. Cette dernière mesure illustre la nécessité devant laquelle se sont trouvées les autorités monétaires d'ajuster leur politique en fonction de facteurs extérieurs du genre de ceux que l'économie japonaise a connus pour la première fois en 1971.

Cette récession conjoncturelle a entraîné un amenuisement considérable des bénéfices industriels et commerciaux en 1971 mais, en raison de la contraction concomitante des dépenses d'investissement, le secteur des entreprises a enregistré un

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

Postes	Années	Secteur des entreprises	Secteur des ménages	Etat	Entreprises du secteur public et collectivités locales	Système bancaire	Autres établissements financiers	Reste du monde <sup>1</sup>
Excédent ou déficit(—) financier . . . . .	1969	— 3.455	5.180	380	— 1.340			— 765
	1970	— 4.510	5.750	1.050	— 1.580			— 710
	1971	— 4.090	7.530	830	— 2.235			— 2.035
<i>Variations correspondantes des avoirs et des engagements financiers<sup>2</sup></i>								
Monnaie et dépôts à terme	1969	3.065	6.525	— 1.190	220	— 5.235	— 3.395	
	1970	3.670	6.715	— 1.400	210	— 5.685	— 3.510	
	1971	8.225	8.185	— 1.820	255	— 10.755	— 4.086	
Créances sur les compagnies d'assurance et les fonds de placement . .	1969	165	1.815	— 280	5	10	— 1.705	
	1970	185	2.175	— 360	10	25	— 2.035	
	1971	375	2.590	— 475	5	5	— 2.505	
Valeurs mobilières (en chiffres nets) . . . .	1969	— 445	1.045	— 75	— 880	255	335	
	1970	— 770	1.420	340	— 820	125	— 65	
	1971	— 500	1.745	410	— 1.355	— 785	815	
Prêts . . . . .	1969	— 7.865	— 2.715	1.705	— 650	4.650	4.875	
	1970	— 9.420	— 3.240	2.115	— 965	5.700	5.810	
	1971	— 13.620	— 3.825	2.490	— 1.135	9.530	6.555	
Réserves officielles . . . . .	1969							— 220
	1970							— 280
	1971							— 3.775
Autres créances sur l'étranger (nettes) . .	1969	— 210	—	165	— 20	525	—	— 595
	1970	— 85	—	170	— 15	220	10	— 525
	1971	— 1.130	20	185	— 5	— 760	25	1.740
Transactions diverses <sup>3</sup> . . . . .	1969	1.830	— 1.485	55	— 20	— 200	— 120	50
	1970	1.910	— 1.320	185	— 30	— 385	— 210	100
	1971	2.560	— 1.185	45	—	2.765	— 810	—

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

Source: Banque du Japon.

déficit financier qui, avec Y 4.090 milliards, a été un peu moindre que celui de 1970, quoique l'un des plus élevés dans l'histoire de l'économie japonaise. Comme on l'a déjà indiqué, les entreprises ont contracté auprès des banques et autres établissements financiers d'importants emprunts qui leur ont notamment permis de renforcer leurs dépôts en banque de Y 8.225 milliards et de reconstituer ainsi largement leur trésorerie, comprimée à l'extrême pendant la première phase du resserrement monétaire. La position financière du secteur des entreprises a aussi bénéficié directement des entrées de capitaux étrangers, reflétant probablement un accroissement net des règlements anticipés d'exportations, en dépit des mesures prises pour limiter cette pratique. Dans le même temps, le volume net des ressources fournies au secteur par l'émission de valeurs mobilières n'atteignait que le chiffre modeste de Y 500 milliards. Par contre, l'endettement des entreprises du secteur public et des collectivités locales sur le marché financier s'est accru de Y 1.355 milliards, contre Y 820 milliards l'année précédente.

Enfin, l'excédent du secteur des ménages a enregistré une progression exceptionnellement forte, qui s'est traduite en grande partie par une expansion des dépôts bancaires.

Fin mai 1972 a été ébauché un vaste programme visant à la réalisation d'un meilleur équilibre interne et externe.

*Royaume-Uni.* Au début de 1971, les autorités ont encore fait preuve d'une certaine prudence dans l'assouplissement de leur politique monétaire et financière. La conjoncture demeurait particulièrement faible et la balance des paiements se soldait par un excédent considérable mais, comme le mouvement ascensionnel des salaires et des prix se poursuivait à un rythme annuel supérieur à 10%, les pouvoirs publics se montraient soucieux de ne pas l'aggraver par une expansion trop précipitée de la demande. En outre, ils s'attendaient à une nouvelle accélération des dépenses de consommation.

Le budget présenté fin mars prévoyait un allègement de £550 millions de la fiscalité directe et indirecte; en même temps, les directives sur le crédit bancaire étaient assouplies pour permettre aux banques d'accroître leurs prêts en sterling de 2½% par trimestre. Enfin, le taux d'escompte officiel était ramené à 6%; si cette réduction d'un point entier avait pour but principal d'endiguer les afflux de capitaux de l'étranger, elle s'accordait aussi avec la stratégie budgétaire menée sur le plan intérieur.

Ces mesures devaient, selon les prévisions, permettre à la dépense finale de progresser de 4% au total en termes réels entre le premier semestre de 1971 et celui de 1972. Or, la faiblesse de la demande avait été sous-estimée au moment de la présentation du budget en raison notamment des retards intervenus dans l'analyse des indicateurs économiques, du fait de la grève des postes au premier trimestre de 1971. Au cours des six premiers mois, les dépenses réelles des consommateurs qui, d'après les prévisions, auraient dû s'accroître de plus de 1% par rapport au semestre précédent, ont en fait fléchi de ¼% et, comme les investissements du secteur privé se ralentissaient également, le produit intérieur brut a baissé de 1%. Non contentes de réduire leurs dépenses en capital, les entreprises procédaient au licenciement de la main-d'œuvre excédentaire et relevaient leurs prix, de sorte qu'une aggravation soudaine du chômage a empêché toute progression des revenus globaux des ménages, qui ont vu leur pouvoir d'achat amputé par la hausse des prix.

Alors même que cette évolution prenait forme, les perspectives d'un infléchissement de la courbe des salaires et des prix se sont quelque peu améliorées. En mars, le gouvernement, fermement décidé à s'opposer à toute demande d'augmentation massive des salaires dans la fonction publique, a marqué un point avec l'échec de la grève des postes et, vers le milieu de l'année, à l'instigation de la Confédération de l'Industrie Britannique (C.B.I.), deux cents des principales entreprises affiliées se sont engagées à limiter à 5% la hausse des prix de leurs produits durant les douze mois à venir.

Les autorités ont, en conséquence, décidé d'administrer de nouveaux stimulants à la demande. A partir du 20 juillet, toutes les restrictions frappant le crédit à la consommation ont été levées et les taux de la taxe unique sur le chiffre d'affaires ont été réduits d'environ 18%. En outre, pour encourager les investissements, le montant de la première annuité d'amortissement déductible des revenus imposables des sociétés

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

Postes	Années	Secteur public	Secteur étranger <sup>1</sup>	Secteur des ménages	Sociétés industrielles et commerciales	Banques	Autres établissements financiers
		en millions de livres sterling					
Epargne, plus transferts nets de capitaux . . . . .	1969	4.107		2.058	3.526		218
	1970	4.971		2.443	3.274		271
	1971	4.209		2.864	4.043		303
Formation intérieure brute de capital (—) . . . .	1969	— 3.754		— 1.165	— 3.883		— 554
	1970	— 4.109		— 1.265	— 4.261		— 596
	1971	— 4.636		— 1.588	— 3.952		— 565
Excédent ou déficit (—) financier . . . . .	1969	353	— 443 <sup>2</sup>	893	— 357		— 336
	1970	862	— 611 <sup>2</sup>	1.178	— 987		— 325
	1971	— 427	— 952 <sup>2</sup>	1.076	91		— 262
<i>Variations correspondantes des avoirs et des engagements financiers<sup>3</sup></i>							
Prêts des banques . . . . .	1969	155	— 4.859	77	— 664	5.271	20
	1970	— 402	— 2.539	— 59	— 1.125	4.206	— 81
	1971	445	— 2.255	— 576	— 731	3.535	— 418
Espèces et dépôts en banque . . . . .	1969	— 130	4.734	381	— 130	— 5.040	185
	1970	— 197	3.328	937	333	— 4.663	272
	1971	— 205	3.358	1.151	1.096	— 5.507	107
Flux monétaire total <sup>4</sup> . . . . .	1969	743	— 743				
	1970	1.287	— 1.287				
	1971	3.228	— 3.228				
Emprunts et investissements à l'étranger . . . . .	1969	30	— 214		202		— 18
	1970	297	— 144		— 112		— 41
	1971	368	33		— 358		— 33
Titres négociables de la dette publique . . . . .	1969	203	42	78	— 12	— 592	281
	1970	— 280	44	— 227	9	140	314
	1971	— 3.700	473	454	— 1	1.383	1.391
Titres non négociables de la dette publique . . . . .	1969	— 211	59	— 235	375	14	— 2
	1970	326	— 32	— 50	— 231	— 21	8
	1971	— 172	— 28	396	— 184	— 16	4
Dette des collectivités locales . . . . .	1969	— 601	29	230	— 84	312	114
	1970	— 538	— 38	— 75	— 119	483	287
	1971	— 657	81	— 217	25	772	— 4
Créances sur d'autres établissements financiers <sup>5</sup> . . . . .	1969		— 2	2.534	56		— 2.588
	1970		51	3.414	— 10		— 3.455
	1971		57	4.219	— 22		— 4.254
Actions et autres valeurs mobilières <sup>6</sup> . . . . .	1969	13	114	— 352	— 175	26	374
	1970	6	— 108	— 753	125	67	663
	1971	85	128	— 1.184	— 130	180	921
Autres emprunts nationaux <sup>7</sup> . . . . .	1969	146		— 953	— 241	— 8	1.056
	1970	154		— 1.335	— 288	39	1.430
	1971	65		— 1.946	25	91	1.765
Postes non identifiés . . . . .	1969	5	387	— 867	316		259
	1970	199	114	— 674	431		47
	1971	126	429	— 1.221	371		— 179

<sup>1</sup> Un chiffre négatif correspond à une augmentation des créances (ou à une diminution des engagements) du Royaume-Uni à l'égard du reste du monde. <sup>2</sup> Balance des biens et des services. <sup>3</sup> Un signe moins correspond à une diminution des avoirs ou à une augmentation des engagements. <sup>4</sup> Correspond au total du financement officiel du secteur étranger. <sup>5</sup> Ressources nettes des fonds d'assurance-vie et de retraite, et dépôts auprès d'autres établissements financiers. <sup>6</sup> Y compris les transactions sur des parts de fonds de placement (unit trusts). <sup>7</sup> Principalement les emprunts pour achats de logements.

Source: Banque d'Angleterre.

a été porté de 60 à 80%, pour les projets réalisés avant le 1er août 1973; d'autre part, le taux de 100% («amortissement libre») qui, dans les régions insuffisamment développées, s'appliquait déjà aux industries de transformation, a été étendu aux activités de service. Le lancement de nouveaux programmes de travaux publics a également été annoncé. Dans le domaine des prix, le gouvernement s'est félicité de l'initiative de la C.B.I. et a demandé aux industries nationalisées de suivre leur exemple en limitant à 5% les augmentations de prix au cours des douze mois à venir.

D'autres mesures ont été décidées en automne. Postérieurement au 15 août, les autorités ont laissé la livre sterling s'apprécier quelque peu; certaines mesures de contrôle ont été prises pour mettre un frein aux entrées de fonds de caractère spéculatif et, dans les premiers jours de septembre, le taux d'escompte officiel a été réduit de 6 à 5%. Ce mois a été ensuite marqué par l'entrée en vigueur de la réforme du contrôle du crédit bancaire, qui institue un nouveau système de coefficients de réserve applicable à l'ensemble des banques et établissements financiers. Bien qu'il s'agisse d'une réforme à long terme — elle vise à accroître la liberté de concurrence au sein de la profession bancaire et à appuyer davantage la distribution du crédit sur les variations du loyer de l'argent — sa mise en application a également contribué à assouplir la politique monétaire. Les limitations quantitatives des prêts des banques et des établissements financiers ont été abolies; bien que le remboursement de tous les dépôts spéciaux non encore liquidés ait été plus que compensé par la souscription des banques à quelque £750 millions de titres à court terme émis par l'Etat, le système bancaire disposait de confortables ratios de réserve lorsque s'est appliqué le nouveau régime. En novembre, un nouvel accroissement des investissements publics a été annoncé, un montant supplémentaire de £185 millions notamment devant être dépensé au cours des deux prochaines années, dont la majeure partie sera consacrée au développement des dépenses en capital des entreprises nationalisées.

Ces mesures, ainsi que la situation favorable de la balance des paiements, ont contribué à une expansion monétaire considérable. La masse monétaire au sens large s'est accrue de 5,7% au quatrième trimestre et de 13,3% sur l'ensemble de l'année, contre 9,7 et 3,1% en 1970 et 1969 respectivement. L'accélération notée l'an dernier a toutefois reflété en grande partie l'incidence de l'excédent des comptes extérieurs, l'expansion du crédit intérieur n'ayant enregistré qu'une modeste progression de

Royaume-Uni: Expansion du crédit Intérieur.

Postes	1967	1968	1969	1970	1971
	en millions de livres sterling				
Besoins d'emprunt du secteur public* . . .	1.830	1.315	- 475	—	1.370
Cessions nettes de titres de la dette publique au secteur privé non bancaire (—) . . .	- 630	- 20	- 345	- 115	- 2.105
Prêts bancaires au secteur privé . . . . .	575	570	520	1.125	1.600
Prêts bancaires en sterling à l'étranger . . .	25	140	150	25	295
Expansion du crédit intérieur . . . . .	1.800	2.005	- 150	1.035	1.160

\* La différence entre le déficit financier du secteur public (cf. tableau précédent) et les besoins nets d'emprunt de ce secteur est représentée par des prêts divers, le refinancement des crédits à l'exportation et les transactions sur dépôts à l'importation.

£1.035 millions à £1.160 millions. Les besoins d'emprunt du secteur public ont certes fait un bond énorme, puisqu'ils ont atteint £1.370 millions l'an dernier, après avoir été nuls en 1970, mais les répercussions monétaires de cette évolution ont été compensées, et au-delà, par une expansion considérable du volume des placements nets de titres de la dette publique, principalement sous forme de fonds d'Etat, au secteur privé non bancaire. Il convient d'ajouter que la forte demande de « valeurs dorées sur tranche » a facilité l'adoption, en mai, d'une nouvelle méthode officielle de régulation du marché. Désormais, les autorités ne procéderont plus systématiquement, comme précédemment, à des achats fermes d'obligations à échéance supérieure à un an. Enfin, les prêts bancaires au secteur privé se sont sensiblement accrus, surtout pendant le second semestre, même si le recours à l'emprunt de l'industrie de transformation est resté faible.

L'expansion des emprunts du secteur des ménages a permis à la consommation de s'accroître, pendant la seconde moitié de 1971, de 3¼% en termes réels par rapport au niveau minimum du premier semestre, et la construction de logements pour compte privé a continué d'enregistrer une progression soutenue. En revanche, les dépenses publiques et les exportations se sont amenuisées et les investissements industriels sont restés faibles dans le secteur privé, car les entreprises continuaient d'hésiter à se lancer dans des dépenses en capital fixe et épuisaient leurs stocks. Parmi les facteurs qui ont pesé sur l'ensemble de la production, on peut citer la taxation relativement lourde des biens de consommation durables, sur lesquels portait en majeure partie l'accroissement de la demande, et l'attrait croissant exercé par les produits de consommation étrangers, véhicules automobiles en particulier.

Au total, par conséquent, et malgré les allègements fiscaux et le desserrement du crédit, le produit intérieur brut a, durant le second semestre de 1971, dépassé d'à peine 1½% le niveau atteint un an auparavant — augmentation qui, pour la troisième année de suite, a été sensiblement inférieure au potentiel de l'économie. En janvier 1972, le nombre des chômeurs inscrits a, pour des raisons saisonnières, dépassé le million et représentait 4,3% environ de la population active. Cette évolution dénote une amélioration sensible de la productivité; le produit intérieur brut par personne employée a augmenté de quelque 4%. On ne peut encore dire s'il s'agit d'un gain de productivité permanent ou simplement d'une réaction de l'industrie aux fortes augmentations de salaires accordées récemment.

En ce qui concerne l'inflation, le mouvement de hausse des prix s'est ralenti, en partie sous l'influence de l'initiative de la C.B.I., et les majorations de salaires dans le secteur public sont généralement restées de l'ordre de 7 à 8%. Dans le secteur privé, toutefois, on a encore assisté fréquemment à la conclusion de conventions collectives prévoyant des augmentations nettement supérieures à 10%. Ce fait a, sans aucun doute, renforcé la détermination des mineurs d'obtenir, par une grève déclenchée le 9 janvier 1972, un relèvement massif de leurs rémunérations. Leur arrêt de travail a duré jusqu'à fin février et l'augmentation d'environ 16%, sur une base annuelle, qui leur a été concédée, a ouvert une large brèche dans le dispositif anti-inflationniste du gouvernement. Le bouleversement qu'a causé la grève dans l'approvisionnement en énergie a également, au premier trimestre, porté un rude coup au produit intérieur brut.

Le gouvernement a décidé que, compte tenu des perspectives d'une sous-utilisation considérable des ressources, tant de main-d'œuvre que d'investissement, il convenait de relancer fortement la demande. La nécessité de ranimer la production et l'emploi l'emportait sur le risque éventuel d'aggraver l'inflation ou la situation des paiements extérieurs. Dans le budget qui a été présenté le 21 mars, de larges réductions d'impôts ont été annoncées, qui s'élèvent au total à £1.200 millions pour 1972-73 et représenteront environ £1.800 millions quand leurs effets s'exerceront sur la durée complète d'un exercice. Les principales modifications ont été une majoration sensible de l'abattement à la base pour le calcul de l'impôt sur le revenu et une diminution de la taxe unique sur le chiffre d'affaires, dont les taux de 45 et 30% ont été ramenés uniformément à 25%. Les pensions de retraite et autres prestations de sécurité sociale doivent être augmentées de 12½% en automne 1972, mais la charge supplémentaire qui en résultera pour l'Etat sera financée en grande partie par un relèvement des cotisations. Les sociétés bénéficient également d'une extension des dégrèvements fiscaux, notamment pour la première annuité d'amortissement des investissements, dont le taux autorisé a été porté à 100% pour les installations et l'équipement (voitures particulières exceptées) et à 40% pour les constructions industrielles, cette dernière mesure étant étendue à tout le territoire du Royaume-Uni. Les précisions fournies sur les taux provisoires de la taxe à la valeur ajoutée et le nouvel impôt sur le revenu, dont l'entrée en vigueur est prévue le 1er avril 1973, donnent à penser que la fiscalité pourrait encore être allégée à ce moment-là.

Parallèlement à l'accroissement des dépenses publiques, des modifications ont été apportées au budget de façon à faire passer les besoins globaux d'emprunt du Trésor à £3.116 millions en 1972-73, soit environ £2.400 millions de plus que pour l'exercice précédent. Les prévisions sur le revenu national, corrigées de l'incidence de la grève des mineurs, font état d'une expansion de 6% environ de l'ensemble des dépenses finales entre le premier semestre de 1972 et la période correspondante de 1973 mais, comme le volume des importations devrait normalement s'accroître plus rapidement encore, les autorités tablent sur une croissance de 5½% environ du produit intérieur brut.

Aucune nouvelle mesure n'a été prise pour faire baisser les taux d'intérêt. En fait, le rendement des fonds d'Etat à long terme, qui était descendu de 9,7% fin 1970 à environ 7,7% en janvier 1972, est remonté à plus de 8% pendant les mois suivants. Les autorités ont manifestement jugé suffisant l'effet stimulant des mesures fiscales et de l'expansion considérable déjà enregistrée par la masse monétaire. Dans son discours de présentation du budget, le Chancelier de l'Echiquier n'a pas fixé d'objectifs chiffrés à la politique monétaire, mais il a indiqué que cette politique serait utilisée avec une souplesse convenable, dans le cadre d'une action plus vaste de régulation de la demande.

*Allemagne fédérale.* La situation économique en République fédérale s'est améliorée au cours des douze mois écoulés. La tension due à une demande excessive a été éliminée et le rythme de l'inflation s'est quelque peu ralenti, sans recul notable de la production et avec une réduction sensible de l'excédent de la balance des opérations courantes.

Le début de 1971 a été marqué par une reprise temporaire de l'expansion économique, qui s'était progressivement atténuée depuis le printemps de 1970. Les dépenses d'équipement des entreprises ont en effet été stimulées par le rétablissement de plus

larges facilités d'amortissement et par la diminution, en janvier, de l'impôt sur les investissements. La consommation publique et privée, ainsi que les exportations, ont également enregistré une forte expansion, et la production industrielle a progressé, pendant le premier trimestre, à une cadence annuelle d'environ 13%.

La Bundesbank a réagi à cette situation en poursuivant sa politique de resserrement monétaire et, si des considérations d'ordre extérieur l'ont amenée à abaisser le taux d'escompte en avril, elle a simultanément diminué de 10% les contingents de réescompte des banques. Ces efforts ont été déjoués par le recours des entreprises allemandes au crédit de l'étranger, ainsi que par la spéculation à la hausse du deutsche mark. Pour les cinq premiers mois de 1971, les entrées nettes de capitaux à court terme (compte tenu des mouvements de fonds non enregistrés) ont atteint au total DM 17 milliards; sous l'effet de cet afflux, la masse monétaire au sens large (à l'exclusion des dépôts d'épargne et des dépôts à long terme) a progressé à un taux annuel de 20%, tandis que le ratio de liquidité des banques dépassait 10%.

Le revirement s'est opéré en mai par suite de la décision de laisser flotter le cours du deutsche mark. Les capitaux ont cessé d'affluer et les autorités ont pu reprendre le contrôle sur la liquidité interne. D'autre part, la perspective de l'entrée en vigueur, à bref délai, de nouvelles dispositions législatives imposant le dépôt auprès de la banque centrale, en compte bloqué et non rémunéré, d'une fraction de la contrepartie des emprunts contractés à l'étranger par les entreprises allemandes, a dissuadé ces dernières de recourir à cette forme de financement; comme elles se sont ainsi tournées de préférence vers le marché intérieur pour se procurer de nouvelles ressources, les concours bancaires au secteur privé se sont fortement accélérés et le ratio de liquidité des banques est tombé à environ 6%.

La décision d'adopter un taux de change flottant s'est accompagnée de mesures de restrictions budgétaires dont les principales ont été une compression de DM 1,8 milliard dans les prévisions de dépenses du gouvernement fédéral et de ceux des Länder au titre de l'exercice 1971 et l'affectation, au fonds de régularisation de la conjoncture constitué auprès de la Bundesbank par ces collectivités publiques, d'un montant supplémentaire de DM 1,7 milliard. En outre, le flottement du deutsche mark a, selon toute apparence, directement contribué, dans une certaine mesure, à modérer la demande globale, surtout en ce qui concerne les exportations (dont l'expansion, au cours des mois précédents de 1971, avait peut-être un certain côté spéculatif) et les investissements des entreprises. Aussi l'activité économique a-t-elle plafonné et la production s'est-elle mise à fléchir à partir du second trimestre, surtout dans les industries de transformation. La tension s'est également relâchée sur le marché de la main-d'œuvre. Le taux de chômage désaisonnalisé, qui s'était maintenu constamment autour de 0,7% pendant dix-huit mois environ, est passé progressivement à 1% au quatrième trimestre, tandis que le nombre des offres d'emploi non satisfaites baissait.

La persistance de ce climat de détente a engendré, dans les milieux d'affaires allemands, un certain pessimisme sur l'avenir de l'économie. Constatant que l'augmentation rapide des charges salariales s'accompagnait d'une appréciation continuelle de la monnaie nationale, deux ans à peine après la réévaluation de 1969, ils voyaient là une grave menace pour la capacité concurrentielle de l'industrie ouest-allemande.

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

Postes	Années	Ménages	Logement	Entreprises	Secteur public	Etranger <sup>1</sup>	Etablissements de crédit <sup>2</sup>	Autres établissements financiers <sup>3</sup>
Epargne plus transferts nets de capitaux (chiffres nets)	1969	42,05	5,25	23,00	27,20		- 0,20	0,35
	1970	46,60	6,50	30,25	30,05		5,85	0,30
	1971	53,35	8,10	21,40	29,75		- 0,50	1,00
Investissements nets (-)	1969		- 22,40	- 51,00	- 20,25		- 1,25	- 0,75
	1970		- 26,20	- 64,00	- 25,90		- 1,55	- 0,70
	1971		- 31,80	- 59,95	- 26,95		- 1,65	- 0,85
Excédent ou déficit financier	1969	42,05	- 17,15	- 28,00	6,95	- 1,95 <sup>4</sup>	- 1,45 <sup>5</sup>	0,40
	1970	46,60	- 19,70	- 33,75	4,15	- 1,15 <sup>4</sup>	4,30	- 0,40
	1971	53,35	- 23,70	- 38,55	2,80	8,15 <sup>4</sup>	- 2,15 <sup>5</sup>	0,15
<i>Variations correspondantes des avoirs et des engagements financiers<sup>6</sup></i>								
Monnaie, dépôts à terme et d'épargne	1969	26,15	0,10	11,75	7,85	7,25	- 54,65	1,55
	1970	26,75	0,15	17,15	7,45	11,55	- 64,75	1,75
	1971	35,65	0,15	22,90	9,00	3,85	- 75,75	4,15
Créances sur les établissements financiers autres que les banques	1969	11,05	-	1,35	0,05	0,05	0,10	- 12,60
	1970	12,70	-	1,35	0,15	-	0,10	- 14,30
	1971	15,20	-	1,75	0,20	0,05	0,10	- 17,25
Titres négociables sur le marché monétaire	1969	-	-	- 1,15	6,25	0,10	- 5,20	-
	1970	-	-	0,30	1,85	1,45	- 3,50	-
	1971	-	-	0,55	- 0,55	- 0,50	0,50	-
Actions et obligations: Achats	1969	8,80	-	4,10	0,40	- 0,75	11,10	3,05
	1970	11,10	-	3,55	0,70	1,10	3,40	2,20
	1971	8,65	-	2,70	2,65	3,00	6,80	3,40
Ventes	1969	-	- 0,05	- 3,05	0,45	- 10,80	- 13,10	- 0,10
	1970	-	- 0,05	- 4,70	- 0,75	- 3,55	- 12,80	- 0,20
	1971	-	- 0,05	- 8,50	- 1,95	- 0,50	- 16,15	- 0,10
Crédit bancaire	1969	- 3,75	- 11,00	- 37,60	- 8,60	- 13,45	74,85	- 0,25
	1970	- 3,10	- 11,05	- 31,00	- 8,15	- 4,10	57,85	- 0,45
	1971	- 5,25	- 16,15	- 39,15	- 10,60	- 0,30	71,85	- 0,45
Autres prêts	1969	- 0,10	- 5,65	- 1,55	- 0,65	-	-	7,95
	1970	- 0,35	- 8,15	- 1,55	- 0,55	-	-	10,60
	1971	- 0,45	- 6,75	- 2,65	- 0,55	-	-	10,40
Autres créances et engagements	1969	- 0,10	- 0,55	- 1,90	1,20	1,35	-	-
	1970	- 0,55	- 0,55	- 18,80	3,50	16,45	-	-
	1971	- 0,50	- 0,90	- 16,15	4,60	12,90	-	-
Or et devises	1969					14,40	- 14,40 <sup>5</sup>	
	1970					- 24,05	24,05	
	1971					- 10,45	10,45 <sup>5</sup>	

<sup>1</sup> Un chiffre négatif correspond à une augmentation des créances (ou à une diminution des engagements) de l'Allemagne fédérale à l'égard de l'étranger. <sup>2</sup> Banque centrale comprise. <sup>3</sup> Associations d'épargne-construction et secteur des assurances. <sup>4</sup> Investissements étrangers nets (c'est-à-dire balance des biens et des services), après ajustements consécutifs aux réévaluations de 1969 et de 1971. <sup>5</sup> Après ajustements du bilan de la Bundesbank consécutifs à la réévaluation du deutsche mark (les variations correspondantes apparaissent dans la colonne «Etranger»). <sup>6</sup> Un signe moins représente une diminution des avoirs ou une augmentation des engagements.

Ce pessimisme s'est révélé excessif, mais il a probablement exercé une certaine influence sur les négociations de salaires et sur la programmation des mesures d'assouplissement de la fiscalité et du crédit.

En ce qui concerne les salaires, les travailleurs de la métallurgie ont obtenu, après quatre semaines de grève en novembre-décembre, un relèvement de 7,5% de leurs rémunérations et d'autres accords, au début de 1972, prévoient des augmentations analogues ou légèrement inférieures – soit une réduction sensible par rapport aux quelque 14% couramment pratiqués pendant la période de surchauffe. Le rythme annuel de hausse des prix de gros industriels s'est également ralenti, tombant de 5% au premier semestre de 1971 à moins de 3% au premier trimestre de 1972. Les prix à la consommation ont cependant dépassé de près de 6%, à partir de l'automne, le niveau atteint un an auparavant, malgré une baisse de 5% des prix à l'importation, consécutive à l'appréciation du deutsche mark.

Le crédit a été desserré en novembre 1971, avec la réduction de 10% des coefficients de réserve applicables aux engagements des banques envers les résidents. Bien que leurs prêts au secteur privé se soient encore accrus, et que leurs avances au secteur public aient progressé bien davantage, les banques ont vu leur ratio de liquidité monter à quelque 7½% pendant les premiers mois de 1972. Le taux d'escompte de la Bundesbank, suivant la tendance des taux d'intérêt à l'étranger, a subi deux réductions successives, l'une en octobre, l'autre en décembre, qui l'ont ramené à 4%.

A côté des mesures d'assouplissement du crédit, le gouvernement a annoncé en janvier 1972 son intention d'agir sur le plan budgétaire, en cas de besoin, pour empêcher tout fléchissement sérieux de l'activité économique. A cet effet, les mesures suivantes ont été prévues :

- 1) mise en œuvre du budget complémentaire de l'Etat fédéral et de ceux des Länder et déblocage simultané des liquidités mises en réserve par ces autorités au fonds de régularisation de la conjoncture (DM 4,2 milliards);
- 2) remboursement du produit de la taxe additionnelle à l'impôt sur le revenu, instituée en vue d'une action anticyclique (DM 5,9 milliards au total).

Cet engagement pris par les autorités, ainsi que le ralentissement des augmentations de salaires et la conclusion, en décembre, de l'accord de Washington, ont contribué à rendre à l'industrie un certain optimisme. Les dépenses des consommateurs et la construction de logements n'avaient d'ailleurs jamais cessé de progresser régulièrement et le début de 1972 a été marqué par une reprise des commandes de biens d'équipement, tant de l'étranger que de l'intérieur. La production industrielle, après un recul en novembre et décembre dû à la grève des ouvriers métallurgistes, s'est vigoureusement redressée en janvier-février, retrouvant le niveau atteint douze mois plus tôt. Sur le marché du travail, la situation a eu tendance à se stabiliser, le chômage ayant cessé de croître et le fléchissement des offres d'emploi non satisfaites ayant marqué un temps d'arrêt.

On a également assisté, pendant les premiers mois de 1972, à de nouvelles entrées massives de capitaux, tant à long qu'à court terme, dues aussi bien au niveau relativement élevé des taux d'intérêt en Allemagne fédérale qu'à un nouvel accès de faiblesse du dollar. Des mesures destinées à freiner les entrées de fonds et à réduire sensiblement la liquidité bancaire ont été annoncées à la fin de février. Le taux de l'escompte a été abaissé à 3%, les contingents de réescompte des banques ont été

réduits de 10% et le coefficient de réserve applicable à l'accroissement de leurs engagements à l'égard des non-résidents a été porté de 30 à 40%. En outre, les dispositions (adoptées en décembre par le parlement) assujettissant les entreprises allemandes empruntant à l'étranger au «dépôt comptant», ont été appliquées à partir du 1er mars, le pourcentage du dépôt étant fixé à 40%. Les emprunts contractés avant le 1er janvier 1972 et la plupart de ceux qui étaient liés à des opérations commerciales avec l'étranger ont été dispensés de cette obligation. Celle-ci s'applique, en revanche, aux emprunts à long terme (à échéance de quatre ans et plus) des banques, emprunts qui n'étaient précédemment soumis à aucune obligation de réserve et que les banques utilisaient de plus en plus comme moyen de maintenir leur liquidité.

A la mi-mars, le ministre fédéral de l'économie et des finances a déclaré qu'étant donné l'apparition de signes de reprise de l'expansion, la mise en œuvre des budgets complémentaires des collectivités publiques ne lui paraissait pas s'imposer dans un proche avenir. Les DM 5,9 milliards fournis par la taxe additionnelle à l'impôt sur le revenu doivent toutefois être restitués en juin et en juillet 1972, l'incidence monétaire étant neutralisée par un relèvement des coefficients de réserve et une réduction des contingents de réescompte. Au début du printemps, les possibilités de réaliser une expansion sans inflation ont brusquement paru se réduire. Devant la progression des commandes étrangères, le développement de la construction résidentielle et industrielle et l'augmentation des revenus des ménages, autant de facteurs qui donneront une impulsion supplémentaire à une inflation des prix déjà rapide, on peut se demander si de nouvelles tensions ne risquent pas d'apparaître plus vite qu'il n'avait été prévu jusqu'à présent.

*France.* Bien qu'elle se soit un peu ralentie en cours d'année, la croissance en volume de la production intérieure n'a pas été en 1971 sensiblement inférieure au taux relativement élevé enregistré depuis quelques années. Les restrictions de crédit avaient été assouplies à la fin de 1970 et le taux d'escompte ramené progressivement de 8 à 6½% en janvier 1971. Après avoir fait preuve tout d'abord d'une certaine hésitation, la consommation s'est inscrite l'an dernier en reprise, et un nouvel affaiblissement des investissements des entreprises privées a été en partie compensé par un développement des dépenses en capital du secteur public. De surcroît, la persistance des effets de la dévaluation de 1969 ainsi que les mesures adoptées durant l'année passée en matière de change ont contribué à maintenir la cadence des exportations. Récemment, étant donné la progression du chômage et la forte pression qui continuait à s'exercer sur les prix, de nouveaux allègements, modérés il est vrai, des contraintes budgétaires et monétaires ont été associés à un recours accru aux contrôles directs des prix.

Les taux élevés d'expansion du crédit et de la masse monétaire au début de 1971 ont, à certains égards, constitué une réaction normale à la suppression, en octobre 1970, de l'encadrement du crédit. Toutefois, pour limiter le gonflement des liquidités engendré par les entrées de devises, la Banque de France a fait en sorte que ses concours aux banques soient, dans leur quasi-totalité, consentis aux taux d'intervention sur le marché monétaire, lesquels ont été calculés de manière à ne pas encourager les emprunteurs à s'adresser aux marchés étrangers. En revanche le taux d'escompte, auquel se trouvaient toujours rattachés certains taux débiteurs du marché intérieur, a été maintenu à 6½%, pour être porté ensuite à 6¾% en mai. En avril, les dépôts

**France: Evolution des coefficients de réserve.**

Date d'application	Coefficients de réserves liquides sur les exibilités en francs français				sur les concours distribués au secteur non bancaire <sup>1</sup>
	envers le secteur non bancaire de l'économie		envers des banques étrangères		
	Dépôts à vue	Autres dépôts	Dépôts à vue	Autres dépôts	
en pourcentage					
1970 10 juillet . . . . .	7½	2½	0	0	—
1971 1er avril . . . . .	7½	2½	2½	2½	¼
6 mai . . . . .	8½	3½	3½	3½	¼
21 mai . . . . .	9½	4½	9½	9½	¼
21 juillet . . . . .	10½	5½	10½	10½	1½
5 août . . . . .	12½	6½	12½	12½	3
21 décembre . . . . .	10	4	10	4	2
1972 21 mars . . . . .	8	3	10	4	2
10 juin . . . . .	8	3	10	4	4
<b>Maximums légaux</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>100<sup>2</sup></b>	<b>100<sup>2</sup></b>	<b>10</b>

<sup>1</sup> Il n'a été tenu compte jusqu'au 21 juillet 1971 que de la part excédant 80% du montant des crédits au 5 janvier 1971 et, depuis cette date, seule est retenue la fraction dépassant 90% du montant des concours au 31 mars 1971. <sup>2</sup> Depuis le 18 mai 1971 (précédemment 15%).

en francs des banques et correspondants établis à l'étranger ont été assujettis aux réserves obligatoires et, pour des raisons internes, un coefficient de réserve a été appliqué à l'accroissement du total des encours de crédit des banques et de certains autres établissements financiers. Pour neutraliser le plus possible l'effet des afflux de devises sur la liquidité, les autorités monétaires ont, entre mai et le début d'août, sensiblement relevé les divers pourcentages de réserves. En outre, de nouvelles mesures de contrôle des changes ont été prises pendant la crise monétaire internationale du mois d'août.

En septembre, après s'être efforcé d'enrayer sérieusement la progression des salaires et des prix en utilisant les dispositifs réglementaires existants, le gouvernement a conclu avec les entreprises industrielles, à l'échelle nationale, des contrats visant à limiter à 1½% la hausse des prix des produits manufacturés entre le 15 septembre et le 15 mars. De surcroît, les marges bénéficiaires des commerçants ont été stabilisées et un blocage a été décrété sur les prix des services. Pour sa part, le gouvernement s'est engagé à ne pas augmenter les tarifs publics et à ne pas alourdir les coûts de production des entreprises pendant un délai de six mois.

Le risque que constituaient les entrées de capitaux a diminué à la suite des décisions adoptées en août dans le domaine des changes. Vers la fin de l'année les autorités, soucieuses de stimuler la demande globale, ont décidé d'assouplir les conditions d'accès au crédit intérieur. En octobre, le taux d'escompte a été ramené à 6½% et, en décembre, les coefficients de réserves obligatoires des banques ont été abaissés. Diverses mesures ont également été prises pour peser sur les taux d'intérêt à long terme, qui n'avaient guère fléchi depuis le début de l'année. D'autres dispositions, visant essentiellement à développer les crédits d'investissement, comprenaient l'émission spéciale, par le

Crédit National, d'obligations à moyen terme offertes en souscription aux banques, et un relèvement important du plafond des emprunts à moyen terme que les entreprises nationales pourront effectuer en 1972 auprès des banques. On peut ajouter qu'au cours de l'année, des réformes de grande ampleur ont été mises en œuvre dans le système de refinancement des banques auprès de la banque centrale, en liaison avec l'abandon progressif du processus de réescompte et le recours accru aux techniques d'intervention sur le marché monétaire.

Le budget de l'Etat s'est, en 1971, orienté modérément vers l'expansion, après deux années de sévères restrictions des dépenses, et l'exécution des lois de finances s'est soldée par un découvert de FF 3,5 milliards, contre un excédent d'une ampleur à peu près comparable en 1970. Toutefois, sous l'influence notamment de la forte augmentation des ressources fournies au Trésor par l'Administration des Postes et par la Caisse des Dépôts et Consignations, l'Etat a pu continuer à réduire son endettement à l'égard du système bancaire.

Pour l'ensemble de l'année, la masse monétaire au sens large (disponibilités monétaires et quasi-monnaie) s'est accrue de 17,3%, contre 15,1% en 1970. Cependant, comme les taux d'intérêt offerts par les instruments d'épargne ont été maintenus à un niveau relativement attractif, la quasi-monnaie a progressé, à elle seule, de 30,6%, contre 24,8% en 1970. Les concours bancaires aux entreprises et aux particuliers ont augmenté de 20%, l'accélération la plus forte ayant été enregistrée par les crédits à court terme, en particulier pour le financement des ventes à tempérament de biens de consommation durables, et par les prêts à moyen et à long terme non mobilisables qui, au cours de ces dernières années, ont pris une importance croissante par rapport au volume global des encours. Sur le marché financier, le total des émissions a augmenté très sensiblement. L'Etat a continué de s'abstenir de recourir à l'emprunt à long terme et les émissions de valeurs à revenu variable ont quelque peu fléchi par rapport au niveau élevé de l'année précédente, mais les placements d'obligations de sociétés du secteur privé et d'établissements financiers se sont inscrits en vive progression.

Si des mesures financières ont été prises en janvier 1972 pour stimuler l'investissement, les autorités n'ont pas renoncé pour autant, à ce stade, à réaliser l'équilibre budgétaire pour l'ensemble de l'exercice. Le gouvernement a assoupli les règles du «butoir» concernant la restitution de la taxe sur la valeur ajoutée et annoncé que certaines dépenses d'équipement de l'Etat et des entreprises nationales allaient être avancées du second au premier semestre de l'année; en même temps, divers projets de dépenses précédemment en cours d'examen seront définitivement réalisés. En outre, des améliorations ont été apportées à l'octroi des prêts à la construction.

Dans les premières semaines de 1972, au moment où, pour des considérations d'ordre externe, les taux du marché monétaire ont de nouveau été abaissés, les autorités monétaires ont également pris certaines mesures pour faire fléchir le niveau des autres taux du marché intérieur. En janvier, le taux officiel d'escompte a été ramené à 6% et, en mars, il a été décidé, dans le cadre de la réglementation des intérêts créditeurs, d'abaisser les taux de certains dépôts d'épargne, des prêts à long terme et des nouveaux emprunts du secteur public. De surcroît le poids, pour les banques, des réserves

obligatoires assises sur les dépôts de résidents a été allégé et, pour faciliter l'abaissement des conditions débitrices, toute référence de celles-ci au taux d'escompte a été supprimée. À titre symbolique, le taux d'escompte a été réduit en avril à 5¼%. En outre, les banques ont été autorisées à inclure, dans le coefficient minimum d'effets à moyen terme, certains titres cotés en bourse et ce coefficient a été ramené de 14 à 12,5% en mai afin de contribuer à la détente sur le marché monétaire.

Etant donné le caractère modéré du ralentissement d'activité, la portée de ces mesures est manifestement limitée. En outre, l'inflation constituait toujours un sujet majeur de préoccupation. Dans ces conditions, le système des contrats de prix conclus avec l'industrie a été étendu et seuls de légers assouplissements ont été décidés, l'objectif étant maintenant de limiter à 3% la hausse de l'indice des prix des produits manufacturés au cours de la période de douze mois se terminant en mars 1973. Au début de juin, comme l'expansion monétaire tendait à s'accélérer, le coefficient de réserves assises sur les crédits a été porté à 4%.

En l'occurrence, la France s'est révélée l'un des rares pays d'Europe qui ait réussi à protéger son économie des perturbations engendrées l'an dernier par les bouleversements des taux de change et à maintenir un rythme d'expansion satisfaisant.

*Italie.* L'économie a connu l'an dernier son recul d'activité le plus grave depuis la guerre. La période de stagnation, amorcée au début de 1970 et caractérisée à la fois par un climat social tendu, un essoufflement de la demande globale et un sentiment généralisé d'incertitude, a été suivie en 1971 d'une récession qui s'est poursuivie pendant la plus grande partie de l'année. Le revenu national réel, en très légère progression, a bénéficié du seul soutien des services des secteurs public et privé et de la production agricole. Les investissements ont fléchi de 5% et l'on a assisté également à une aggravation du chômage dans l'industrie. La politique budgétaire et la politique monétaire ont été aménagées toutes deux dans un sens expansionniste, mais un certain nombre de facteurs ont altéré l'efficacité des mesures prises.

Le recul des investissements bruts s'est traduit, à concurrence de plus de la moitié, par une réduction du rythme de reconstitution des stocks, qui s'étaient fortement accrus en 1970; ce fléchissement est en partie imputable au défaut d'adoption de mesures transitoires appropriées nécessitées par l'ajournement de l'introduction de la taxe à la valeur ajoutée. La législation en matière de logement qui, au cours de la période précédente, avait constitué un stimulant pour la construction a, en revanche, freiné l'activité dans ce domaine à partir de 1970; aussi, la construction résidentielle s'est-elle contractée de 12% en 1971, ce qui explique à concurrence d'un tiers la réduction du volume global des investissements. Un certain nombre de mesures visant à relancer les dépenses en capital des entreprises du secteur privé ont été prises en juillet, mais elles ont été inefficaces en raison de la sous-utilisation des capacités de production, de la diminution constante des marges bénéficiaires et de la persistance de tensions dans les relations du travail. Les autorités ont donc dû fonder essentiellement leurs espoirs de reprise sur une forte accélération des dépenses des entreprises publiques et semi-publiques qui, en raison de l'érosion accentuée de leur capacité d'autofinancement, voyaient leurs comptes financiers enregistrer des déficits records. Les besoins financiers

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

Postes	Années	Secteur public	Entreprises publiques <sup>1</sup>	Autres entreprises et logement	Secteur des ménages	Banques et établissements financiers	Secteur étranger <sup>2</sup>
Epargne (transferts de capitaux compris) . . . . .	1970	— 550	700	6.025	6.955	550	
	1971	— 2.365	685	5.815	9.150	650	
Formation intérieure brute de capital (—) . . . . .	1970	— 1.725	— 2.230	— 9.010		— 240	
	1971	— 1.885	— 2.640	— 7.945		— 280	
Excédent ou déficit (—) financier . . . . .	1970	— 2.275	— 1.530	— 2.985	6.955	310	— 475
	1971	— 4.250	— 1.955	— 2.130	9.150	370	— 1.185
<i>Variations correspondantes des Avoirs financiers:</i>							
<i>Avoirs liquides . . . . .</i>							
	1970	— 160	— 80	1.735	4.650	615	— 90
	1971	755	30	2.420	5.840	1.795	40
<i>Obligations, actions et parts . . . . .</i>							
	1970	285	130	305	1.150	1.430	390
	1971	815	115	520	1.815	2.610	395
<i>Autres prêts nets . . . . .</i>							
	1970	395	35	295	1.295	8.100	2.875
	1971	310	80	405	1.635	8.200	2.015
<i>Engagements financiers (—)<sup>3</sup></i>							
<i>Engagements à court terme<sup>4</sup> . . . . .</i>							
	1970	— 3.080	— 665	— 1.610	— 140	— 7.835	— 2.425
	1971	— 3.590	— 840	— 1.030	— 140	— 9.825	— 2.545
<i>Engagements à long terme</i>							
<i>Economie interne . . . . .</i>							
	1970	— 775	— 110	— 1.930	—	— 805	— 845
	1971	— 1.030	— 320	— 3.350	—	— 440	— 670
<i>Etranger . . . . .</i>							
	1970	— 65	— 525	20	—	— 500	—
	1971	— 30	145	— 380	—	— 255	—
<i>Obligations, actions et parts . . . . .</i>							
	1970	— 50	— 315	— 860	—	— 815	— 370
	1971	— 1.525	— 1.165	— 785	—	— 1.675	— 390
<i>Ecart statistique . . . . .</i>							
	1970	1.175	—	— 940	—	120	—
	1971	45	—	70	—	40	— 30

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

du secteur public se sont également accrus de façon sensible — sous l'effet conjugué de la diminution des recettes fiscales et d'une forte accélération des dépenses ordinaires. Les opérations courantes des administrations publiques (à l'exclusion des transferts en capital) se sont en effet soldées en fin d'année par un déficit de près de LIT 500 milliards, ce qui représente une détérioration de LIT 1.300 milliards par rapport à

l'excédent de 1970. Le déficit global de financement accusé par le secteur public (Trésor, entreprises publiques et semi-publiques) s'est élevé à LIT 6.200 milliards, contre LIT 3.800 milliards en 1970 et LIT 2.900 milliards environ en 1969.

Pour satisfaire les besoins financiers croissants de l'économie, les autorités ont continué d'appliquer une politique d'argent facile. Le montant net des concours apportés par la Banca d'Italia à la couverture des besoins de trésorerie du secteur public est tombé à LIT 1.035 milliards, soit à un chiffre très sensiblement inférieur aux LIT 2.740 milliards enregistrés en 1970. En revanche, le volume net des obligations émises par ce secteur a connu une vive expansion, puisqu'il est passé d'un montant négligeable en 1970 à LIT 1.555 milliards l'année dernière. Le marché des valeurs à revenu fixe a été, comme toujours, dominé par les emprunts de l'Etat et des entreprises nationales, qui ont représenté 55% du total net des nouvelles obligations émises, contre 45% en 1970. Cet accroissement relatif s'inscrit dans le cadre d'une progression accentuée du volume net des souscriptions de valeurs à revenu fixe, qui ont porté sur LIT 6.200 milliards, contre LIT 4.650 milliards en 1970. L'aisance qui a caractérisé la situation monétaire interne est en partie à l'origine de la réduction marquée des recours nets aux marchés des capitaux étrangers, qui ont fléchi, l'an dernier, à LIT 190 milliards, contre LIT 1.030 milliards en 1970, année pendant laquelle les autorités avaient encouragé les emprunts à l'étranger pour des raisons liées à la balance des paiements. De ce fait, le montant net des émissions de valeurs à revenu fixe sur le marché intérieur a augmenté des deux tiers par rapport au chiffre de 1970.

Un des traits essentiels de l'année 1971 a été l'absorption par les établissements de crédit (à l'exclusion de la Banca d'Italia) d'une fraction importante des obligations émises (LIT 2.325 milliards, contre LIT 800 milliards l'année précédente). Ces achats ont contribué à faire baisser les taux de rendement des valeurs à long terme parallèlement à l'évolution enregistrée sur les places étrangères. Les rendements des obligations émises par les établissements de crédit spécialisés sont tombés en cours d'année de 8,9 à 7,9%. Le renforcement, par le système bancaire, de son portefeuille de titres à revenu fixe a constitué une contrepartie importante – équivalente à 36% contre 6% en 1970 – de la progression accentuée du volume global des dépôts bancaires.

Etant donné l'abondance des liquidités bancaires, alimentées en partie par l'excédent des comptes extérieurs, les avoirs du public en liquidités primaires et de second rang se sont accrus au total de 17% l'année dernière, au lieu de 13% en 1970. Avec une augmentation de 21%, les dépôts à vue ont constitué une fois de plus l'élément le plus dynamique. Cependant, à la suite de la réduction progressive des taux appliqués par les banques sur ces dépôts – après la forte hausse enregistrée au début de 1970 – on a assisté à un transfert de fonds en direction des comptes d'épargne, qui se sont ainsi développés de 12½%, après avoir enregistré une baisse en 1970.

L'incidence expansionniste de la politique monétaire a été, dans une certaine mesure, atténuée jusqu'en avril 1972 par la possibilité laissée aux banques de déposer leurs réserves excédentaires auprès de la banque centrale pour des périodes de plus de 8 jours, à un taux d'intérêt pouvant atteindre 2,75%. De ce fait, les banques ont été moins portées à abaisser leurs conditions débitrices et créditrices. Aussi, lorsqu'en avril 1972 la Banca d'Italia a ramené le taux d'escompte de 4,5 à 4% et le taux des

avances de 4 à 3,5%, elle a également supprimé la possibilité pour les banques de lui confier des dépôts. A la suite de ces mesures, les banques ont décidé de réduire d'un point environ leurs taux créditeurs et débiteurs.

La voie est ainsi ouverte à une nouvelle expansion du volume du crédit: des efforts doivent être désormais entrepris en vue de fournir aux relations du travail un cadre permettant une application de la politique expansionniste sur la base de grandeurs réelles et non pas nominales.

*Belgique.* Le ralentissement de l'économie qui s'est amorcé dans les premiers mois de 1971, accompagné d'un fléchissement des exportations et des investissements privés, s'est accentué durant l'année du fait, d'abord, de la réduction des achats de biens de consommation durables, puis de la baisse d'activité dans la construction de logements. Le contraste a été frappant avec les perspectives toujours très favorables qui s'offraient au début de l'année. Le budget de l'exercice 1971 prévoyait alors un accroissement des besoins de financement de l'Etat et comme, de surcroît, la taxe à la valeur ajoutée récemment instituée donnait une nouvelle impulsion à la hausse des prix en dépit du renforcement du dispositif de surveillance, la crainte d'une vague d'achats de précaution continuait de hanter les autorités monétaires.

En mars 1971, la Banque Nationale a abaissé son taux d'escompte de 6½ à 6%, essentiellement en considération de la situation à l'étranger. Sur le plan intérieur, elle avait supprimé les limitations quantitatives en faveur des crédits d'investissement dès le 1er janvier 1971, tout en maintenant cependant jusqu'à fin septembre le plafonnement des avances bancaires à court terme, ainsi que les restrictions spéciales frappant les prêts à la consommation. En mars, la liquidité bancaire commençant à se gonfler sous l'effet des entrées de fonds, les établissements de crédit ont été astreints au respect de certaines directives concernant leurs engagements extérieurs nets, tandis que leurs plafonds de réescompte et de visa ont été abaissés. Pendant la crise monétaire internationale de mai, des mesures ont été prises pour limiter les dépôts étrangers en francs convertibles sur le marché officiel.

En automne, la montée du chômage a constitué une source de préoccupation. De plus, la situation s'est brusquement modifiée dans le domaine des changes lorsque le franc belge, lié au florin, s'est apprécié par rapport aux autres monnaies. En septembre, les restrictions imposées aux engagements extérieurs nets des banques ont été levées; peu après, le taux d'escompte officiel était abaissé à 5½%, pour des raisons tenant en grande partie, cette fois, à la situation interne. Ce furent ensuite la suppression, à la fin du mois, de l'encadrement du crédit bancaire et, au début d'octobre, l'assouplissement de la réglementation des ventes à tempérament. Enfin, le relèvement des plafonds de réescompte et de visa des banques à la fin de décembre a ramené en général ces coefficients à leur niveau d'avant la réduction intervenue en mars.

De son côté, l'Etat a accéléré la mise en œuvre de son programme de travaux publics et pris, en septembre, des mesures destinées à encourager la construction de logements sociaux. Pour l'ensemble de l'année, ses besoins nets de financement ont atteint FB 33,8 milliards, contre FB 23,8 milliards en 1970. En même temps, pour contribuer à résorber l'excédent de la balance des paiements, les pouvoirs publics ont

continué à réduire leur endettement à l'égard de l'étranger — jusqu'à concurrence de FB 29 milliards. L'orientation très favorable du marché belge des capitaux a permis de réaliser ces opérations, ainsi que de rembourser une partie de la dette publique intérieure à court terme. Le marché a en effet fourni à l'Etat FB 63 milliards de moyens financiers, contre FB 34 milliards en 1970, malgré la tendance à la baisse des taux d'intérêt. La vivacité de la demande de valeurs mobilières de la part du secteur non bancaire a amené les autorités, au début de l'automne, à délier les banques et certains autres établissements financiers de leur promesse, obtenue quelques mois auparavant, d'investir au moins 50% de leurs nouvelles ressources en titres d'Etat.

Les actifs financiers intérieurs du secteur privé ont enregistré une très forte expansion. La progression de la masse monétaire s'est accentuée, mais les dépôts d'épargne ordinaires, grâce au maintien d'un niveau relativement élevé des taux d'intérêt, se sont accrus encore davantage. Le rythme de croissance des dépôts à long terme s'est, au contraire, notablement ralenti. Le volume net des émissions de valeurs mobilières à revenu variable a augmenté dans de larges proportions, et la part souscrite par les établissements financiers est passée de moins d'un tiers en 1970 à plus de la moitié l'an dernier.

Les entrées de fonds venant de l'étranger ayant procuré des liquidités à l'économie, le volume des crédits bancaires au secteur privé est resté nettement inférieur aux plafonds jusqu'en septembre. Par la suite, toutefois, sous l'effet d'une recrudescence des demandes de prêt, l'accroissement des encours s'est établi, pour l'ensemble de l'année, à FB 37,5 milliards, soit 16%, contre 13% en 1970. Les concours accordés par les autres établissements financiers et portant principalement sur des prêts à moyen et long terme ont progressé assez modérément, mais les entreprises ont accru leurs emprunts sur le marché des capitaux.

En janvier dernier, l'Etat a lancé un important train de mesures d'encouragement; de nouveaux crédits d'un montant de FB 17 milliards ont été notamment prévus pour le développement de l'infrastructure en 1972. La taxe temporaire à l'exportation instituée lors de la mise en vigueur, un an plus tôt, de la taxe à la valeur ajoutée, a été supprimée. Des mesures ont en outre été prises pour stimuler la construction de logements et les investissements des entreprises; parmi elles, on relève une réduction de la taxe à la valeur ajoutée en faveur des biens d'équipement et une restitution de l'impôt sur les actions. Ces mesures sont en grande partie responsables de l'augmentation des besoins nets de financement de l'Etat, qui atteindront quelque FB 66 milliards en 1972, soit environ le double du chiffre de 1971. En ce qui concerne la politique monétaire, la Banque Nationale a jugé opportun, tant pour des raisons d'ordre interne que pour des considérations extérieures, d'abaisser son taux d'escompte de base de 5½ à 4% en trois étapes au cours du premier trimestre. Les taux d'intérêt débiteurs des banques ont fléchi et, en mars, les autorités ont réduit les taux des prêts à moyen et long terme consentis par les établissements de crédit du secteur public.

Le printemps a été marqué par l'apparition, quelque peu inattendue, de symptômes d'une reprise de l'expansion, sous l'impulsion des ventes à l'étranger et de la consommation. Cette évolution, qui intervient à une époque où les pressions exercées par les coûts et les prix sont encore intenses, risque de placer prochainement les autorités devant un nouveau dilemme.

*Pays-Bas.* A partir du printemps de 1971, la demande s'est tassée et le chômage s'est progressivement accru. Cette détente avait pour causes principales un ralentissement de la demande étrangère et une révision en baisse des programmes d'investissement des entreprises, motivée en partie par l'amenuisement de leurs bénéfices. L'expansion de la consommation, tant publique que privée, s'est également réduite, alors que les dépenses d'équipement du secteur public et la construction de logements ont enregistré une reprise sensible par rapport à leur niveau peu élevé de 1970.

Cette évolution n'a pas empêché la course salaires/prix de s'accélérer. Les salaires, qui avaient monté de 12% en 1970, ont encore augmenté de 13½% l'an dernier, tandis que la hausse des prix, mesurée de décembre à décembre, avoisinait 8½% fin 1971, contre 5½% un an auparavant. Au début, les pouvoirs publics s'efforcèrent de fixer des limites à la progression des prix et des salaires. Devant les maigres résultats obtenus – les relèvements de salaires qui avaient été temporairement interdits ayant été, par la suite, accordés dans des proportions plus généreuses – ils abandonnèrent cette politique en août et firent de nouveau appel à la coopération volontaire des intéressés. Le mouvement ascendant ne s'en poursuivit pas moins. En présence de cette pression inflationniste, le projet de budget pour 1972, présenté en septembre, a reçu une orientation restrictive sous la forme d'une croissance plus modérée des dépenses publiques et d'une aggravation partielle de la fiscalité.

Le plafonnement du crédit bancaire a été maintenu tout au long de l'année 1971, l'expansion maximum des prêts à court terme au secteur privé étant fixée à 9%. Les banques n'ont eu cependant aucune difficulté à respecter les limites prescrites, les besoins de liquidité de l'économie étant satisfaits grâce aux importations de capitaux, qui ont été effectuées par des voies échappant au contrôle des changes.

Ces entrées de fonds ont poussé les autorités à infléchir quelque peu leur politique en 1971 ainsi qu'au début de cette année. Le taux d'escompte a été ramené par étapes de 6 à 4% entre mai 1971 et avril 1972, bien qu'une telle mesure allât à l'encontre des objectifs d'ordre interne. Après la libération du cours du florin, des dispositions ont été prises en matière de change afin de faire obstacle à l'afflux de fonds à court terme. Puis, en septembre, pour limiter les entrées de capitaux à long terme, qui s'étaient fortement gonflées pendant les trois dernières années, un marché distinct a été créé pour les transactions de non-résidents sur valeurs mobilières néerlandaises. Pour compléter le dispositif de lutte contre cette invasion de capitaux, des émissions internationales d'effets libellés en florins et cessibles exclusivement à des non-résidents furent autorisées pour un montant de FL 900 millions; le produit de ces émissions devait être utilisé à l'étranger. Le réalignement monétaire de décembre n'ayant fait naître qu'une accalmie temporaire des entrées de fonds, de nouvelles mesures frappant les dépôts de non-résidents furent introduites en mars 1972.

Le secteur public a enregistré un déficit financier de FL 4,5 milliards environ en 1971, contre FL 3,9 milliards en 1970. Etant donné toutefois qu'il a emprunté FL 4,7 milliards sur le marché des capitaux, contre FL 3,6 milliards en 1970, il a été en mesure de réduire ses appels au crédit bancaire et d'améliorer sa position nette à l'égard de la Nederlandsche Bank.

Le secteur « Ménages et entreprises » a vu son déficit financier passer de FL 7,3 milliards à FL 8,7 milliards. Mais là encore, du fait d'un recours accru au marché des capitaux, et d'une accumulation un peu moins importante d'actifs liquides, les emprunts de ce secteur aux banques ont été pratiquement du même ordre que l'année précédente. Du côté de l'offre, les banques et les investisseurs institutionnels ont développé sensiblement leurs placements sur le marché financier.

Le total net des ressources obtenues sur le marché financier, compte tenu des émissions non placées dans le public et des emprunts hypothécaires, s'est accru de plus de 20% – passant de FL 9,4 milliards en 1970 à FL 11,4 milliards en 1971. Une progression aussi forte, tout en contribuant à limiter la formation de liquidités, a concouru à maintenir les taux d'intérêt à long terme à 7½% environ tout au long de l'année, tandis que les taux du court terme fléchissaient fortement. Malgré un afflux considérable de fonds de l'étranger et une accélération du rythme de croissance du produit national brut en valeur, le volume des actifs liquides entre les mains du public (y compris les bons du Trésor, mais à l'exclusion des dépôts d'épargne) n'a progressé que de 9% environ en 1971, soit légèrement moins qu'en 1970. Le renforcement accentué de la position de liquidité des banques au cours de l'année s'est reflété dans un accroissement sensible de la position créditrice nette en devises de ces dernières.

Au début de 1972, la demande globale continuait à fléchir, et le taux de chômage s'est élevé à près de 3%. En janvier, l'Etat a entrepris de s'attaquer à ce dernier problème sur le plan régional par l'octroi d'aides financières appropriées. Les autorités ont d'autre part assoupli leur politique monétaire en mars en mettant provisoirement un terme au plafonnement des encours bancaires et en abaissant le taux de l'escompte. La demande de crédit s'étant toutefois affaiblie, le développement des concours bancaires devrait, pensait-on, rester modéré. En avril, il a été annoncé que la majoration conjoncturelle des impôts, qui avait été portée de 3 à 5% en janvier 1972, serait ramenée de nouveau à 3% à partir du 1er juillet. On ne s'attend pas avant la fin de 1972 à voir l'orientation de la conjoncture prendre un tournant décisif. Etant donné toutefois les objectifs à long terme de la balance des paiements et la persistance du mouvement d'inflation par les coûts, les autorités monétaires entendent conserver une attitude prudente en matière de contrôle des liquidités.

*Suisse.* Bien que la Suisse ait été touchée en 1971 par des perturbations d'origine externe et qu'elle ait connu une vive accélération de la course des salaires et des prix, les pressions excessives de la demande lui ont, dans une certaine mesure du moins, été épargnées. L'atténuation des tensions a surtout résulté du ralentissement des exportations et du recul des investissements industriels. Malgré tout, la surchauffe s'est poursuivie dans le secteur du bâtiment, les dépenses des collectivités locales sont montées en flèche et la consommation est demeurée assez soutenue. Ce n'est pas avant la fin de 1971 qu'une certaine détente, très limitée au demeurant, est apparue sur le marché du travail.

Dès la fin de 1970 et le début de 1971, on a assisté à d'importantes entrées de capitaux, les taux d'intérêt sur l'euro-marché, fort élevés auparavant, étant tombés à des niveaux comparables aux taux en vigueur en Suisse. Puis, comme l'incertitude s'est accrue

sur les marchés des changes, des fonds provenant à la fois de rapatriements opérés par des résidents et de transferts effectués par des étrangers se sont déversés sur les marchés financiers nationaux. Dans ces conditions, et compte tenu de la plus grande abondance de ressources non bancaires et des remboursements de prêts bancaires, le système de plafonnement mis en place précédemment avait moins de raison d'être. Toutefois, devant la vigueur persistante de la demande globale, les autorités décidèrent, début avril, de proroger l'encadrement jusqu'à la fin du mois de juillet 1972, de manière à maintenir à 8,25% l'an l'expansion maximum des encours, bien que des concessions particulières aient été faites en faveur des prêts hypothécaires et des avances aux collectivités publiques.

Sur le plan interne, l'effet modérateur exercé par la réévaluation du franc suisse du début du mois de mai a été renforcé en juin par un arrêté fédéral interdisant temporairement la construction de certaines catégories d'immeubles. Enfin, en juillet, en dépit de l'inversion des courants spéculatifs et d'une certaine accalmie sur le marché des changes, les autorités ont élaboré un nouvel accord avec les banques en vue de protéger à l'avenir l'économie contre tout nouvel afflux massif de capitaux spéculatifs.

La nécessité d'agir ne s'est pas fait attendre. Devant faire face à une nouvelle vague de capitaux dans la première quinzaine d'août, les autorités helvétiques ont suspendu les achats de dollars et mis en œuvre un certain nombre de mesures visant à faire obstacle à la constitution de dépôts de non-résidents, à restreindre la conversion en francs suisses de devises qui n'étaient manifestement pas destinées au règlement de transactions commerciales et à s'assurer que les débiteurs étrangers convertissaient immédiatement en monnaies étrangères leurs emprunts en francs suisses soumis à une autorisation préalable.

En même temps, la Banque Nationale Suisse a adopté une attitude très libérale en ce qui concerne l'autorisation d'émissions étrangères et l'octroi de prêts bancaires d'un montant élevé à des emprunteurs non-résidents. Le volume net des emprunts étrangers est passé de FS 450 millions en 1970 à FS 1.620 millions en 1971, les crédits à l'étranger soumis à une autorisation se sont accrus de FS 2.260 millions à FS 3.745 millions, et les émissions d'effets à moyen terme en francs suisses de débiteurs domiciliés à l'étranger, placés par les banques à leur clientèle, ont progressé de FS 1.770 millions à FS 4.740 millions. De nouvelles autorisations d'exportations de capitaux ont été accordées entre la fin décembre 1971 et la mi-février 1972, pour un total de FS 2,2 milliards. Avec le temps, on s'est aperçu toutefois que le développement des prêts à l'étranger contribuait à attirer à son tour des entrées nettes de capitaux étrangers. Pour faire face à cette situation, les autorités ont adopté, entre février et mai 1972, des mesures complémentaires en matière de change.

Les crédits accordés aux résidents par les banques n'ont progressé que de 7% en 1971, contre près de 10% en 1970 et 13% en 1969. Dans le même temps, le rythme d'accroissement des dépôts bancaires s'est relativement peu ralenti, revenant de 20% en 1970 à 17% l'an dernier. Au total, les banques ont accru leurs avoirs liquides de près de 25%, et leur position créditrice nette envers l'étranger a également marqué une augmentation considérable. Sur le marché financier, l'accroissement du volume net des émissions, qui est passé de FS 3,6 milliards en 1970 à FS 6,5 milliards l'an dernier,

n'a pas empêché une détente progressive des taux d'intérêt. La Banque Nationale a complètement liquidé, en cours d'année, son portefeuille de titres (environ FS 150 millions).

Le réajustement monétaire de décembre n'a pas été suivi d'un reflux substantiel de fonds vers l'étranger. Au printemps de 1972, devant la tendance à l'accélération de la consommation et de la construction, l'énorme excédent de liquidités a suscité des inquiétudes de plus en plus vives. Aussi a-t-il été décidé, en vertu de la convention-cadre conclue en septembre 1969 avec les banques, d'instituer un système de coefficients de réserve calculés sur l'accroissement, constaté depuis la fin de juillet 1971, des engagements envers des résidents. Les taux ont été fixés à la moitié des maximums envisagés dans la convention et, à fin avril, un montant d'environ FS 1,1 milliard avait été absorbé. Enfin, une interprétation plus sévère de la législation sur les réserves obligatoires calculées sur l'accroissement des dépôts de non-résidents a abouti à une stérilisation substantielle de ressources et à un nouveau reflux de capitaux.

*Autriche.* La croissance s'est poursuivie en 1971 à une allure satisfaisante, le ralentissement de la demande étrangère ayant été largement compensé par une progression plus rapide de la dépense interne. Sous l'effet d'une tension croissante sur le marché du travail, les revenus salariaux ont augmenté à un rythme nettement plus rapide que l'année précédente. Comme les prix à l'importation se sont également inscrits en hausse, l'indice des prix de détail a considérablement monté, malgré les mesures prises par les autorités en vue de contenir certains prix réglementés.

Orienté dans un sens légèrement restrictif, le budget de l'Etat, à l'exclusion des opérations d'amortissement de la dette, s'est soldé par un excédent de SCH 1,8 milliard, contre un léger déficit l'année d'avant. Ce revirement a été rendu possible par l'expansion des recettes et la modération dans les dépenses publiques d'investissement, ce qui a permis de stériliser un certain montant de ressources sur les livres de la Banque Nationale. Les opérations de gestion de la dette publique, qui tenaient compte de considérations liées à la balance des paiements, se sont traduites par des emprunts nets de SCH 1,1 milliard sur le marché interne et par une réduction de SCH 1,4 milliard des engagements envers l'étranger.

La politique monétaire a été orientée dans un sens modérément restrictif, mais les résultats obtenus n'ont pas été probants. A partir du printemps, le problème essentiel a consisté à endiguer les entrées spéculatives de capitaux. A cet effet, un certain nombre de mesures sélectives – y compris la stérilisation de 40% de l'augmentation des engagements en schillings des banques à l'égard de l'étranger – ont été prises en liaison avec la réévaluation de la monnaie en mai. Les résidents ont pourtant collecté des montants importants de ressources sur les marchés étrangers, en partie à des fins de couverture de change, d'où il est résulté une forte progression des réserves officielles. A la suite de la crise du mois d'août, les entrées de fonds afférentes à des transactions non commerciales ont été soumises à limitation et des dispositions ont été prises en vue de stériliser 75% de tout accroissement des dépôts en schillings de non-résidents. Enfin, la Banque Nationale a émis à la fin de l'été pour SCH 5 milliards environ de bons de caisse à trois mois en vue d'éponger provisoirement l'excès de liquidité.

Comme les banques n'avaient aucune difficulté à satisfaire la forte expansion de la demande de crédits, leurs prêts à l'économie interne (y compris les acquisitions nettes de titres) se sont accrus de SCH 37,9 milliards en 1971, contre SCH 27,0 milliards en 1970. Les engagements à moyen et à long terme des banques ont également progressé, dans des proportions toutefois légèrement moins fortes. La masse monétaire s'est développée à raison de près de 17%, contre 7% en moyenne pendant la période 1967-70. Sur l'ensemble de l'année, les liquidités primaires et secondaires détenues par les banques à l'intérieur de l'économie (y compris les facilités de crédit non utilisées auprès de la banque centrale) se sont développées à concurrence de SCH 7,7 milliards; en revanche, la position à court terme des banques envers l'étranger, qui s'est détériorée de SCH 7,1 milliards, a fait apparaître un solde négatif de SCH 8,3 milliards.

Etant donné que le réajustement monétaire de décembre n'a pas entraîné de reflux de fonds vers l'étranger, de nouvelles mesures ont été prises fin janvier 1972 pour agir sur la liquidité: relèvement d'un point du coefficient des réserves obligatoires et nouvelle émission de bons de caisse par la Banque Nationale, cette fois pour un montant de SCH 1 milliard; cette opération a été complétée par un emprunt d'Etat spécial de SCH 1 milliard sous forme d'obligations à dix ans, le produit de ces deux opérations ayant été stérilisé. En outre, les plafonds fixés à l'expansion des encours des banques (calculés par rapport aux fonds propres) ont été réduits de deux points et les dispositions relatives au blocage de 75% des dépôts de non-résidents ont été prorogées jusqu'à fin juin. Enfin, le gouvernement a décidé de geler certains engagements de dépenses et a renoncé à débloquer les ressources extraordinaires incluses dans le budget de 1972.

Au printemps de 1972, l'activité économique s'est poursuivie à une allure assez vive, mais l'on s'attend à un certain ralentissement en cours d'année associé, malgré tout, à un pourcentage élevé de hausse des salaires et des prix.

*Danemark.* La phase de reprise ayant pris fin au milieu de 1970, l'activité économique s'est développée au ralenti l'année dernière, sous l'action continue des mesures restrictives mises en œuvre en vue de réduire l'important déficit des transactions courantes avec l'étranger. Dans le domaine de la construction de logements, l'activité s'est infléchie considérablement après une période de forte expansion, pour marquer cependant quelques progrès vers la fin de 1971. En outre, les investissements industriels en installations et en équipement (hormis les navires et les avions) ont légèrement régressé en termes réels, et la consommation s'est accrue à un rythme lent. Le chômage s'est progressivement aggravé. Les importations ont plafonné, de sorte que la balance commerciale s'est quelque peu redressée à partir du début de l'été.

Un resserrement de la politique financière en 1970 avait permis de dégager, au titre de l'exercice 1970-71 (avril-mars), un excédent d'exécution du budget de KRD 2,9 milliards et l'on escomptait qu'il produirait, pour 1971-72, un excédent plus élevé qui, avec KRD 3,5 milliards, correspondrait à près de 3% du produit national brut. Par ce moyen, les autorités cherchaient à comprimer sensiblement la liquidité, mais cet effet de contraction devait être atténué par un léger assouplissement au blocage des crédits bancaires (autres que les prêts destinés à la construction de logements sociaux) appliqué

depuis le printemps de 1970. En conséquence, au printemps de 1971, la Banque Nationale a suspendu l'obligation qui était faite aux banques depuis 1965 d'immobiliser une partie de l'accroissement de leurs dépôts et, par la suite, ceux qui se trouvaient encore bloqués ont été progressivement libérés. En outre, les banques se sont vu octroyer de nouvelles facilités d'emprunt en dépit de l'endettement élevé qu'elles avaient contracté à l'égard de la Banque Nationale. D'une importance encore plus grande pour la liquidité bancaire a été cependant le recours accru aux achats d'obligations sur l'open market par la Banque Nationale. En raison de la détente des taux d'intérêt à l'étranger, le taux d'escompte a été ramené en deux étapes de 9 à 7½% au début de 1971, puis à 7% en janvier 1972.

Le blocage des prix institué en automne 1970 a été aboli au printemps de 1971, car il n'a pas permis d'atteindre l'objectif fixé, qui était de contribuer à faire disparaître la clause d'indexation dans les nouvelles conventions collectives nationales. C'est pourquoi les autorités se sont à nouveau tournées vers le contrôle des prix, en le renforçant de façon à éviter que le dérapage des salaires ne se répercute sur le mouvement des prix. Elles ont décidé, en outre, de limiter le versement de dividendes pendant une année. La hausse des prix s'est toutefois poursuivie sans relâche et les salaires, dont l'escalade a également continué pour la deuxième année de suite, ont progressé de 15% en 1971. En vue d'appuyer le redressement de la balance commerciale, une surtaxe provisoire de 10% sur les importations, notamment de produits manufacturés, a été instituée à partir de l'automne. Il est prévu que cette taxe sera réduite progressivement pour être complètement abolie au printemps de 1973.

Les prêts des banques commerciales et des caisses d'épargne, qui n'ont plus progressé l'an dernier que de KRD 2,1 milliards (soit 4,5%), se sont situés bien en deçà du plafond. Les appels aux crédits étrangers se sont également développés moins rapidement sous l'effet du ralentissement des importations. Par contre, les émissions nettes d'obligations (principalement de titres hypothécaires) ont repris leur progression vigoureuse interrompue temporairement en 1970, passant brusquement de KRD 6,7 milliards à KRD 10,2 milliards. Les dépôts bancaires se sont accrus de KRD 5,2 milliards, soit 10%, et près de la moitié de ce montant a été placée par les banques sous forme d'obligations, étant donné que la demande de prêt est restée plus faible que prévu et que les réserves des banques n'ont pas été soumises à des tensions aussi fortes que celles auxquelles on s'attendait.

En effet, le resserrement de la liquidité a été moins prononcé que prévu car la politique budgétaire s'est révélée, en fin de compte, beaucoup moins restrictive que ne l'avaient escompté les autorités. On n'a pu s'en rendre compte pleinement qu'au moment où les résultats d'exécution du budget de 1971-72 ont montré que l'excédent envisagé dans le projet initial ne s'était pas réalisé. Le budget de 1972-73 prévoit un surplus de KRD 2,3 milliards. Diverses mesures ont été annoncées en vue d'améliorer le contrôle budgétaire et d'accélérer le recouvrement des impôts sur le revenu, après que l'on se fut aperçu du retard considérable qu'il avait pris du fait de l'adoption du système de retenue à la source en 1970. L'encadrement du crédit bancaire a été en outre prorogé jusqu'à la fin de l'année, bien qu'assorti d'un léger relèvement des taux, et la Banque Nationale a offert des certificats de dépôt

à échéance plus lointaine et à taux d'intérêt plus élevé que les certificats ordinaires à 3 mois, de façon à éponger la liquidité bancaire qui, autrement, aurait été acheminée en direction du marché des obligations.

*Norvège.* L'économie a continué de bénéficier d'une grande stabilité l'année dernière. Grâce à l'allure très satisfaisante des dépenses de consommation et à l'expansion des investissements dans l'industrie et le secteur de la construction de logements, la demande interne est demeurée soutenue, la stagnation des exportations ayant été largement compensée par l'accumulation de stocks; de ce fait, le produit national brut a marqué une progression de 5% en volume. Une nouvelle détérioration des échanges commerciaux, conjuguée avec une accélération des importations de navires, s'est traduite par un élargissement considérable du déficit de la balance des paiements courants.

Après avoir, durant une courte période, assoupli leur politique financière au début de 1970, les autorités ont, vers la fin de l'année, donné le signal du retour à l'austérité et il a été prévu que le budget de l'Etat se solderait pour 1971 par un excédent de KRN 200 millions (compte non tenu des opérations à caractère provisoire), contre un déficit d'exécution de KRN 346 millions l'année précédente.

Soucieux de maîtriser la demande, les pouvoirs publics se sont employés à maintenir l'expansion du crédit interne dans les mêmes limites qu'en 1970. Priorité a été donnée au financement à long terme par le canal des banques d'Etat et du marché des obligations et, en revanche, l'expansion des encours des banques commerciales devait être quelque peu freinée. Mais, devant le développement continu des besoins de financement des stocks, les objectifs fixés ont été révisés pour permettre un accroissement important des concours des banques commerciales et une légère expansion des prêts des caisses d'épargne. Cependant, par suite d'un afflux de capitaux d'une ampleur exceptionnelle, les encours n'en ont pas moins progressé plus rapidement que prévu et, au début de l'été, lorsque les normes ont été dépassées, les caisses d'épargne et, peu de temps après, les banques commerciales, ont été soumises aux obligations de réserve calculées sur leurs actifs liquides de premier rang. Dans le cas des banques commerciales, les nouvelles dispositions se substituaient aux coefficients supplémentaires de réserve en vigueur depuis la fin de 1970. Les effets de l'application du système des réserves calculées sur les actifs liquides de premier rang se sont fait sentir progressivement et n'ont pas empêché un dépassement continu des normes fixées. Toutefois, comme cette expansion du crédit était motivée dans une large mesure par l'ampleur des opérations de financement du processus de reconstitution des stocks, les autorités ont renoncé à prendre de nouvelles mesures restrictives et, vers la fin de l'année, grâce à un assouplissement sélectif du régime des coefficients de réserve et des planchers d'effets publics, les banques de la partie septentrionale du pays ont pu développer leurs encours.

Le volume global des crédits au secteur privé et aux collectivités locales s'est élevé en 1971 à KRN 11,8 milliards, soit une progression de KRN 2,4 milliards, dont KRN 1,3 milliard correspond à des ressources d'origine étrangère. Les crédits d'origine intérieure se sont ainsi développés à raison de KRN 1,1 milliard, dont

KRN 0,6 milliard ont été consentis par les banques commerciales et la plus grande partie du solde par les banques d'Etat. La progression des encours des banques commerciales s'est établie à 12½% sur l'année, soit un taux très voisin de celui de l'accroissement des dépôts, mais les banques ont épuisé leurs réserves libres et leur position de liquidité s'est fortement contractée à partir de l'automne.

Le budget de l'Etat prévoit une expansion modérée seulement des crédits en 1972 et recommande un certain ralentissement du rythme d'accroissement des prêts des banques commerciales, la priorité étant à nouveau accordée au financement à long terme. Les encours des caisses d'épargne ayant cessé de progresser, l'obligation qui leur était faite de détenir des réserves de liquidité primaire a tout d'abord été atténuée, pour être ensuite supprimée le 1er avril. En outre, pour améliorer la position de liquidité des entreprises face à un ralentissement de la demande, il a été décidé, au printemps, d'avancer de deux ans le déblocage des ressources d'investissement qu'elles avaient dû immobiliser à un fonds d'action conjoncturelle. Bien que les dépenses de l'Etat doivent s'accroître sensiblement, on table sur une amélioration de KRN 400 millions en 1972 des résultats d'exécution du budget général. Il est également prévu d'élargir l'excédent du système de sécurité sociale et, à cette fin, les contributions patronales ont été fortement relevées. De ce fait, et compte tenu des augmentations de salaires prévues dans les conventions collectives nationales conclues au printemps 1972 pour une durée de deux ans, on estime que les charges salariales s'alourdiront de 15% et que les prix augmenteront de 8 à 10% au cours des deux prochaines années, dans l'hypothèse toutefois d'une légère atténuation du dérapage des salaires. Etant donné enfin les résultats très modestes obtenus par le blocage des prix appliqué de novembre 1970 à novembre 1971 – le taux de hausse a fléchi de 7% environ en 1970 à un peu moins de 5% seulement en 1971, compte non tenu de l'aggravation de la fiscalité indirecte – les perspectives de succès dans la lutte contre l'inflation n'apparaissent pas sous un jour particulièrement favorable.

*Suède.* L'an dernier, pour la première fois depuis la guerre, l'expansion de l'économie suédoise s'est pratiquement arrêtée. Les effets de la politique de resserrement du crédit et des mesures budgétaires restrictives adoptées en 1970 pour atténuer les pressions inflationnistes ont continué à se faire sentir l'an dernier, et cette influence a coïncidé avec un affaiblissement progressif de la demande étrangère. Il en est résulté un ralentissement prononcé de la demande globale, caractérisé par une progression accentuée du taux d'épargne des ménages, une baisse rapide du rythme de reconstitution des stocks, un fléchissement considérable des investissements des collectivités locales et une diminution du nombre des mises en chantier de logements. L'intensité des forces de récession ne s'est toutefois fait manifestement sentir que lorsque l'année 1971 était déjà bien avancée, étant donné notamment que, vers la fin de 1970, la perspective du relèvement, le 1er janvier 1971, de la taxe à la valeur ajoutée avait provoqué une recrudescence de la consommation. Il se peut fort bien que l'ampleur des troubles sociaux (jusqu'alors pratiquement inconnus en Suède) qui ont éclaté au printemps, et l'incertitude prolongée au sujet de la conclusion de la nouvelle convention collective sur le plan national, aient aggravé la récession. Le chômage n'a cessé de s'accroître jusqu'aux derniers mois de l'année, où il a atteint son maximum, avec un taux de 2½%.

Au début de 1971, les autorités avaient conçu leur politique dans l'hypothèse d'un taux réel de croissance proche de 3% ; le maintien d'une politique de rigueur budgétaire devait permettre de desserrer les contraintes monétaires. La liquidité bancaire s'était renforcée vers la fin de l'année 1970, mais l'activité de prêt des banques commerciales était freinée par l'encadrement du crédit, qui ne s'appliquait pas toutefois au financement de la construction de logements. Cette limitation a été supprimée dès le 1er janvier 1971, mais il a été convenu que les banques continueraient à favoriser le programme de logements mis en œuvre par l'Etat et que, pour le reste, elles orienteraient essentiellement les ressources de prêt vers les investissements industriels, et n'augmenteraient pas le volume du crédit à la consommation. La levée de l'encadrement du crédit s'est accompagnée d'un assouplissement des règles régissant le recours des banques à la Riksbank et, au printemps, le taux de l'escompte a été abaissé, en deux étapes, de 7 à 6%.

Entre-temps, la balance des opérations courantes avait changé de sens et se soldait par un excédent, mais les signes de récession avaient aussi fait leur apparition. Le gouvernement a pris une série de mesures anti-cycliques, qui s'est ouverte par l'octroi d'une aide financière aux collectivités locales passant des commandes à l'industrie et par une accélération du programme de construction de logements. Ensuite, dans le courant de l'été, les ressources d'investissement inscrites en compte bloqué ont été libérées au profit des entreprises de l'ensemble du pays, alors qu'auparavant cette libération avait été limitée à certaines régions déterminées. L'abattement temporaire d'impôt de 10% institué au début de l'année en faveur des investissements en machines a été doublé après la suppression, fin juin, de la taxe temporaire de 25% sur les constructions non prioritaires, mise en vigueur au printemps de 1970. A partir de l'été sont intervenues les dispositions suivantes : extension des projets de construction et des marchés industriels de l'Etat, nouvelle accélération du programme d'édification de logements, renforcement de l'aide du gouvernement aux collectivités locales pour la passation de commandes à l'industrie ; ces décisions ont été suivies de l'affectation d'importants crédits à des programmes de travaux destinés à parer aux effets du chômage. A la fin de l'automne, de nouvelles mesures ont été prises, parmi lesquelles l'octroi par les pouvoirs publics de subventions aux investissements effectués par les entreprises dans le cadre de la lutte anti-pollution et d'une aide au financement des stocks en 1972. On estime que, du fait de ces mesures de relance de la conjoncture, le budget de l'Etat se soldera par un déficit de KRS 3,7 milliards pour l'exercice 1971-72 (juillet-juin) alors que, dans les prévisions initiales, les comptes budgétaires devaient être voisins de l'équilibre.

L'amélioration continue de la situation des réserves extérieures a permis à l'automne de desserrer encore les contraintes monétaires. Le taux d'escompte a été de nouveau abaissé en deux étapes pour être ramené à 5% et les dernières restrictions frappant le crédit bancaire — celles qui concernaient les prêts à la consommation — ont été levées. De plus, les possibilités d'accès des entreprises au crédit à long terme ont été fortement accrues. Pour élargir le marché des obligations, des assouplissements ont été apportés aux règles suivies par la Caisse Nationale de Retraites et les compagnies d'assurance en matière de répartition de leurs investissements de portefeuille, et l'écart séparant le taux de l'escompte du taux d'intérêt des obligations a été délibérément

**Suède: Flux nets de crédits.**

Prêteurs	Années	Emprunteurs				Total
		Etat	Collectivités locales	Secteur du logement	Secteur des entreprises	
		en millions de couronnes suédoises				
Riksbank . . . . .	1969	1.510	—	— 10	— 20	1.480
	1970	1.600	—	30	—	1.630
	1971	1.520	—	— 30	30	1.520
Banques commerciales . . . . .	1969	1.530	220	1.180	650	3.580
	1970	— 840	300	1.990	— 140	1.310
	1971	1.360	430	600	2.820	5.210
Autres banques . . . . .	1969	— 10	350	2.560	680	3.580
	1970	1.090	220	1.640	1.010	3.960
	1971	— 700	350	1.680	1.170	2.500
Organismes publics d'assurance . . . . .	1969	590	600	2.910	1.610	5.610
	1970	760	690	3.270	2.040	6.760
	1971	950	820	4.140	3.270	9.180
Organismes privés d'assurance . . . . .	1969	— 280	160	1.340	630	1.850
	1970	370	60	750	710	1.890
	1971	— 90	140	1.740	910	2.700
Divers . . . . .	1969	460	— 10	—	690	1.140
	1970	230	10	10	230	480
	1971	— 410	10	40	510	150
Total . . . . .	1969	3.800	1.320	7.880	4.240	17.240
	1970	3.210	1.280	7.690	3.850	16.030
	1971	2.630	1.750	8.160	8.720	21.260

élargi; alors qu'en effet le taux d'escompte a été abaissé quatre fois au total, le taux des obligations a été une fois seulement rajusté en baisse, et encore cette diminution n'a-t-elle été que d'un quart de point.

Le total des flux nets de crédit a enregistré, l'an dernier, une progression de KRS 5,2 milliards, soit 33%, après des reculs de 7 et de 14% en 1970 et en 1969 respectivement. Les banques commerciales, à elles seules, sont intervenues à raison de KRS 3,9 milliards dans cette augmentation, mais ce mouvement a été compensé dans une certaine mesure par une diminution des prêts des autres banques. La Caisse Nationale de Retraites et, dans une moindre mesure, les compagnies d'assurance, ont également accru leurs encours. Les crédits accordés par d'autres sources nationales ont diminué, par suite du réacheminement des prêts par l'intermédiaire des organismes de crédit, et les entrées nettes de capitaux privés se sont réduites de moitié, passant de KRS 2 milliards à KRS 1 milliard. La majeure partie des ressources supplémentaires collectées s'est dirigée vers le secteur des entreprises, dont les emprunts ont fait un bond de KRS 3,9 milliards en 1970 à KRS 8,7 milliards en 1971. Malgré le fléchissement enregistré dans la construction de logements et les investissements des collectivités locales, le flux de ressources en direction de ces branches d'activité s'est également gonflé. La liquidité s'est donc notablement renforcée dans tous les secteurs. L'expansion des avances des banques commerciales à l'Etat a été contrebalancée dans une large mesure par le fait que ce sont les compagnies d'assurance, au lieu des banques commerciales, qui ont assumé la plus grande partie de la charge du financement du secteur du logement.

Sous l'influence d'un important excédent des paiements extérieurs et d'une vive demande d'actifs liquides, les dépôts bancaires ont progressé de 10% pendant l'année. Les banques ont satisfait sans difficultés à leurs obligations en matière de coefficients de trésorerie et de liquidité, et ont amélioré leur position à l'égard de la Riksbank. Le gouvernement a non seulement intensifié ses emprunts à long terme pendant le second semestre de 1971, mais il a placé en outre auprès des banques des titres à court terme, pour la première fois depuis 1968, en vue d'éponger l'excès de liquidité. Au demeurant, les banques n'ont pas eu à recourir, à partir de l'été, aux crédits de la Riksbank.

Le blocage des prix mis en vigueur à l'automne de 1970 et assoupli l'été dernier a été remplacé par un régime de surveillance à partir du 1er janvier 1972. Abstraction faite des relèvements d'impôts indirects, le rythme annuel de hausse des prix était alors tombé à 3½%.

Il semble que, vers les derniers jours de 1971, l'activité économique ait amorcé une lente reprise sous l'impulsion du redressement des investissements.

*Finlande.* Après deux années de croissance rapide, l'économie finlandaise est entrée, en 1971, dans une phase de récession. L'affaiblissement des marchés étrangers a exercé un effet de contraction exceptionnellement puissant sur les exportations, mais les mesures correctives prises en vue d'atténuer l'aggravation de la balance commerciale ont contribué à réduire quelque peu le volume des importations. En forte progression au cours des deux années précédentes, les dépenses d'investissement du secteur de la construction de logements et de celui des machines et biens d'équipement ont marqué le pas. Comme la consommation s'est également inscrite en recul, le taux de croissance réel est tombé de 8 à 1% environ, et la situation s'est aggravée sur le marché de l'emploi.

Devant la forte poussée des salaires, les autorités se voyaient contraintes d'assouplir considérablement, à partir du début de 1971, les contrats nationaux de stabilisation des prix et des revenus. Dans ces conditions, elles ont maintenu la politique budgétaire et monétaire dans une orientation restrictive, tout en décidant la constitution de nouveaux dépôts au fonds d'action conjoncturelle et en laissant en place le régime de contrôle des prix et des loyers. Les nouvelles dispositions stipulées dans les conventions collectives nationales, bien que prévoyant des augmentations moyennes relativement élevées des rémunérations et un rétrécissement considérable de l'écart entre les salaires, n'ont pas empêché le déclenchement de grèves prolongées dans le bâtiment et les industries métallurgiques. Ces conflits ont débouché sur de nouvelles améliorations de salaires, qui ont encore accentué le dérapage dans ce domaine.

Par suite de l'incidence défavorable exercée par les grèves, le déficit commercial s'est creusé rapidement, de sorte qu'à la fin du printemps, un train de mesures a été adopté en vue de réduire les importations et de soutenir l'expansion des investissements. Au terme d'une très courte période de restrictions quantitatives à l'importation, une surtaxe de 15% sur le chiffre d'affaires (renforcée par une taxe de péréquation sur les importations) a été appliquée aux biens de consommation durables jusqu'à la fin de l'année. Le relèvement à 8½% du taux d'escompte, qui s'était maintenu à 7%

depuis 1962, s'est accompagné d'une majoration des taux créditeurs sur les dépôts à terme et des conditions débitrices des banques. Celles-ci ont été invitées, par ailleurs, à comprimer les crédits à la consommation et des mesures ont été prises en vue de mettre davantage de ressources à la disposition de l'industrie, entre autres l'annonce d'un déblocage imminent des sommes versées au fonds d'action conjoncturelle par les entreprises. Au cours de l'été, la Banque de Finlande a développé ses crédits à l'exportation et ses autres concours directs à l'industrie. La décision prise, en automne, de libérer les ressources du fonds d'action conjoncturelle au cours de la période de douze mois débutant le 1er septembre 1971, s'est accompagnée d'un relèvement de MF 900 millions à MF 1.225 millions des contingents de refinancement des banques auprès de la banque centrale. En décembre, le taux d'escompte a été abaissé à 7¼% avec effet au 1er janvier 1972. Les conditions de banque ont été réduites à due concurrence, à l'exception des taux appliqués aux ventes à tempérament et aux crédits à l'importation, qui sont restés inchangés.

Vers la fin de 1971, le montant des versements accumulés au cours des mois précédents au fonds d'action conjoncturelle était largement compensé par les décaissements. De plus, un afflux persistant de capitaux étrangers a contribué à élargir la liquidité, de sorte que les banques ont pu, sans intensifier leurs recours à la banque centrale, accroître leurs prêts à un rythme légèrement plus élevé que la progression des dépôts. Pour l'ensemble de l'année, les prêts bancaires se sont développés de plus de 15%, et les dépôts de près de 14%, soit les mêmes taux d'augmentation annuelle que ceux qui avaient été enregistrés en 1970.

En 1971, après trois années de stabilité relative des prix, l'indice des prix à la consommation a fait un bond en avant, passant de 3% à plus de 8½%. Au printemps de 1972, les autorités ont décidé de proroger pendant une année les contrôles des prix et des loyers, ainsi que les accords de salaires, ce qui devrait entraîner, selon les estimations, une hausse de près de 6% des prix à la consommation. Le gouvernement envisage cette année de consacrer au financement de la construction de logements la majeure partie de ses propres ressources affectées au fonds d'action conjoncturelle, et l'on s'attend à une reprise des investissements privés.

*Espagne.* La croissance de la production s'est fortement ralentie l'an dernier, sous l'effet notamment de mesures restrictives prises précédemment pour améliorer la situation des paiements extérieurs. Certes, dès le début de l'année, la politique monétaire avait été desserrée de nouveau mais, alors que les exportations faisaient des progrès satisfaisants et que les comptes extérieurs dégageaient un important excédent, l'accélération prévue du programme de dépenses publiques a été assez lente à se concrétiser, les investissements productifs ont fléchi et la demande de logements et de biens de consommation durables s'est affaiblie. De plus, la hausse des salaires et des prix s'est accélérée, en partie à la suite de mesures d'assouplissement prévues dans le cadre du dispositif de contrôle actuellement en vigueur.

En janvier 1971, des facilités de crédit élargies ont été consenties en faveur de l'exportation et des industries productrices de biens d'équipement, le régime des prêts à la construction de logements a été amélioré et la réglementation des ventes à tempérament assouplie. La Banque d'Espagne a abaissé son taux de réescompte

en deux étapes, l'une en janvier, l'autre en avril, de 6½ à 6% au total, et les taux appliqués par les banques et les établissements financiers du secteur public ont été modifiés en conséquence. En octobre, devant la progression inquiétante des entrées de fonds de caractère spéculatif, il a fallu prendre des mesures limitant l'expansion des dépôts en pesetas convertibles des non-résidents. Peu de temps après, des considérations tant intérieures qu'extérieures ont conduit les autorités à abaisser d'un point entier le taux de réescompte, qui s'est trouvé ramené à 5%. En outre, le gouvernement a annoncé en novembre la mise sur pied d'un nouveau programme de dépenses publiques consacré aux investissements et au logement, ainsi que l'institution d'un crédit d'impôt de 7% en faveur des investissements fixes dont les entreprises auront entamé la réalisation avant juin 1972.

L'expansion de la masse monétaire (monnaie et quasi-monnaie), imputable pour l'essentiel à l'accroissement de l'excédent des comptes extérieurs, a atteint la cadence élevée, même pour l'Espagne, de 24%, qui toutefois faisait suite à un taux relativement modeste de 15% en 1970. En même temps, le rythme de progression des crédits bancaires au secteur privé s'accélérait, pour atteindre 18% contre 15% en 1970. Le gouvernement, dont le budget est devenu modérément déficitaire, a fait davantage appel au marché national des capitaux, contribuant ainsi à contenir la liquidité bancaire. Cette dernière a par ailleurs subi une réduction du fait des opérations des organismes officiels de crédit qui, profitant de la faiblesse de la demande de prêt, ont amélioré leur position à l'égard de la Banque d'Espagne. Deux facteurs ont exercé toutefois une incidence beaucoup plus forte sur la liquidité: d'une part, l'excédent de la balance des paiements et, d'autre part, la réduction en janvier, suivie de la suppression en juillet, du dépôt obligatoire à l'importation institué en 1969. L'action menée par la Banque d'Espagne pour compenser ces influences, qui a consisté essentiellement, fin 1971, à réduire les contingents de réescompte des banques, a été volontairement limitée, de telle sorte que les banques commerciales ont été en mesure, à la fin de l'année, de respecter le coefficient de liquidité de 7% (institué en décembre 1970) tout en conservant une marge de liquidités disponibles supérieure à 4%.

Sur le marché des valeurs mobilières, le montant des émissions du secteur privé a été, avec PTA 117 milliards, pratiquement aussi élevé qu'en 1970. De plus, le secteur public, bénéficiant de l'appui des banques, a fortement accru le volume net de ses émissions, celles du Trésor s'élevant à PTA 62 milliards, contre PTA 11 milliards seulement en 1970. A cet égard, les taux d'intérêt, précédemment très bas, des nouveaux emprunts ont été portés à des niveaux mieux adaptés aux besoins de financement du secteur public.

Au printemps de 1972, il apparaissait à certains signes qu'une reprise était déjà en cours mais, comme la sous-utilisation du potentiel productif semblait devoir durer encore quelque temps, les autorités ont conçu leur politique monétaire de façon à laisser s'accroître modérément la liquidité bancaire.

*Portugal.* L'allure générale de l'expansion s'est un peu ralentie en 1971. Les exportations ont fait des progrès satisfaisants, de même que la consommation et les dépenses ordinaires de l'Etat, mais les investissements ont donné des signes d'essoufflement.

Reflétant en partie les transformations profondes qui ont accompagné le développement de l'économie, l'inflation a pris un tour plus aigu et les importations ont un peu plus augmenté que les exportations. L'excédent de la balance générale des paiements s'est cependant sensiblement amélioré, grâce à une vive expansion des recettes du tourisme et des envois de fonds des travailleurs émigrés.

En liaison avec le développement des achats nets de devises par la Banque du Portugal, les avoirs monétaires et quasi monétaires du secteur privé se sont accrus de 21%, contre 13% seulement en 1970. Alors que la progression de la masse monétaire avait eu tendance à se stabiliser en 1970, elle a été de 13% l'an dernier, tandis que celle de la quasi-monnaie atteignait 32%. Le secteur public a encore amélioré sa position nette à l'égard du système bancaire. Malgré l'accélération des dépenses d'investissement de l'Etat au titre du plan de développement et le ralentissement des rentrées d'impôts, le budget s'est encore soldé par un excédent global d'exécution. Le crédit bancaire au secteur privé s'est en revanche accru de près de 22%, contre 18% environ en 1970. En même temps, les banques ont réduit leur endettement à l'égard de la Banque du Portugal, et ont pu satisfaire à leurs obligations de réserve, tout en disposant d'une marge confortable à la fin de l'année. Depuis le 31 mars 1972, les banques sont tenues de déposer 40% au moins de leurs avoirs liquides auprès de la Banque du Portugal.

Les autorités ont poursuivi leurs efforts pour accroître l'offre de ressources à long terme aux fins d'investissements productifs. En plus du relèvement général des taux d'intérêt opéré au début de 1971, des mesures ont été prises pour faciliter les transactions sur valeurs à revenu variable et l'émission d'obligations convertibles. En outre, certains fonds publics à caractère financier ont été réorganisés. En novembre, des restrictions ont été imposées au crédit à la consommation. Lors de la présentation du budget de l'exercice 1972, le gouvernement a laissé entendre que de nouvelles mesures d'encouragement, de caractère sélectif, seraient prises dans le domaine du crédit à long terme et du marché financier; cette déclaration témoigne du souci croissant manifesté d'une façon générale en faveur du développement de l'économie.

*Yugoslavie.* Devant l'intensification de l'inflation et l'aggravation du déficit des comptes extérieurs, les autorités ont pris de nouvelles initiatives au début de 1971. La dévaluation du dinar de 16,7% en janvier a été accompagnée de la prorogation du plafonnement du crédit jusqu'en mars, d'un relèvement des coefficients de liquidité des banques et d'une réduction des facilités de réescompte. Malgré un certain allègement de la fiscalité, il a été décidé que les collectivités publiques stériliseraient tout accroissement de leurs recettes au-delà d'un certain montant. Au second trimestre toutefois, la politique monétaire a été quelque peu assouplie, en partie pour permettre de mener à bien les réformes de structure entreprises dans le système du crédit à court terme, notamment en ce qui concerne la décentralisation des facilités de réescompte.

Au cours du premier semestre de 1971, sous l'influence d'une activité toujours intense en matière d'investissement et d'un nouvel essor de la consommation, la pression exercée sur les ressources s'est accentuée, amenant une recrudescence de la hausse des prix et, de nouveau, un déficit important des échanges extérieurs. Aussi

les autorités ont-elles encore durci leur politique monétaire vers le milieu de l'année, en majorant les coefficients de liquidité et de réserves obligatoires et en fixant des plafonds au volume global des encours bancaires et au crédit à la consommation. En outre, elles ont institué un dépôt comptant obligatoire pour les nouveaux investissements, correspondant à 30% de leur montant, et certains projets envisagés par les entreprises ou les collectivités publiques ont été purement et simplement interdits. Enfin, en juillet, il a été décidé d'accorder une subvention de 6% aux exportations, de limiter certaines importations et de réduire les allocations de devises étrangères.

Au cours du second semestre de 1971, les tensions se sont quelque peu atténuées et le déficit commercial a diminué, mais les prix et les salaires ont continué de monter sans désespérer. En conséquence, les prix ont été bloqués en novembre, et des dispositions ont été prises par la suite en vue de limiter la progression des salaires. En décembre, le dinar a été dévalué de nouveau — de 11,8% par rapport au dollar E.U. — et le régime de l'octroi des licences d'importation a été rendu encore plus sévère.

Le taux de croissance du produit national brut, en termes réels, s'est établi à environ 9½% en 1971 (contre 6% en 1970) et, comme précédemment, il a été quelque peu dépassé par celui de la production industrielle, tandis que la production agricole restait en arrière. Les revenus des ménages ont augmenté de 25% environ au cours de l'année, et les prix à la consommation de quelque 16%. Si l'on compare cette évolution avec celle des variables monétaires, la progression de ces dernières semble avoir été plus ou moins contenue. Le volume des crédits à court terme s'est accru de 15% pendant l'année, soit légèrement moins qu'en 1970, tandis que la masse monétaire se gonflait de 14%, contre 18% l'année précédente. Le déficit commercial s'est notablement aggravé en 1971, les exportations s'étant développées de 8% et les importations de 13%. Une recrudescence des envois de fonds des travailleurs émigrés et des recettes touristiques a toutefois contribué à contenir le déficit des transactions courantes.

Au cours des quatre premiers mois de 1972, l'expansion de la masse monétaire s'est fortement accélérée, en raison notamment des entrées de capitaux ayant fait suite à la deuxième dévaluation du dinar. En conséquence, la Banque Nationale a procédé en mai au resserrement de sa politique monétaire en modifiant les coefficients de réserves minimums et en restreignant les possibilités de refinancement auprès de la banque centrale.

*Australie.* Lorsque, vers la fin de l'année 1969, une croissance harmonieuse commença de faire place à un climat de surchauffe, les autorités adoptèrent une politique de rigueur monétaire et, à partir du milieu de 1970 environ, la pression de la demande s'est atténuée. Toutefois, en grande partie par suite d'une décision prise en décembre 1970 par le tribunal national des salaires, la moyenne des rémunérations salariales a progressé de 7% au premier trimestre de 1971 pour s'établir fin mars à quelque 13% au-dessus du niveau enregistré un an auparavant, et la hausse des prix de détail a commencé à s'accélérer. Dans ces conditions, les autorités ont maintenu leur politique restrictive, sur les plans monétaire et budgétaire, jusqu'à l'apparition, vers la fin de l'année, de signes manifestes d'une récession. Sur le plan extérieur, les déficits des opérations courantes ont été plus faibles en 1970 et 1971 que pendant les deux années précédentes,

l'expansion des ventes de produits minéraux ayant compensé, et au-delà, le recul de certaines exportations traditionnelles, celles de la laine notamment. Plus frappante est l'évolution des importations de capitaux privés, dont la moyenne se situait depuis quelques années à environ \$A 1 milliard par an et qui, depuis le début de l'année 1971, se sont poursuivies à un rythme presque deux fois plus élevé. Les réserves monétaires officielles ont presque doublé, passant de \$E.U. 1,7 milliard à \$E.U. 3,3 milliards au cours de l'année.

Au début de 1971, le gouvernement a annoncé des économies budgétaires et suspendu l'abattement d'impôt de 20% dont bénéficiaient précédemment les investissements dans l'industrie de transformation. Les taux d'intérêt étant restés élevés pendant la majeure partie de l'année, la forte demande de titres d'Etat a contribué à maintenir une pression intense sur la liquidité bancaire. Pour éviter un resserrement trop sévère, le coefficient de réserves obligatoires des banques a été abaissé de 9,4 à 8,9% en avril. Les pouvoirs publics ont annoncé en août un durcissement accentué de la politique budgétaire, en vue de parvenir presque à l'équilibre général du budget pour l'exercice s'achevant en juin 1972; ces mesures comprenaient une surtaxe additionnelle de 2½% à l'impôt sur le revenu, la réduction de certains avantages en matière d'impôt sur les sociétés, et diverses majorations d'impôts indirects, droits et taxes.

Le rythme des investissements et celui des exportations sont restés assez soutenus jusque vers la fin de l'année, mais un affaiblissement de la consommation a contribué à ralentir progressivement l'activité économique générale, d'où une aggravation du chômage. En décembre, pour favoriser un assouplissement des conditions d'accès au crédit, les autorités ont réduit de nouveau le coefficient de réserves obligatoires des banques, pour le ramener à 7,1% et les ressources ainsi libérées ont été en partie transférées à des fonds spéciaux destinés au financement des prêts à moyen et long terme. En outre, les taux d'intérêt appliqués par les banques commerciales aux prêts et aux dépôts d'un montant inférieur ou égal à \$A 50.000 ont été abaissés à partir de février 1972, et une plus grande liberté a été laissée aux banques pour pratiquer des taux compétitifs sur les opérations d'un montant supérieur.

La masse monétaire (monnaie et quasi-monnaie) s'est accrue de 9%, après avoir progressé de 5% seulement en 1970; la majeure partie de cette augmentation a pris la forme de dépôts à terme et d'épargne. La liquidité des banques commerciales a été plus abondante vers la fin de l'année. La demande de crédit étant généralement peu active, les banques ont notablement renforcé leur portefeuille de titres d'Etat.

Devant l'aggravation du chômage, les autorités ont, au début de 1972, modifié du tout au tout leur politique budgétaire. Des mesures ont été prises pour atténuer le chômage dans les campagnes et, en février, le gouvernement a annoncé le rétablissement de l'abattement d'impôt en faveur des investissements, ainsi qu'une augmentation des dépenses budgétaires pour l'exercice 1971-72, sous la forme notamment de subventions accordées aux administrations des Etats pour l'exécution de programmes de travaux publics. Du fait de l'afflux persistant de capitaux étrangers, l'accès au crédit est encore devenu plus facile, mais aucun signe évident d'une reprise de la demande globale n'a encore été relevé.

*Afrique du Sud.* Après avoir connu deux années environ d'expansion assez équilibrée, l'économie sud-africaine a été soumise à une pression excessive de la demande en 1969 et en 1970, et les importations ont vivement progressé. Un recul des exportations ayant fait suite essentiellement à l'évolution défavorable des cours sur les marchés mondiaux, la balance des opérations courantes est devenue largement déficitaire. Sous l'influence de mesures restrictives, le rythme de croissance de la production s'est ralenti en 1971, mais la hausse des prix s'est accélérée et les importations se sont maintenues à des niveaux élevés. Le déficit des paiements courants s'est aggravé et n'a pu être entièrement compensé par les entrées accrues de capitaux. Il en est résulté une diminution de \$300 millions des réserves officielles en devises, qui avaient déjà perdu près de \$400 millions en 1970. En fonction de cette situation, le contrôle des importations a été renforcé en novembre et le rand a été dévalué de 12,28% par rapport à l'or en décembre.

Les limitations imposées depuis longtemps à la plupart des catégories de prêts des banques, ainsi qu'à certains de leurs placements, ont été étendues, dans les derniers mois de 1970, aux concours octroyés par les autres établissements financiers et, l'an dernier, ces dispositions ont été appliquées avec une assez grande rigueur. Les plafonds ont été maintenus au même niveau (sauf pour le crédit agricole) et, à partir de mars, les banques ont été invitées à constituer auprès de la Banque de Réserve des dépôts non productifs d'intérêt en regard des crédits accordés hors plafond. Après que le taux d'escompte officiel eut été porté de 5½ à 6½% en mars, les banques ont relevé leurs taux d'intérêt débiteurs et créditeurs. L'Etat avait, pour sa part, institué ou majoré divers impôts indirects en octobre 1970, et renforcé les restrictions sur les ventes à tempérament. Cette action a été suivie, en février et en mars 1971, de nouveaux relèvements de la taxe sur le chiffre d'affaires et des impôts indirects, d'une augmentation de 5% de la taxe complémentaire à l'impôt sur le revenu des personnes physiques et d'une majoration des taux des contributions temporaires sur le revenu des particuliers et des sociétés.

Bien que l'expansion des investissements privés se soit poursuivie dans l'industrie de transformation, les pressions exercées par la demande globale se sont progressivement relâchées avec le ralentissement des dépenses en biens durables de consommation et le marasme persistant des exportations. Les dépenses publiques ayant augmenté de 27% et les recettes fiscales n'ayant pas suivi le mouvement, le budget s'est soldé, au cours de l'année civile 1971, par un déficit de R 845 millions, soit le double environ du chiffre enregistré en 1970. De plus, malgré les mesures spéciales prises pour encourager les ventes de titres d'Etat au secteur non bancaire, et notamment une majoration des taux d'intérêt, l'octroi d'avantages fiscaux, un relèvement du pourcentage des avoirs que les organismes de retraites, d'assurance et de crédit hypothécaire sont tenus d'investir dans certaines catégories déterminées de valeurs, l'Etat a dû développer sensiblement ses recours à la banque centrale. D'autre part, la progression des encours du système bancaire à l'égard du secteur privé a été inférieure à 8%, contre 10% en 1970 et 18% en 1969. En raison notamment du déficit des comptes extérieurs, la masse monétaire (monnaie et quasi-monnaie), ne s'est accrue que de 7%; son expansion avait été très faible en 1970, avec 5%, mais elle avait dépassé 10% en 1969.

Après la dévaluation, les autorités ont continué d'appliquer une politique monétaire restrictive. A partir d'avril 1972, pour stimuler les exportations et la formation de capital fixe, elles ont autorisé les banques à dépasser les limites fixées à l'expansion de leurs encours à concurrence de 5% pour les avances à court terme et de 10% pour les crédits d'investissement. Le budget de l'Etat pour l'exercice 1972-73, présenté en mars, prévoit certains allègements fiscaux de caractère sélectif, notamment en faveur des investissements et des exportateurs améliorant leurs résultats, mais il envisage de limiter à 6% l'augmentation des dépenses publiques pendant l'exercice.

*Europe de l'Est.* En *Union Soviétique*, le ralentissement de la croissance économique au cours de l'an dernier a été principalement imputable à la stagnation de la production agricole qui a fait suite à l'essor vigoureux de 1970. Le ralentissement des investissements, qui s'est manifesté entre autres par l'inachèvement d'un nombre croissant de projets d'équipement, et le retard — jugé excessif — pris par l'industrie pour utiliser au maximum ses capacités de production, se sont traduits par une légère décélération de la production industrielle et de la construction et par une amélioration plus faible de la productivité. Tout en étant partiellement compensés par l'augmentation des prestations sociales, les relèvements plus modérés des salaires nominaux ont conduit à une diminution du rythme d'accroissement du revenu réel et des ventes au détail. En automne, compte tenu du fait que l'offre de biens de consommation continuait, dans certains cas, d'être mal adaptée à la demande, les autorités ont appliqué de nouveaux stimulants à la production de biens de consommation de masse. Le développement du commerce extérieur s'est considérablement ralenti en cours d'année, en raison notamment d'un inflexionnement des importations succédant à une augmentation de 13,6% en 1970. Selon les objectifs fixés pour 1972, la production de biens de consommation est appelée à se développer à un rythme relativement rapide, bien que l'on s'attende à un certain ralentissement de la croissance de la production industrielle. Les principaux objectifs que les autorités se sont fixés sont l'intensification du développement du secteur des services, l'amélioration de la qualité des produits et, d'une façon générale, l'obtention de progrès plus rapides en matière de productivité.

En *République démocratique allemande*, les modifications de structure ont pris le pas, l'année dernière, sur les objectifs d'une croissance rapide. Le revenu national ne s'est accru que de 4,5%, contre une moyenne de 5,2% enregistrée au cours des cinq années précédentes. La production agricole a souffert de la sécheresse, mais l'activité dans le domaine de la construction a augmenté sensiblement et la production industrielle n'a que faiblement fléchi en regard de la pénurie d'énergie et de main-d'œuvre. Les investissements ont stagné, bien que des efforts aient été faits par les autorités pour rationaliser la production afin d'appuyer les progrès accomplis en matière de productivité. La production de biens de consommation a été fortement encouragée, mais certaines insuffisances du côté de l'offre n'ont pu être compensées que par un recours accru aux importations. Néanmoins, les ventes au détail ont progressé en valeur nominale à un rythme nettement plus faible qu'au cours des années précédentes. Le volume global du commerce extérieur s'est accru de 6%, au lieu de 14% en 1970. Compte tenu de la persistance de déséquilibres structurels, les plans économiques pour 1972 prévoient une croissance modérée analogue à celle qui a été réalisée l'an passé.

**Economies des pays de l'Europe de l'Est:  
Production par secteur et revenu national «produit».**

Pays	Production brute						Revenu national «produit» <sup>1</sup>	
	Industrie		Agriculture		Construction		1970	1971
	1970	1971	1970	1971	1970	1971		
augmentations annuelles en termes réels, en pourcentage								
Bulgarie . . . . .	9,3	9,5	3,6	3,1	13,2	5,9	7,2	5,5 <sup>2</sup>
Hongrie . . . . .	7,3	5,0	-5,0	9,0	12,2	9,5	4,9	7,5
Pologne . . . . .	8,5	8,0	2,2	3,7	4,6	8,7	5,2	7,5 <sup>2</sup>
République démocratique allemande . . . . .	6,5	5,5	3,7	.	4,0	5,7	5,2	4,5
Roumanie . . . . .	11,9	11,5	-5,2	18,2	14,0	10,6	6,6	12,5
Tchécoslovaquie . . . . .	8,5	6,9	1,1	2,8	7,9	9,7	5,8	4,6
U.R.S.S. . . . .	8,5	7,8	10,3	-	11,4	9,0	9,0	6,0 <sup>2</sup>

<sup>1</sup> Produit «matériel» net.    <sup>2</sup> Estimation.

Source: Nations Unies. Commission Economique pour l'Europe. *Etude sur la situation économique de l'Europe en 1971.*

En Pologne, les objectifs économiques ont été modifiés au début de 1971, dans la perspective d'une amélioration du niveau de vie. Les autorités ont davantage mis l'accent sur la production de biens de consommation et décidé d'augmenter les salaires et les pensions, tout en annulant les précédentes hausses de prix des denrées alimentaires. Aussi les salaires réels se sont-ils accrus de 5,3% en cours d'année – alors que le taux moyen d'augmentation sur une longue période est inférieur à 2% – bien que les gains de productivité aient été plus faibles. Avec un taux d'augmentation de près de 8%, la consommation des particuliers a enregistré la progression la plus importante de tous les pays d'Europe de l'Est. L'ajustement de la production n'a cependant pas été assez rapide pour permettre de satisfaire l'expansion croissante de la demande, de sorte que les importations de biens de consommation – en particulier de denrées alimentaires – se sont fortement développées, bien que les achats à l'étranger d'autres catégories de produits soient restés limités. En valeur, le total des importations s'est accru de 11,9% en 1971 contre près de 12,5% au cours de chacune des deux années précédentes. Bien que stimulées par les ajustements intervenus sur le plan des changes et des prix, les exportations n'ont marqué qu'une expansion de 9,2%, contre 13% environ en 1970. En conséquence le déficit commercial a sensiblement progressé, mais il a été couvert, et au-delà, par l'augmentation de l'excédent des transactions invisibles. Le produit «matériel» net s'est développé de près de 7,5%, le léger ralentissement de la production industrielle ayant été compensé par les gains réalisés par l'agriculture et la construction. Les objectifs de production pour 1972 prévoient une légère décélération de la croissance dans l'industrie et accordent une place encore accrue aux biens de consommation.

En Tchécoslovaquie, l'activité dans le domaine de la construction a continué de s'accélérer l'année dernière, et les résultats de l'agriculture ont enregistré un mieux par rapport à l'année 1970. En revanche, la pénurie d'énergie et de main-d'œuvre a eu tendance à freiner l'expansion de la production industrielle. Aussi la priorité a-t-elle été accordée aux investissements destinés à accroître la production de combustibles et

d'électricité, et à améliorer le rendement; toutefois, même l'an dernier, les gains de productivité dans l'industrie ont atteint 6,5%, soit le taux d'accroissement le plus élevé de tous les pays d'Europe de l'Est. Ces progrès, ajoutés aux effets de l'assouplissement du blocage des salaires et de la réduction des prix à la consommation, ont conduit à une croissance accélérée des revenus réels et à une progression plus forte des dépenses de consommation des particuliers. Etant donné que le ralentissement de l'expansion des importations a été plus sensible que celui des exportations, l'excédent commercial — qui avait réapparu en 1970 — s'est sensiblement accru. Eu égard à la marge réduite de ressources inutilisées, le plan économique pour 1972 s'est fixé un objectif de croissance relativement faible, tout en insistant sur les améliorations structurelles et les gains en matière de productivité du travail.

En *Hongrie*, la poursuite de l'expansion accélérée des investissements a engendré des tensions, l'an dernier, sur le plan économique. En vue de détendre la situation, les autorités ont différé d'importants projets d'investissement, resserré les conditions d'octroi du crédit et comprimé les subventions à l'industrie. Par ailleurs, des hausses de prix ont été autorisées, en particulier dans la construction, en vue d'atténuer la pression de la demande interne. En dépit des progrès plus lents de la production industrielle, une reprise fort satisfaisante de la production agricole, combinée avec la poursuite d'une expansion vigoureuse de la construction, ont conduit à une accélération de la croissance du revenu national. Les gains de productivité ont diminué et, avec l'accélération de la hausse du coût de la vie, les salaires réels ont enregistré une progression plus faible. En conséquence, le taux d'accroissement des ventes au détail a fléchi, malgré une plus grande abondance de biens de consommation. Sous l'effet, en partie, de l'activité intense dans le domaine des investissements, les importations ont progressé de 19%, après s'être déjà accrues de 30% en 1970. En revanche, les exportations n'ont augmenté que de 8%, en raison de l'affaiblissement de la demande en provenance des pays d'Europe occidentale. Le déficit commercial s'est considérablement élargi et les autorités se sont efforcées de contenir la croissance des importations. Un des faits saillants de l'année écoulée a été le placement en juin par la Banque Nationale, sur le marché international des obligations, d'un emprunt à dix ans de \$25 millions au taux de 8¾%. L'objectif du plan économique pour 1972 est double: réaliser une croissance plus modérée grâce à une stabilisation des investissements au niveau élevé atteint actuellement et favoriser un redressement des échanges commerciaux.

En *Roumanie*, la croissance du revenu national « produit » a été presque deux fois plus élevée qu'en 1970, grâce aux bonnes conditions météorologiques et, en conséquence, à une forte reprise de la production agricole, qui s'était vivement ressentie des inondations en 1970. L'expansion de la production industrielle s'est poursuivie à un rythme accéléré, soutenue par la croissance rapide des effectifs de main-d'œuvre dans l'industrie, mais l'augmentation du nombre des ouvriers non qualifiés a eu tendance à limiter les gains de productivité. Le développement des investissements s'est, néanmoins, poursuivi sans relâche, en particulier dans les industries pétrochimiques. Des mesures spéciales ont été prises en vue de réduire l'écart entre les revenus nominaux dans l'agriculture et dans l'industrie, mais les salaires nominaux et réels ont, en général, beaucoup moins augmenté qu'en 1970. Ce ralentissement

s'inscrivait dans le cadre de l'action entreprise par les autorités pour orienter les ressources vers les exportations. Comme, dans le même temps, les importations ont été contenues, la balance commerciale est redevenue excédentaire et une partie de l'endettement extérieur contracté en 1969 et 1970 a pu être remboursée. De nouvelles dispositions ont été prises par les autorités en vue de libéraliser quelque peu le commerce extérieur et d'opérer une certaine décentralisation dans ce secteur, au niveau de la gestion. Diverses mesures ont été également adoptées en vue de permettre aux entreprises étrangères de prendre des participations dans des sociétés roumaines et de créer des représentations commerciales en Roumanie. Le nouveau plan quinquennal prévoit la poursuite d'une croissance rapide de l'ensemble des secteurs d'activité, l'accent étant mis à nouveau sur les dépenses en capital.

En *Bulgarie*, les mesures prises à la fin de 1970 visaient à une plus grande concentration de la gestion dans l'industrie et l'agriculture et à une accélération de l'industrialisation, et leurs effets se feront sentir progressivement. Dans le même temps, la croissance du revenu national s'est ralentie l'an dernier du fait, principalement, de l'évolution de la production dans la construction et l'agriculture. La production industrielle a continué de se développer à une allure satisfaisante même si, dans certains secteurs-clés des biens d'investissement, les résultats ont été inférieurs aux prévisions. La production de biens de consommation a bénéficié de stimulants spéciaux, mais elle n'a pas réussi à rattraper la demande. En raison de la pénurie de main-d'œuvre qualifiée et d'un nombre croissant de projets d'investissement restés inachevés, les gains enregistrés dans la productivité ont été plus faibles. La progression des salaires réels a été assez satisfaisante, en partie du fait que le niveau des prix a pu être maintenu pratiquement stable, une baisse des prix des produits industriels ayant été opérée pour compenser le renchérissement des denrées alimentaires. Après avoir été fortement comprimées durant les deux années précédentes, les importations ont accusé une progression de 14,7% en 1971. Quant aux exportations, leur développement n'a été que de 8,8%, mais la balance commerciale est demeurée excédentaire. Bien que certaines ressources fassent défaut, le nouveau plan quinquennal table une fois encore sur un taux élevé de croissance.

### III. ÉCHANGES ET PAIEMENTS INTERNATIONAUX.

Le montant total des échanges commerciaux internationaux, exprimé en valeur, a continué l'an dernier d'augmenter à un rythme élevé (11 ½%), compte tenu notamment de la lenteur de la reprise en Amérique du Nord, du ralentissement d'activité dans de nombreux autres pays développés et des incertitudes nées de la crise monétaire. Ce taux est certes inférieur de 3 points à celui de 1970, mais il se situe nettement au-dessus de la moyenne annuelle de quelque 9% calculée sur l'ensemble de la décennie 1960-69. Il devient toutefois moins impressionnant si l'on tient compte que les prix moyens des produits échangés entre les différents pays ont accusé une hausse de 5% environ, légèrement plus faible qu'en 1970, mais bien supérieure à la progression annuelle de quelque 1% notée durant les années soixante. En outre, une comparaison de 1971 avec 1967, année caractérisée également par une faiblesse de la demande à l'échelon international, fait ressortir une croissance en volume à peu près identique, soit de 5 à 6% environ, contre une expansion moyenne de 8% sur

#### Commerce international.

Zones	Exportations (f.o.b.)		Importations (c.a.f.)		Taux d'accroissement des			
					exportations		importations	
	1970	1971	1970	1971	1970	1971	1970	1971
	en milliards de dollars E.U.				en pourcentage			
<b>Zones développées</b>								
Europe occidentale								
C.E.E. . . . .	88,7	101,1	88,7	100,0	17,0	14,0	17,0	13,0
A.E.L.E. <sup>1</sup> . . . . .	43,3	48,5	51,2	56,0	13,0	12,0	16,0	9,5
Autres pays . . . . .	6,5	7,4	12,3	13,5	18,0	14,0	18,5	10,0
Total . . . . .	138,5	157,0	152,2	169,5	15,5	13,5	17,0	11,5
Etats-Unis . . . . .	43,2	44,1	42,5	48,5	13,5	2,0	11,0	14,0
Canada . . . . .	16,8	18,3	14,5	16,8	16,5	9,0	2,0	15,5
Japon . . . . .	19,3	24,0	18,9	19,7	21,0	24,5	25,5	4,5
Autres pays <sup>2</sup> . . . . .	8,2	8,9	10,2	11,0	7,0	9,0	16,0	7,5
Total . . . . .	226,0	252,3	236,3	265,5	15,5	11,5	15,5	11,5
<b>Zones en voie de développement</b>								
Amérique latine . . . . .	13,8	.	14,0	.	11,5	.	13,0	.
Autres zones . . . . .	40,3	.	41,6	.	11,0	.	11,0	.
Total . . . . .	54,1	60,0	55,6	63,0	11,5	11,0	11,5	13,5
<b>Total général<sup>3</sup> . . . . .</b>	<b>280,1</b>	<b>312,3</b>	<b>293,9</b>	<b>328,5</b>	<b>14,5</b>	<b>11,5</b>	<b>14,5</b>	<b>11,5</b>

<sup>1</sup> Y compris la Finlande et l'Islande <sup>2</sup> Afrique du Sud, Australie et Nouvelle-Zélande. <sup>3</sup> Représente en gros 90% du total des échanges mondiaux, les exportations et les importations des pays à économie planifiée n'étant incluses que dans la mesure où elles sont enregistrées dans les échanges commerciaux avec le reste du monde.

l'ensemble de la dernière décennie. Si la hausse des prix, exprimés en dollars, des marchandises échangées ne s'est que modérément atténuée l'an dernier, il faut en attribuer essentiellement la cause à la persistance de l'inflation dans les pays industriels. Cependant, certains facteurs particuliers sont également entrés en jeu, principalement la dépréciation du dollar en termes de nombreuses autres monnaies, mais aussi les accords sur le prix du pétrole qui ont abouti, dans le courant de l'année, à un renchérissement de 20% des prix des exportations de carburants.

Dans l'ensemble, les termes de l'échange des zones développées et des zones en voie de développement, exprimés en dollars E.U., ne se sont pas modifiés l'an dernier mais, à l'intérieur de chacune des deux zones, des tendances très divergentes se sont fait jour. Dans le monde en voie de développement, on relève un contraste frappant entre les pays producteurs de pétrole et les autres. En effet, les cours des matières premières autres que les produits énergétiques ont, en général, fait preuve de faiblesse, mis à part quelques exceptions telles que certains produits agricoles importants. Dans les pays industrialisés, à une détérioration des termes de l'échange en Amérique du Nord s'est opposée une évolution en sens inverse en Europe et au Japon. Les prix des produits manufacturés ont accusé une progression de 6%, mais, là encore, les chiffres ont été gonflés du fait qu'ils sont exprimés en dollars.

Exportations comme importations se sont accrues de 11½% dans l'ensemble des pays industriels, encore que ce résultat révèle d'amples mouvements compensatoires entre l'Amérique du Nord et les autres pays, Japon notamment. La croissance des exportations en provenance des zones en voie de développement ne s'est que très faiblement ralentie, alors que les importations se sont accrues à un rythme plus rapide. L'inverse s'est produit dans les pays à économie planifiée, où les ventes ont progressé plus vite que les achats, et ce à des taux moyens avoisinant 8%, c'est-à-dire bien inférieurs à ceux du reste du monde.

C'est le Japon qui a enregistré le recul le plus marqué du taux d'expansion des importations — de 25½% en 1970 à 4½% l'an dernier. Une forte contraction s'est également produite en Australie et en Afrique du Sud en raison de l'état déprimé de la demande dans ces pays. Seule l'Amérique du Nord a connu une accélération des achats à l'étranger, qui traduisait l'amorce d'un mouvement de reprise de la conjoncture et l'anticipation d'une dépréciation du dollar canadien et du dollar des Etats-Unis vis-à-vis des autres grandes monnaies. Cette accélération a été spécialement marquée au Canada, où les achats à l'étranger se sont développés de 15½% en 1971, contre 2% en 1970. En Europe, le ralentissement a été particulièrement prononcé dans la zone de l'A.E.L.E., et il a été en grande partie la conséquence de l'évolution qui s'est produite dans les pays scandinaves.

En ce qui concerne les exportations, c'est en Amérique du Nord que leur ralentissement a été le plus sensible — tant les Etats-Unis que le Canada ont vu leurs échanges avec l'Europe et le Japon marquer un fléchissement net ou une quasi-stagnation, bien que cette évolution ait été compensée dans une certaine mesure par une progression de 14½% des ventes américaines au Canada et des livraisons canadiennes vers les Etats-Unis. A l'autre extrême, les exportations japonaises ont encore accéléré leur cadence de progression, notamment à destination des Etats-Unis et du Canada. En

Progression des exportations en provenance des principales zones industrielles.

Exportations en provenance de:	Années	Zones destinataires						Total
		Europe occidentale		Amérique du Nord	Japon	Autres pays développés <sup>2</sup>	Pays en voie de développement	
		C.E.E.	A.E.L.E. <sup>1</sup>					
en pourcentage par rapport à l'année précédente, sur la base des valeurs en dollars								
C.E.E. . . . .	1969	26,0	14,0	4,5	16,0	12,5	11,5	19,0
	1970	18,5	17,0	10,5	33,0	15,0	15,5	17,0
	1971	14,5	12,5	18,0	— 4,5	10,5	12,5	14,0
A.E.L.E. <sup>1</sup> . . . . .	1969	18,5	16,5	5,0	29,5	13,5	16,5	15,0
	1970	15,0	19,5	3,0	14,5	10,5	9,0	13,0
	1971	8,5	11,5	16,5	6,5	11,0	9,0	12,0
Amérique du Nord . . . . .	1969	14,5	4,5	14,0	16,0	5,0	4,0	10,0
	1970	23,5	18,5	3,5	33,0	19,0	17,5	14,5
	1971	— 1,0	— 5,0	14,5	— 10,5	3,0	3,5	4,0
Japon . . . . .	1969	41,0	— 3,0	23,0	—	36,5	22,0	23,5
	1970	34,5	46,5	19,5	—	33,0	13,5	21,0
	1971	25,5	21,5	29,0	—	10,0	25,5	24,5

<sup>1</sup> Y compris la Finlande et l'Islande. <sup>2</sup> Y compris les pays à économie planifiée.

Europe, l'expansion des ventes des pays de la C.E.E. s'est quelque peu modérée à la fois du fait de l'évolution qui s'est produite à l'intérieur de cette zone et de la tendance défavorable des échanges avec le Japon. Par contre, les pays de l'A.E.L.E. ont bien maintenu le rythme de croissance de leurs exportations, en raison notamment des résultats favorables obtenus par le Royaume-Uni.

**Balances des paiements.**

L'un des effets secondaires de l'ajustement des taux de change qui a eu lieu l'an dernier est la difficulté d'obtenir pour l'année 1971 des chiffres comparables sur les balances des paiements, lorsque le dollar E.U. est pris comme dénominateur commun pour la présentation des données afférentes à tous les pays. Deux problèmes fondamentaux se posent: en premier lieu, chaque pays n'a pas utilisé la même méthode de conversion officielle en dollars; en effet, quelques pays ont continué jusqu'à la fin de 1971 de convertir leurs chiffres sur la base de l'ancienne parité avec le dollar. En second lieu, les balances générales en termes de dollars E.U., telles qu'elles étaient établies d'après les données officielles des différents pays, ont subi les répercussions de la réévaluation des postes afférents à la position monétaire extérieure.

En ce qui concerne ce dernier problème, les changements intervenus dans les balances générales à la suite des réévaluations comptables de 1971 ont été exclus, dans la mesure où les statistiques disponibles l'ont permis. Bien qu'il subsiste encore certaines restrictions dans les données, les marges d'erreur ne devraient pas interdire un examen d'ensemble de l'évolution des échanges commerciaux et des paiements en 1971.

Sur le plan des opérations courantes, les Etats-Unis ont été l'an dernier le seul pays du Groupe des Dix à enregistrer un déficit d'une certaine ampleur. Les autres membres du Groupe ont dégagé un excédent, à l'exception des Pays-Bas, dont les comptes ont fait apparaître un léger solde passif, et de la France, dont le déficit à l'égard des pays situés hors de la zone franc a été, estime-t-on, compensé par un surplus des opérations avec la zone franc. Etats-Unis mis à part, l'excédent global s'est établi à quelque \$11 milliards, soit en gros 1% du produit national brut consolidé des autres pays du Groupe, le Japon, le Royaume-Uni et l'Italie se taillant la part du lion.

La balance des transactions courantes du Japon doit sa solidité aux échanges de marchandises, dont l'excédent s'est accru progressivement durant les années soixante pour bondir l'an dernier à \$8 milliards. Au Royaume-Uni et en Italie où, de tout temps, la principale source de revenus a été constituée par les transactions invisibles, le surplus commercial a été également substantiel l'an dernier. L'Allemagne fédérale se distingue par son énorme excédent d'exportations et par le déficit le plus important du monde au titre des invisibles. Ce dernier a grimpé en 1971 à \$6 milliards, annulant pratiquement les gains nets obtenus des échanges commerciaux. En ce qui concerne les Etats-Unis, la forte détérioration de la balance des opérations courantes a été due entièrement au commerce extérieur, tandis que les services et les transferts ont dégagé un léger excédent, ce qui constitue ainsi un renversement de la position habituelle de ces postes l'un par rapport à l'autre.

Du côté des mouvements de capitaux, le trait saillant a été le déficit des Etats-Unis qui, avec \$20 milliards, a représenté jusqu'à 2% du produit national brut; autrement, seuls l'Italie, le Canada et, sur la base des règlements, l'U.E.B.L., ont enregistré des sorties nettes. En tout état de cause, le compte capital de l'Italie est généralement en déficit, et les résultats de l'an dernier ont été largement influencés par les encouragements fournis aux résidents par les autorités en faveur du remboursement par anticipation des emprunts contractés à l'étranger en 1970. Contrairement à l'habitude, des sorties nettes se sont produites au Canada et, dans ce cas également, elles ont reflété dans une large mesure l'action délibérée des autorités monétaires en présence de l'excédent des paiements courants. L'afflux net de capitaux le plus considérable (\$3,5 milliards environ) a été le fait de l'Allemagne fédérale: il s'est pratiquement concentré en totalité sur les cinq premiers mois de l'année. De même, les opérations en capital se sont soldées en France, au Japon, au Royaume-Uni et en Suisse par un volume respectable d'entrées nettes. Toutefois, pour l'ensemble des pays du Groupe des Dix, exception faite des Etats-Unis, mais en incluant la Suisse, l'afflux net de capitaux s'est élevé à \$10 milliards seulement, ce qui laisse supposer qu'un important volume net de fonds a quitté les Etats-Unis pour venir s'investir dans les autres zones soit directement, soit indirectement par l'intermédiaire des pays du Groupe.

Quant aux balances générales, c'est le Japon, avec \$7,5 milliards, qui se classe en tête des pays excédentaires, suivi de l'Allemagne fédérale, du Royaume-Uni, de la Suisse et de la France, avec des gains nets compris entre \$3,5 milliards et \$2 milliards. Tous les autres pays ont également dégagé des excédents, à part le Canada, dont les comptes ont fait apparaître un solde débiteur de \$0,5 milliard et, bien entendu, les Etats-Unis qui, sur la base dite des «liquidités nettes», ont dû affronter un énorme

**Balances des paiements des pays membres du Groupe  
des Dix.<sup>1</sup>**

Pays	Périodes	Balance commerciale (f.o.b.)	Services et transferts	Balance des opérations courantes	Mouvements de capitaux en chiffres nets <sup>2</sup>	Balance générale <sup>3</sup>
		en millions de dollars E.U.				
Allemagne fédérale . . . . .	1961-65	+ 2.005	- 2.215	- 210	+ 270	+ 60
	1966-70	+ 4.985	- 3.455	+ 1.530	- 1.040	+ 490
	1971	+ 6.330	- 6.210	+ 120	+ 3.555	+ 3.675
Belgique-Luxembourg <sup>4</sup> . . . . .	1961-65	-	+ 35	+ 35	+ 25	+ 60
	1966-70	+ 185	+ 10	+ 195	- 170	+ 25
	1971	+ 850	+ 20	+ 870	- 685	+ 185
France <sup>5</sup> . . . . .	1961-65	+ 330	+ 290	+ 620	+ 230	+ 850
	1966-70	- 110	- 360	- 470	- 175	- 645
	1971	- 15	- 590	- 605	+ 2.635	+ 2.030
Italie . . . . .	1961-65	- 660	+ 1.240	+ 580	- 290	+ 290
	1966-70	+ 315	+ 1.590	+ 1.905	- 1.755	+ 150
	1971	+ 420	+ 1.480	+ 1.900	- 1.115	+ 785
Pays-Bas . . . . .	1961-65	- 465	+ 540	+ 75	- 30	+ 45
	1966-70	- 565	+ 435	- 130	+ 235	+ 105
	1971	- 700	+ 525	- 175	+ 715	+ 540
Total C.E.E. . . . .	1961-65	+ 1.210	- 110	+ 1.100	+ 205	+ 1.305
	1966-70	+ 4.810	- 1.780	+ 3.030	- 2.905	+ 125
	1971	(+ 6.885)	(- 4.775)	(+ 2.110)	(+ 5.105)	(+ 7.215)
Suède <sup>6</sup> . . . . .	1961-65	- 200	+ 215	+ 15	+ 75	+ 90
	1966-70	- 195	+ 30	- 165	+ 120	- 45
	1971	+ 380	- 195	+ 185	+ 90	+ 275
Royaume-Uni . . . . .	1961-65	- 610	+ 510	- 100	- 450	- 550
	1966-70	- 715	+ 965	+ 250	- 245	+ 5
	1971	+ 730	+ 1.590	+ 2.320	+ 1.265	+ 3.585
Canada . . . . .	1961-65	+ 455	- 1.175	- 720	+ 855	+ 135
	1966-70	+ 1.220	- 1.515	- 295	+ 930	+ 635
	1971	+ 2.260	- 2.040	+ 220	- 820	- 600
Japon . . . . .	1961-65	+ 390	- 660	- 270	+ 195	- 75
	1966-70	+ 2.725	- 1.485	+ 1.240	- 340	+ 900
	1971	+ 7.900	- 2.000	+ 5.900	+ 1.775	+ 7.675
Total, y compris la C.E.E. . . . .	1961-65	+ 1.245	- 1.220	+ 25	+ 880	+ 905
	1966-70	+ 7.845	- 3.785	+ 4.060	- 2.440	+ 1.620
	1971	(+ 18.155)	(- 7.420)	(+ 10.735)	(+ 7.415)	(+ 18.150)
Etats-Unis . . . . .	1961-65	+ 5.435	- 1.630	+ 3.805	- 6.380	- 2.575
	1966-70	+ 2.235	- 1.495	+ 740	- 4.585	- 3.845
	1971	- 2.880	+ 105	- 2.775	- 19.915	- 22.690
Total général . . . . .	1961-65	+ 6.680	- 2.850	+ 3.830	+ 5.500	- 1.670
	1966-70	+ 10.080	- 5.280	+ 4.800	- 7.025	- 2.225
	1971	(+ 15.275)	(- 7.315)	(+ 7.960)	(- 12.500)	(- 4.540)
Pour mémoire Suisse <sup>6,7</sup> . . . . .	1967-70	- 760	+ 1.105	+ 345	+ 280	+ 625
	1971	- 1.465	+ 1.515	+ 50	(+ 2.380)	(+ 2.430)

<sup>1</sup> Les chiffres pour 1961-65 et 1966-70 sont des moyennes annuelles. Les données afférentes à 1971 correspondent à celles qui figurent sur les tableaux des différents pays (à l'exclusion des allocations de D.T.S.) et sont extraites des documents officiels des pays intéressés. Elles ne sont pas strictement comparables dans la mesure où les méthodes de conversion adoptées par les divers pays ne sont pas compatibles. Sauf pour la Belgique-Luxembourg, toutes les données sont calculées sur la base des transactions. <sup>2</sup> Y compris les erreurs et omissions. <sup>3</sup> Egale aux variations des avoirs officiels nets (à l'exclusion des allocations de D.T.S.) et de la position extérieure nette des banques commerciales, sauf pour les Etats-Unis où elle correspond à la balance des liquidités nettes (à l'exclusion des allocations de D.T.S.) et pour le Royaume-Uni où, à partir de 1963, ne sont pas compris les emprunts nets en devises des banques britanniques aux fins d'investissement à l'étranger pour compte de résidents, ni les crédits commerciaux fournis par des banques britanniques. Les chiffres sont nets des gains ou pertes estimés de la réévaluation dans la mesure où les données disponibles ont permis d'en tenir compte (pour plus de détails, se reporter à chaque pays). <sup>4</sup> Sur la base des règlements; exportations et importations en partie c.a.f. <sup>5</sup> Vis-à-vis des pays situés hors de la zone franc. <sup>6</sup> Importations c.a.f. <sup>7</sup> Les chiffres pour la Suisse ne sont disponibles sur une base à peu près identique qu'à partir de 1967.

déficit de \$22,5 milliards. Ainsi, pour l'ensemble des pays du Groupe, les règlements extérieurs se sont soldés globalement par un passif net de \$2 milliards environ à l'égard du reste du monde. L'excédent consolidé du Groupe au titre des opérations courantes n'a pas été suffisant pour compenser les sorties nettes de capitaux, principalement des Etats-Unis.

*Etats-Unis.* En 1971, la balance américaine des paiements a accusé une détérioration énorme et sans précédent dans l'histoire économique des Etats-Unis.

Pour la première fois depuis 1935, la balance commerciale a fait apparaître un solde annuel négatif (d'après les données de la balance des paiements), l'excédent de \$2,1 milliards de 1970 ayant fait place à un déficit de \$2,9 milliards, correspondant à 7% des exportations brutes.

Les exportations n'ont augmenté que de 2% en valeur et ont légèrement fléchi en volume. Le développement des ventes de produits agricoles, qui est à l'origine de près de 60% de la progression en valeur, s'explique en grande partie par la hausse des prix et par la montée en flèche des livraisons de cotonnades. En ce qui concerne les autres catégories de marchandises, on a noté d'une part un recul brutal des expéditions de produits semi-ouvrés, du fait des grèves qui ont paralysé l'industrie des métaux et, d'autre part, un accroissement considérable des ventes d'avions, notamment de turbo-réacteurs géants, et des exportations de produits de l'industrie automobile, contrecoup notamment de la grève de 1970 à la General Motors. La progression de quelque 14½% de la valeur des importations, par rapport à 1970, s'explique à hauteur d'un peu plus de 5 points par la hausse des prix. Le gonflement exceptionnellement élevé (plus de 12%) des importations de fournitures et matières premières à usage industriel a été provoqué en partie par les grèves qui ont affecté l'économie américaine. Les importations de produits de l'industrie automobile canadienne ont marqué une vive expansion (+29%), en grande partie sous l'effet, là aussi, de la grève à la General Motors, encore que les achats à d'autres pays se soient également développés à un rythme fort élevé (+43%). Les importations d'autres biens de consommation (à l'exception des denrées alimentaires) ont enregistré des progrès importants (plus de 13%). L'augmentation du volume total des achats à l'étranger s'explique, à concurrence d'un tiers, par les produits de l'industrie automobile et, à raison d'un autre tiers, par les produits semi-ouvrés. La détérioration de \$5 milliards de la balance commerciale est imputable, à concurrence de \$2,1 milliards, aux échanges avec les pays d'Europe occidentale, qui ont laissé un solde de \$0,8 milliard en faveur des Etats-Unis et, à raison de \$2 milliards, aux opérations commerciales avec le Japon, qui ont dégagé un déficit net de \$3,2 milliards à l'égard de ce pays.

L'une des raisons pour lesquelles il est difficile de se faire une idée précise de la situation fondamentale est qu'en 1971 le commerce a été affecté par différentes grèves. Selon les estimations officielles, ce facteur aurait peut-être contribué, à concurrence de \$1 milliard, au renversement de \$5 milliards intervenu dans la balance commerciale.

La croissance moins rapide que d'habitude des débouchés étrangers à un moment où l'économie américaine amorçait une reprise constitue toutefois, à n'en pas douter,

**Etats-Unis: Balance des paiements.\***

Postes	1969	1970				1971	
		Année entière	1er semestre	2ème semestre	Année entière	1er semestre	2ème semestre
en millions de dollars							
<b>Commerce extérieur (f.o.b.)</b>							
Exportations . . . . .	36.490	41.980	20.825	21.155	42.770	21.720	21.050
Importations . . . . .	35.830	39.870	19.580	20.310	45.650	22.535	23.115
<b>Balance commerciale</b>	+ 660	+ 2.110	+ 1.265	+ 845	- 2.880	- 815	- 2.065
<b>Autres transactions courantes</b>							
Revenus des investissements . .	+ 5.975	+ 6.240	+ 3.045	+ 3.195	+ 7.950	+ 3.965	+ 3.985
Transactions militaires	- 3.340	- 3.370	- 1.715	- 1.655	- 2.855	- 1.330	- 1.525
Tourisme et transports	- 1.780	- 1.980	- 950	- 1.030	- 2.245	- 1.050	- 1.195
Dons de l'Etat . . . .	- 1.645	- 1.740	- 810	- 930	- 2.015	- 910	- 1.105
Divers . . . . .	- 770	- 815	- 420	- 395	- 730	- 310	- 420
<b>Total . . . . .</b>	- 1.560	- 1.685	- 850	- 815	+ 105	+ 365	- 260
<b>Balance des paiements courants</b>	- 900	+ 445	+ 415	+ 30	- 2.775	- 450	- 2.325
<b>Capitaux à long terme</b>							
Opérations du gouvernement américain . . . . .	- 1.930	- 2.030	- 1.045	- 985	- 2.380	- 1.315	- 1.065
Investissements directs	- 2.420	- 3.475	- 2.025	- 1.450	- 4.720	- 2.690	- 2.030
Divers . . . . .	+ 2.370	+ 2.020	+ 785	+ 1.235	+ 590	+ 115	+ 705
<b>Total . . . . .</b>	- 1.980	- 3.485	- 2.285	- 1.200	- 6.510	- 4.120	- 2.390
<b>Balance de base . .</b>	- 2.880	- 3.040	- 1.870	- 1.170	- 9.285	- 4.570	- 4.715
<b>Capitaux à court terme non liquides du secteur privé . .</b>	- 600	- 545	- 255	- 290	- 2.530	- 790	- 1.740
Erreurs et omissions	- 2.605	- 1.100	- 430	- 670	- 10.875	- 3.325	- 7.550
Allocations de D.T.S.	-	+ 865	+ 435	+ 430	+ 715	+ 360	+ 355
<b>Balance des liquidités nettes. .</b>	- 6.085	- 3.820	- 2.120	- 1.700	- 21.975	- 8.325	- 13.650
<b>Capitaux liquides du secteur privé</b>							
Créances . . . . .	+ 125	+ 240	+ 100	+ 140	- 1.090	- 225	- 865
Engagements . . . .	+ 6.660	- 6.240	- 2.245	- 3.895	- 6.705	- 2.750	- 3.955
<b>Total . . . . .</b>	+ 8.785	- 6.000	- 2.145	- 3.855	- 7.795	- 2.975	- 4.820
<b>Balance des transactions entre autorités monétaires . . . . .</b>	+ 2.700	- 9.820	- 4.265	- 5.555	- 29.770	- 11.300	- 18.470

\* Sur la base des transactions, après ajustement des variations saisonnières.

le principal facteur à l'origine de ce revirement. La stagnation prolongée de l'économie américaine aurait certainement pu, pensait-on, inciter les entreprises industrielles à développer leurs exportations et à freiner l'expansion de leurs importations. En réalité, toutefois, le volume des exportations a enregistré une légère baisse, alors que celui des importations a progressé de 9%. Compte tenu de l'évolution relative, dans le passé, des échanges commerciaux et de l'activité économique, on aurait pu s'attendre à de meilleurs résultats. Dans l'ensemble, on a estimé que les facteurs conjoncturels ont été responsables de la moitié environ de la détérioration de la balance commerciale.

Même compte tenu de l'incidence des grèves (de l'ordre de \$1 milliard) et des répercussions des facteurs conjoncturels (environ \$2,5 milliards), il reste que d'autres facteurs ont concouru, à raison de \$1,5 milliard, à la détérioration de la balance commerciale. Bien que la tendance ait été nettement orientée à la baisse au cours des six années précédentes, reflétant l'affaiblissement de la capacité de concurrence de l'industrie américaine, la balance commerciale s'est également ressentie défavorablement l'an dernier des phénomènes de décalage dans les règlements commerciaux, associés à la spéculation et à l'incertitude qui a plané sur les taux de change. De surcroît, ces facteurs ont sans doute exercé leurs effets aussi bien avant le 15 août qu'au cours de la période ultérieure de flottement des cours de change. Il n'est pas exclu par contre que les importations aient été freinées dans une certaine mesure par la surtaxe de 10%.

La détérioration des échanges commerciaux ne s'est pas entièrement reflétée dans la balance des opérations courantes, qui a fléchi de \$3,2 milliards, pour faire apparaître un déficit de \$2,8 milliards. Deux secteurs des transactions courantes se sont améliorés en cours d'année: d'une part, l'excédent des revenus nets des investissements est passé de \$6,2 milliards à \$8 milliards, du fait en partie de l'incidence exercée par la réévaluation comptable sur les recettes en devises, mais surtout d'une diminution des décaissements au titre du service des intérêts, par suite de la baisse des taux aux Etats-Unis; d'autre part, les dépenses militaires ont fléchi de \$0,5 milliard en chiffres nets, sous l'effet principalement de la progression des ventes de matériel de guerre.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux à long terme, les investissements directs des Etats-Unis à l'étranger, d'un montant de \$4,5 milliards, se sont poursuivis au rythme élevé noté en 1970, en dépit d'un fléchissement au cours des derniers mois de l'année, en raison des incertitudes pesant sur les taux de change. Parallèlement on a assisté, pour la première fois depuis sept ans, à un certain désinvestissement net, d'une ampleur limitée il est vrai, opéré par des entreprises étrangères, du fait également de considérations de taux de change. Si l'on ajoute à ces différents mouvements la forte progression des autres créances nettes à long terme sur l'étranger — de nature bancaire pour la plupart — et une légère augmentation des sorties au titre des transactions gouvernementales, on constate que les mouvements de capitaux à long terme se sont soldés par un déficit de \$6,5 milliards, contre \$3,5 milliards en 1970.

Et pourtant, ce sont les mouvements de capitaux à court terme qui sont à l'origine de la plus grande partie du déficit. Le chiffre de \$21,2 milliards de sorties nettes (y compris les erreurs et omissions et les mouvements de capitaux liquides) se passe de commentaires, étant donné les fortes raisons qui incitaient les résidents comme les étrangers à fuir le dollar.

La balance des transactions entre autorités monétaires s'est soldée par un déficit record de \$29,8 milliards pour l'ensemble de l'année, contre un solde passif de \$9,8 milliards en 1970, lequel dépassait déjà de plus de \$7 milliards celui de l'année précédente.

Au premier trimestre de 1972, le déficit commercial s'est légèrement accru, après ajustement, pour se situer à \$1,6 milliard. Cela n'est guère surprenant en soi, étant donné qu'à court terme l'incidence défavorable de la dévaluation sur les termes de l'échange contrebalance les effets d'ordre quantitatif. D'après des données encore incomplètes, les services auraient enregistré une détérioration sensible, en raison principalement du recul des revenus des investissements, de sorte que l'excédent se serait contracté, passant de \$1 milliard au cours du trimestre précédent à environ \$700 millions. En revanche, l'amélioration constatée au titre des mouvements de capitaux à long terme et de fonds non liquides a permis de réduire le déficit des liquidités nettes, qui est revenu de \$4,3 milliards à \$3,2 milliards, y compris l'allocation de D.T.S. (\$180 millions en chiffres ajustés pour le trimestre). Le changement le plus significatif a toutefois été la diminution des sorties nettes de capitaux « liquides » du secteur privé, qui sont tombées de \$1,9 milliard à \$300 millions seulement. De ce fait, la balance des transactions entre autorités monétaires a fait ressortir un déficit net de \$3,5 milliards, contre \$6,3 milliards au cours du trimestre précédent.

*Canada.* Dans le passé, la balance des paiements courants du Canada faisait traditionnellement ressortir un déficit, qui était le résultat net d'un excédent commercial et d'un solde négatif des transactions invisibles. En 1970, en revanche, elle est devenue excédentaire après avoir marqué un revirement de l'ordre de \$2 milliards. Cette évolution semblait refléter d'une part le ralentissement de l'activité économique au Canada et, d'autre part, l'entrée en jeu d'un certain nombre de facteurs spéciaux, en particulier les distorsions provoquées par les grèves. Il est toutefois possible que ce changement ait revêtu un caractère plus profond car, en 1971, les opérations courantes sont restées légèrement excédentaires, bien que le rythme d'expansion de l'activité économique ait été beaucoup plus rapide au Canada que chez ses partenaires commerciaux.

Cet excédent de l'an passé s'est principalement concentré sur le premier semestre et a résulté d'un solde positif de près de \$2,3 milliards des échanges commerciaux (soit 22% de moins qu'en 1970) et d'un déficit de \$2 milliards approximativement au titre des services et transferts (en progression de 10% sur l'année précédente). Il ne fait aucun doute que la hausse des cours du dollar canadien sur le marché des changes pendant le second semestre de 1970 a eu une influence sur ces résultats.

Les importations de marchandises se sont accélérées progressivement en cours d'année, pour accuser une augmentation de 12% en valeur et de 9½% en volume, la hausse des prix comptant pour 2%. Par contre, les exportations n'ont marqué qu'une avance de 6% qui s'explique entièrement par une progression en volume. Parmi les différentes catégories de biens importés, ce sont les produits de l'industrie automobile qui ont enregistré la plus forte expansion, ayant fait un bond de 26% en 1971, après un fléchissement de 8% en 1970. Sous l'effet en grande partie du recul des cours mondiaux des métaux non-ferreux, les recettes d'exportation se sont fortement ressenties d'une diminution de 5% des ventes de métaux et de minerais qui

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

Postes	1969	1970		1971			
		Année entière	1er semestre	2ème semestre	Année entière	1er semestre	2ème semestre
en millions de dollars E.U. <sup>2</sup>							
<b>Commerce extérieur (f.o.b.)</b>							
Exportations . . .	13.820	16.115	7.925	8.190	17.665	8.670	8.995
Importations . . .	12.955	13.225	6.705	6.520	15.405	7.450	7.955
Balance commerciale	+ 865	+ 2.890	+ 1.220	+ 1.670	+ 2.260	+ 1.220	+ 1.040
<b>Services et transferts</b>	- 1.745	- 1.860	- 1.050	- 810	- 2.040	- 1.060	- 980
Balance des paiements courants .	- 880	+ 1.030	+ 170	+ 860	+ 220	+ 160	+ 60
<b>Mouvements de capitaux à long terme . .</b>	+ 1.945	+ 690	+ 535	+ 155	+ 475	+ 290	+ 185
Balance de base . .	+ 1.065	+ 1.720	+ 705	+ 1.015	+ 695	+ 450	+ 245
<b>Mouvements de capitaux à court terme<sup>3</sup></b>	- 515	- 25	+ 15	- 40	- 1.295	- 1.155	- 140
<b>Allocations de D. T. S.</b>	-	+ 125	+ 125	-	+ 115	+ 115	-
<b>Balance générale . .</b>	+ 550	+ 1.820	+ 845	+ 975	- 485	- 590	+ 105 <sup>4</sup>

<sup>1</sup> Sur la base des transactions. <sup>2</sup> Depuis le second trimestre de 1970, les chiffres ont été convertis aux cours trimestriels moyens cotés sur le marché au comptant. <sup>3</sup> Y compris les erreurs et omissions. <sup>4</sup> Les avoirs officiels nets en or et assortis d'une garantie-or sont toujours évalués à la parité de \$35 l'once.

s'étaient développées de 28% en 1970. L'évolution conjoncturelle à l'étranger permet d'expliquer la raison pour laquelle les exportations en direction des pays autres que les Etats-Unis, qui s'étaient gonflées de 37% en 1970, ont baissé de 3,5% l'an dernier; en revanche, les ventes aux Etats-Unis ont augmenté de 10% en 1971 contre 3% en 1970.

Compte tenu des excédents dégagés par la balance des paiements courants en 1970 et en 1971, les autorités canadiennes se sont employées à réduire la dépendance du pays à l'égard des entrées de capitaux à long terme. Aussi, sur l'ensemble de l'année, celles-ci ont-elles atteint un montant net inférieur à \$0,5 milliard, contre \$2 milliards environ en 1969 et \$0,7 milliard en 1970. Ce fléchissement global a eu principalement sa source dans les transactions sur valeurs mobilières canadiennes effectuées par des non-résidents, opérations qui se sont soldées par un apport net de ressources de \$0,2 milliard seulement en 1971, contre \$0,5 milliard en 1970 et \$1,6 milliard en 1969. Les investissements directs réalisés au Canada par des entreprises étrangères ont atteint le chiffre record d'environ \$0,9 milliard (valeur nette), contre \$0,7 milliard en 1970, les deux tiers environ de ce total provenant des Etats-Unis; les investissements directs du Canada à l'étranger n'ont représenté que \$0,3 milliard, de sorte que les entrées nettes se sont élevées à \$0,6 milliard.

Par suite de la contraction de l'excédent des transactions courantes et des recettes nettes au titre des mouvements de capitaux à long terme, la balance de base s'est soldée par un excédent de \$0,7 milliard en 1971, soit \$1 milliard de moins qu'en 1970.

Les mouvements de capitaux à court terme de caractère non bancaire (y compris les erreurs et omissions) ont donné lieu à des sorties massives (environ \$1,3 milliard). Ces mouvements, qui correspondent surtout à des transferts inter-entreprises et à des transactions non identifiées, ont été probablement dirigés pour l'essentiel vers les pays d'Europe et le Japon. Ces sorties ont été engendrées par les écarts de taux d'intérêt qui sont apparus au cours de l'année 1971.

Au premier trimestre de 1972, la balance des opérations courantes s'est soldée par un déficit de \$530 millions (\$390 millions après ajustement, contre \$225 millions au quatrième trimestre de 1971) en raison d'une contraction brutale de l'excédent commercial. Compte tenu du solde créditeur de \$70 millions des mouvements de capitaux et de la troisième allocation de D.T.S., la balance générale a fait apparaître un déficit de \$345 millions.

*Japon.* L'un des traits les plus marquants de la scène économique internationale l'an dernier a été l'excédent de la balance générale des paiements du Japon, le plus élevé en valeur nominale (\$7,8 milliards) qu'un pays ait jamais enregistré. Plus des trois-quarts de ce surplus provenaient des opérations courantes. Une telle évolution n'était pas seulement due à la compétitivité croissante des produits japonais; elle traduisait aussi le ralentissement marqué de l'activité économique interne, qui a incité les entreprises à intensifier leur effort de vente à l'étranger. Il semble aussi que la perspective d'une réévaluation du yen par rapport au dollar ait apporté un puissant stimulant aux exportations. En même temps, le rythme de croissance des importations s'est considérablement réduit et il en est résulté un excédent courant équivalant à 2,7% du produit national brut, contre 1,2% en 1970 et 1% en moyenne pour la période 1965-69.

Sur la base des statistiques douanières, les livraisons de marchandises à l'étranger ont progressé de 21%, c'est-à-dire au même rythme qu'en 1970; à raison de 85%, cette expansion est due à l'accroissement du volume des ventes. Grâce aux efforts déployés pour maintenir les prix à un niveau concurrentiel et à la pratique consistant à établir les contrats d'exportation en dollars E.U., la valeur unitaire des produits exportés, après avoir augmenté au taux annuel de 7% entre le début de 1970 et août 1971, a baissé par la suite, de sorte que la hausse n'a été que d'environ 2½% pour l'ensemble de l'année 1971. Les ventes de machines et de biens d'équipement, qui représentent la catégorie la plus importante, ont progressé de 22%, enregistrant une avance de près de 300% en cinq ans. Les importations ont, en revanche, pratiquement plafonné l'an dernier, après s'être accrues de 26% en 1970. Le rythme de reconstitution des stocks s'étant ralenti, après la forte augmentation enregistrée en 1970, les achats de matières premières à l'étranger ont diminué tant en valeur qu'en volume; les importations de carburants ont continué de croître, mais surtout sous l'effet des hausses de prix. La valeur unitaire moyenne des produits importés n'a pas varié par rapport à 1970, et les termes de l'échange se sont améliorés de 2½% seulement, ce qui donne à penser qu'en matière de prix, les avantages de la réévaluation se feront mieux sentir en 1972.

Les versements nets au titre des services ont été, avec \$1.750 millions, légèrement inférieurs au chiffre de 1970, mais les sorties au titre des transferts sont passées

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

Postes	1969	1970		1971			
		Année entière	1er semestre	2ème semestre	Année entière	1er semestre	2ème semestre
en millions de dollars E.U.							
Commerce extérieur (f.o.b.)							
Exportations . . .	15.680	18.970	8.620	10.350	23.650	10.700	12.950
Importations . . .	11.980	15.005	7.195	7.810	15.750	7.850	7.900
Balance commerciale	+ 3.700	+ 3.965	+ 1.425	+ 2.540	+ 7.900	+ 2.850	+ 5.050
Services et transferts	- 1.590	- 1.995	- 995	- 1.000	- 2.000	- 1.105	- 895
Balance des paie- ments courants. .	+ 2.120	+ 1.970	+ 430	+ 1.540	+ 5.900	+ 1.745	+ 4.155
Mouvements de capi- taux à long terme. .	- 155	- 1.590	- 900	- 690	- 1.160	- 20	- 1.140
Balance de base . .	+ 1.965	+ 380	- 470	+ 850	+ 4.740	+ 1.725	+ 3.015
Mouvements de capi- taux à court terme <sup>2</sup>	+ 320	+ 995	+ 480	+ 515	+ 2.935	+ 1.170	+ 1.765
Allocations de D.T.S.	-	+ 120	+ 120	-	+ 130	+ 130	-
Balance générale .	+ 2.285	+ 1.495	+ 130	+ 1.365	+ 7.805	+ 3.025	+ 4.780 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> Sur la base des transactions.   <sup>2</sup> Y compris les erreurs et omissions.   <sup>3</sup> Les avoirs officiels nets en or et assortis d'une garantie-or sont encore évalués à la parité de \$35 l'once.

d'environ \$50 millions à \$250 millions, de sorte que le solde déficitaire des transactions invisibles est resté sans changement.

Les mouvements de capitaux à long terme ont accusé un déficit appréciable (près de \$1,2 milliard), mais inférieur de plus de 25% à celui de 1970. Le montant brut des sorties a atteint \$2,3 milliards, contre \$2 milliards l'année d'avant, mais celui des entrées s'est gonflé au point d'atteindre \$1,2 milliard, après avoir été de \$0,4 milliard en 1970. Les entrées de fonds de l'an dernier ont principalement représenté des investissements étrangers en valeurs mobilières japonaises, lesquels ont atteint près de \$1 milliard entre janvier et juin 1971, soit environ quatre fois le total des titres achetés en 1970 par des non-résidents. En mai, l'octroi à ces derniers d'autorisations d'achat d'obligations non cotées en Bourse a été suspendu. Dans le courant de l'année, d'autres mesures ont été prises pour stimuler les sorties et freiner les entrées de fonds: les résidents ont été notamment autorisés à acheter librement des valeurs mobilières et des immeubles et à effectuer des investissements directs à l'étranger; la Banque du Japon a octroyé des prêts en yens à la B.I.R.D.; enfin, les emprunts obligataires émis par des résidents et dont le produit était destiné à être utilisé au Japon ont été soumis à un contrôle sévère.

Les entrées de capitaux à court terme ont constitué le second des deux principaux facteurs ayant contribué à l'excédent de l'année passée: les recettes nettes du secteur non bancaire (compte tenu des erreurs et omissions) ont atteint près de \$3 milliards. Les fluctuations des termes de paiement, qui constituent la plus importante source d'entrées de fonds à court terme, ont surtout consisté en règlements anticipés

d'exportations japonaises, et se sont concentrées particulièrement sur les deux dernières semaines d'août qui ont précédé la libération du taux de change du yen et la mise en vigueur de mesures de contrôle des changes limitant cette pratique.

Pendant le premier trimestre de 1972, les opérations commerciales ont continué à dégager un excédent appréciable, tant à cause de la faiblesse de la demande interne que des répercussions, sur les termes de l'échange, de la réévaluation du yen. Avec \$1,8 milliard, le solde positif a dépassé de près des deux tiers celui de la période correspondante de 1971, et a porté les recettes nettes au titre des transactions courantes au-delà de \$1 milliard, soit plus du double du chiffre enregistré un an auparavant. Les sorties de capitaux à long terme ont dépassé les entrées de fonds à court terme de \$50 millions environ, en partie grâce au rétablissement, fin février, des mesures de contrôle des changes limitant les règlements anticipés d'exportations japonaises, mesures qui avaient été levées au début de l'année. Compte tenu de l'allocation de D.T.S., la balance globale s'est soldée par un excédent de \$1,1 milliard, contre \$735 millions pour le premier trimestre de l'an dernier.

*Royaume-Uni.* En 1971, le Royaume-Uni a enregistré un excédent commercial pour la deuxième année de suite. Ce surplus – phénomène rare en soi étant donné la structure de la balance des paiements du pays – a été particulièrement impressionnant par son importance, puisqu'il s'est élevé à \$730 millions. Un examen plus attentif ôte cependant

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

Postes	1969	1970		1971			
		Année entière	1er semestre	2ème semestre	Année entière	1er semestre	2ème semestre
	en millions de dollars E.U. <sup>2</sup>						
Commerce extérieur (f.o.b.)							
Exportations . . . .	16.945	18.925	9.430	9.495	21.625	10.330	11.295
Importations <sup>3</sup> . . . .	17.280	18.910	9.440	9.470	20.895	10.335	10.560
Balance commerciale	- 335	+ 15	- 10	+ 25	+ 730	- 5	+ 735
Services et transferts	+ 1.400	+ 1.450	+ 875	+ 575	+ 1.590	+ 920	+ 670
Balance des paiements courants . .	+ 1.065	+ 1.465	+ 865	+ 600	+ 2.320	+ 915	+ 1.405
Mouvements de capitaux à long terme . .	- 585	- 1.125	- 305	- 820	- 400	+ 125	- 525
Balance de base . .	+ 480	+ 340	+ 560	- 220	+ 1.920	+ 1.040	+ 880
Mouvements de capitaux à court terme	+ 105	+ 685	+ 430	+ 255	+ 865	+ 610	+ 255
Erreurs et omissions	+ 950	+ 275	+ 350	- 75	+ 800	+ 660	+ 140
Allocations de D.T.S.	-	+ 410	+ 410	-	+ 300	+ 300	-
Balance générale . .	+ 1.535	+ 1.710	+ 1.750	- 40	+ 3.865	+ 2.610	+ 1.275 <sup>4</sup>

<sup>1</sup> Sur la base des transactions.   <sup>2</sup> Conversion effectuée sur la base de l'ancienne parité jusqu'à la mi-août 1971 comprise, et sur la base des cours moyens au comptant pour le reste de l'année.   <sup>3</sup> Y compris les règlements anticipés d'achats d'avions militaires et d'engins balistiques aux Etats-Unis.   <sup>4</sup> Non compris l'effet estimé des ajustements apportés à la position monétaire extérieure par suite de la réévaluation.

quelque peu de son éclat à cette performance. En volume, les importations ont progressé presque autant que les exportations, ce qui constitue un résultat décevant pour une année caractérisée par la faiblesse de la demande interne et l'ampleur de la sous-utilisation des capacités de production. L'excédent de la balance commerciale, qui a porté essentiellement sur le second semestre, s'explique en partie par l'incidence sur les exportations de facteurs exceptionnels, ainsi que par un ralentissement prononcé de la croissance des importations, lesquelles ont en fait, après correction des variations saisonnières, accusé un fléchissement en volume. Les achats à l'étranger ont augmenté l'an dernier de 9% en valeur et de 4½% en termes réels, les chiffres correspondants pour les ventes étant de 12½ et 5%. Dans l'ensemble, les termes de l'échange se sont améliorés de quelque 8% au cours des deux années écoulées et, à la fin de 1971, ils atteignaient un pourcentage nettement supérieur aux niveaux d'avant 1967.

Il ressort des statistiques douanières que la progression des exportations a été due surtout à l'accroissement des ventes de produits manufacturés, qui ont augmenté de quelque 15% en valeur, mais de 6½% seulement en volume. Les produits non manufacturés — qui représentent 15% du total des livraisons à l'étranger — ont enregistré une expansion de 7½%, soit la moitié de celle de 1970. Le développement des exportations à destination de la zone sterling et de l'Amérique du Nord a été supérieur à la moyenne. Les ventes à l'Europe occidentale ont augmenté de 10% environ, les progrès étant plus marqués vers les pays de la C.E.E. que vers ceux de l'A.E.L.E. L'évolution des importations a été très différente selon les catégories. Les achats de matières premières industrielles — 40% du total — ont légèrement fléchi. On constate au contraire des progressions de 42% pour les importations de produits finis de consommation et de 32% pour les carburants. Le premier de ces deux mouvements traduit la reprise des dépenses des consommateurs au deuxième semestre de 1971, tandis que le second correspond en grande partie à la hausse des prix à la suite des accords de Téhéran et de Tripoli. Les livraisons effectuées par la zone sterling, presque stationnaires en 1970, se sont accrues de 11% l'an dernier. Les achats en Europe occidentale ont maintenu le taux de progression de 13% noté en 1970, tandis que ceux en provenance d'Amérique du Nord ont nettement fléchi, surtout si l'on tient compte des règlements relatifs aux acquisitions d'avions militaires aux Etats-Unis, qui n'ont atteint que \$12 millions en 1971, contre un montant double en 1970 et douze fois plus élevé en 1969.

Les recettes nettes au titre des invisibles ont progressé fortement et régulièrement depuis 1965; en 1971, elles se sont établies à \$1,6 milliard, chiffre supérieur de \$140 millions à celui de 1970 et près de quatre fois celui de 1966. L'excédent s'est élargi l'an dernier en dépit de l'accroissement des décaissements du secteur public au titre des services et des transferts, et d'une réduction de près de moitié des recettes nettes du tourisme; ce phénomène s'explique essentiellement par une diminution du déficit des transports, des entrées plus importantes au titre des autres postes des services, assurances en particulier, et par un gonflement des recettes nettes au titre des intérêts, bénéfices et dividendes.

L'excédent global a atteint \$3,9 milliards. A celui des paiements courants sont venus s'ajouter des apports nets de capitaux identifiés d'un total de \$450 millions (contre une sortie nette d'une ampleur à peu près égale en 1970) et, en particulier,

des entrées non identifiées, qui sont montées en flèche, passant de \$350 millions en 1970 à \$800 millions l'an dernier. Le mouvement ascendant des entrées identifiées s'est produit essentiellement pendant la période précédant la libération du cours du change de la livre et durant le resserrement, intervenu par la suite, du dispositif de contrôle des changes.

Les sorties nettes de capitaux à long terme sont tombées l'an dernier à \$0,4 milliard, contre \$1,1 milliard en 1970. Cette évolution a été imputable à un accroissement d'environ \$1 milliard des investissements étrangers au Royaume-Uni, qui ont atteint \$2,8 milliards. Ces entrées ont été particulièrement importantes au premier semestre, époque où des considérations de taux de change et la perspective d'une baisse des taux, encore élevés, des rendements au Royaume-Uni ont fait naître des espoirs de plus-values en capital. Les sorties nettes au titre des transactions officielles en capital et des crédits commerciaux à long terme ont progressé d'environ \$0,2 milliard et \$0,1 milliard respectivement, tandis que les investissements à long terme effectués à l'étranger par les résidents du secteur privé sont restés au même niveau qu'en 1970. Les entrées identifiées de fonds à court terme de caractère non monétaire ont concerné pour la plupart des emprunts nets en devises des résidents aux fins d'investissement à l'étranger, à concurrence d'un montant total de \$0,6 milliard.

Pendant le premier trimestre de 1972, la balance commerciale s'est soldée, après ajustement, par un déficit de \$305 millions, contre un excédent de \$195 millions au dernier trimestre de l'année écoulée; cette détérioration s'explique dans une certaine mesure par les répercussions de la grève des mineurs. Sur le plan des transactions invisibles, le solde créditeur s'est réduit de \$50 millions, revenant à \$385 millions, par suite essentiellement de l'accroissement de l'aide à l'étranger. De ce fait, la balance des paiements courants a dégagé un excédent d'environ \$80 millions seulement, contre \$630 millions au cours du trimestre précédent.

*Allemagne fédérale.* L'important excédent global dégagé par l'Allemagne fédérale l'an dernier a été dû pour la quasi-totalité aux mouvements de capitaux. Des entrées nettes de fonds d'un montant énorme (\$5,2 milliards) pendant le premier semestre ont été suivies durant les six derniers mois de 1971 par des sorties nettes d'un montant de \$1,6 milliard de sorte que, pour l'année entière, les recettes nettes en capital ont atteint au total \$3,6 milliards.

La balance des opérations courantes a été pratiquement en équilibre: l'excédent commercial s'est accru, mais les décaissements nets au titre des services et des transferts ont connu une forte expansion, qui a plus que compensé le gain réalisé sur les échanges visibles. Les chiffres du commerce extérieur établis sur la base des statistiques douanières montrent que les exportations de marchandises ont progressé de 8½%, contre 10½% en 1970 et 14% en 1969. Ce ralentissement des ventes a été consécutif à un fléchissement modéré de l'expansion économique à l'étranger ainsi qu'à l'évolution du cours du deutsche mark qui, en moyenne, a fait ressortir une appréciation allant jusqu'à 8% environ avant les réajustements monétaires de décembre, pour s'établir ensuite à 5½% au-dessus de la parité en vigueur avant le mois de mai. Les entreprises allemandes étant parvenues à tenir leurs prix à l'exportation, les quatre

cinquièmes du développement des ventes à l'étranger ont représenté un accroissement en volume. Les livraisons à destination des autres pays membres de la C.E.E. pris dans leur ensemble ont augmenté au même rythme que le total des marchandises exportées, car un recul accentué des expéditions vers l'Italie a été en grande partie compensé par une recrudescence des ventes à la France. Le taux de croissance des exportations destinées aux pays de l'A.E.L.E. est tombé de 10½% en 1970 à 7½% l'an dernier, malgré une vive reprise des livraisons au Royaume-Uni, qui avaient quelque peu fléchi l'année précédente. L'Allemagne occidentale a réussi à développer très favorablement ses débouchés en Amérique du Nord, tandis que ses ventes au Japon ont diminué de 7% après avoir augmenté de plus de 25% l'année d'avant.

La réévaluation et le ralentissement de l'activité en République fédérale ont eu également des répercussions sur les importations, dont l'expansion en valeur a été de 9½% seulement, contre 12 et 20½% en 1970 et en 1969 respectivement. Le mouvement ascendant s'est concentré sur le premier semestre. En volume, toutefois, la croissance des importations a été assez régulière tout au long de l'année, la réévaluation ayant contribué pendant le second semestre à faire baisser notablement les prix des produits importés. Sur l'ensemble de l'année 1971, ces derniers ont diminué de 1%, de sorte que les termes de l'échange se sont améliorés de près de 3%. Les achats aux autres pays de la C.E.E. ont progressé plus rapidement qu'en 1970 — de 15½% contre 14% — tandis que, dans le cas des pays de l'A.E.L.E., l'expansion a été beaucoup plus lente et que, pour l'Amérique du Nord, l'augmentation de plus de 20% enregistrée en 1970 a fait place à une stagnation.

**Allemagne fédérale: Balance des paiements.<sup>1</sup>**

Postes	1969	Année entière	1970		Année entière	1971	
			1er semestre	2ème semestre		1er semestre	2ème semestre
en millions de dollars E.U. <sup>2</sup>							
<b>Commerce extérieur (f.o.b.)</b>							
Exportations . . . . .	29.100	34.135	16.320	17.815	39.935	19.095	19.740
Importations . . . . .	23.960	28.245	13.865	14.380	32.505	16.200	16.305
Balance commerciale . . .	+ 5.140	+ 5.890	+ 2.455	+ 3.435	+ 6.330	+ 2.895	+ 3.435
<b>Services et transferts . . .</b>	- 3.530	- 5.160	- 2.245	- 2.915	- 6.210	- 2.755	- 3.455
Balance des paiements courants . . . . .	+ 1.610	+ 730	+ 210	+ 520	+ 120	+ 140	- 20
<b>Mouvements de capitaux à long terme . . . . .</b>	- 6.040	- 825	- 1.325	+ 500	+ 1.900	+ 600	+ 1.200
Balance de base . . . . .	- 4.430	- 95	- 1.115	+ 1.020	+ 1.920	+ 740	+ 1.180
<b>Mouvements de capitaux à court terme . . . . .</b>	- 200	+ 1.645	+ 645	+ 1.000	- 280	+ 2.065	- 2.345
<b>Erreurs et omissions . . .</b>	+ 405	+ 2.250	+ 1.385	+ 865	+ 2.035	+ 2.485	- 450
<b>Allocations de D.T.S. . . .</b>	-	+ 200	+ 200	-	+ 170	+ 170	-
<b>Balance générale . . . . .</b>	- 4.225	+ 4.000	+ 1.115	+ 2.895	+ 3.845	+ 5.460	- 1.615 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> Sur la base des transactions.  
comptant pour le reste de l'année.

<sup>2</sup> Conversion effectuée à la parité jusqu'à mai 1971, et aux cours moyens au comptant pour le reste de l'année.  
<sup>3</sup> Les avoirs officiels nets en or et assortis d'une garantie-or sont encore évalués à la parité de \$ 35 l'once.

L'appréciation du deutsche mark qui a débuté avec la réévaluation d'octobre 1969 s'est traduite par une amélioration sensible des recettes procurées à l'Allemagne fédérale par le commerce extérieur. Le volume des achats à l'étranger s'est accru de 50% environ entre 1968 et 1971, tandis que celui des ventes n'a augmenté que de 30% dans le même temps mais, malgré tout, la balance commerciale s'est améliorée grâce au renversement des termes de l'échange en faveur de l'Allemagne fédérale et a permis de compenser une détérioration du solde des services.

En valeur, l'excédent du commerce extérieur (exprimé en dollars E.U.), a augmenté l'an dernier de 7½%. Le compte des opérations invisibles s'est toutefois soldé par un déficit supérieur de 20% à celui de 1970: une amélioration de \$0,3 milliard des recettes provenant des administrations militaires étrangères a été plus que compensée par une aggravation de \$0,5 milliard du déficit de la balance du tourisme et par un élargissement de même montant du solde passif des transferts unilatéraux — dû principalement à un accroissement des envois de fonds à l'étranger par les travailleurs immigrés.

Alors que les années précédentes l'Allemagne fédérale avait été un gros exportateur net de capitaux à long terme, les rentrées ont, en 1971, dépassé de \$1,8 milliard les sorties — ce qui représente un renversement de plus de \$2,5 milliards par rapport à la position de 1970. En partie pour échapper aux obligations de réserve, les banques ont emprunté à l'extérieur \$0,9 milliard de capitaux à long terme, contre \$0,1 milliard en 1970. Comme, d'autre part, leurs opérations de portefeuille se sont soldées l'an dernier par des entrées d'un montant de \$0,2 milliard, leurs apports nets se sont élevés à \$1,1 milliard environ. Les entreprises et les ménages ont été à l'origine d'un afflux encore plus important — environ \$1,4 milliard. Les avances et prêts directs ont fait entrer \$0,8 milliard environ, et le placement à l'étranger de billets sous seing privé a aussi donné lieu à des importations de fonds d'un montant appréciable. Les transactions de non-résidents sur valeurs mobilières allemandes ont procuré des recettes substantielles, notamment pendant le second semestre, période où les taux de rendement étaient alors élevés par rapport à l'étranger et où l'on s'attendait à les voir baisser. Le secteur public a continué d'exporter des capitaux à long terme en quantité considérable — autour de \$0,7 milliard — dont plus de la moitié sous forme de prêts à des pays en voie de développement, et 30% sous forme de facilités consenties aux Etats-Unis dans le cadre de l'accord sur la compensation en devises.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux à court terme, les emprunts identifiés des entreprises à l'étranger au cours des cinq premiers mois de 1971 ont atteint environ \$2 milliards, tandis que la période juin-décembre a été marquée par des remboursements nets d'un montant de \$2,7 milliards qui, pendant les trois mois qui ont suivi la libération du taux de change du deutsche mark en mai, ont eu lieu en dépit de l'écart favorable de taux d'intérêt que continuaient de faire ressortir les emprunts en devises assortis d'une couverture de change. Ce désendettement a été motivé à la fois par la détente intervenue sur le marché du crédit interne et par la perspective de l'entrée en application du régime du dépôt obligatoire, à un compte non rémunéré, d'une fraction de la contre-valeur des emprunts contractés à l'étranger par le secteur non bancaire. En l'occurrence, cette mesure n'a pris effet qu'au début de mars 1972. Les mouvements de capitaux à court terme ont été surtout liés au retournement des

termes de paiement, évolution qui apparaît au poste « Erreurs et omissions ». Ce poste s'est soldé par un excédent de \$3,5 milliards pour la période janvier-mai et par un déficit de \$1,5 milliard pour le reste de l'année.

Un afflux considérable de capitaux a constitué le trait dominant du premier trimestre de 1972. La balance générale a fait apparaître un solde créditeur de \$3,3 milliards (y compris l'allocation de \$170 millions de D.T.S.) sur lequel \$100 millions seulement ont été représentés par les transactions courantes, contre deux fois cette somme au cours de la période correspondante de 1971, un excédent de recettes de \$1,9 milliard au titre des échanges commerciaux ayant été presque compensé par un déficit de \$1,8 milliard du poste des invisibles.

*France.* La croissance soutenue de l'économie française l'an dernier, dans une conjoncture internationale caractérisée par une stagnation de l'activité, a eu tendance à engendrer des répercussions défavorables sur la balance des opérations courantes, mais ces effets ont été neutralisés par les avantages que le pays a continué de retirer des modifications de parités de 1969.

La balance des paiements courants établie sur la base des transactions semble avoir été à peu près en équilibre, alors qu'elle s'était soldée par un déficit de \$150 millions en 1970. Cet équilibre global a résulté d'une amélioration de la situation des échanges commerciaux (un excédent de \$1,1 milliard ayant succédé à un solde actif de \$0,3 milliard en 1970), compensée par le déficit au titre des services et transferts (\$1,1 milliard contre \$0,5 milliard); l'excédent commercial a été imputable exclusivement aux transactions avec la zone franc, tandis que le solde débiteur des invisibles a résulté de déficits encourus à la fois vis-à-vis de la zone franc et des pays hors zone franc. Le redressement accentué de la balance des échanges commerciaux avec la zone franc s'explique surtout par le recours à de nouvelles sources d'approvisionnement en hydrocarbures à la suite des tensions qui ont affecté les relations franco-algériennes.

D'après les données communiquées par les services des douanes (f.o.b.), les exportations se sont développées à concurrence de 15% en 1971, contre 11% pour les importations. En volume, l'accroissement a été respectivement de 8½ et 7½%. Ainsi, c'est essentiellement l'amélioration des termes de l'échange – la valeur unitaire des ventes à l'étranger ayant progressé de 6% contre 3½% pour les achats – qui a permis

France: Balance des paiements courants vis-à-vis de la zone franc et des pays hors zone franc.<sup>1</sup>

Postes	Pays hors zone franc		Zone franc		Total	
	1970	1971	1970	1971 <sup>2</sup>	1970	1971 <sup>2</sup>
en millions de dollars E.U.						
Balance commerciale (f.o.b.) . . . . .	+ 85	- 15	+ 295	+ 1.115	+ 320	+ 1.100
Services et transferts . . . . .	- 260	- 590	- 210	- 510	- 470	- 1.100
Balance des paiements courants	- 175	- 605	+ 25	+ 605	- 150	-

<sup>1</sup> Sur la base des transactions. <sup>2</sup> Chiffres provisoires.

**France: Balance des paiements**  
avec les pays ne faisant pas partie de la zone franc.<sup>1</sup>

Postes	1969	1970		1971			
		Année entière	1er semestre	2ème semestre	Année entière	1er semestre	2ème semestre
en millions de dollars E.U. <sup>2</sup>							
Commerce extérieur							
Exportations (f.o.b.) . . .	13.285	16.580	8.110	8.470	20.160	9.490	10.670
Importations (c.a.f.) . . .	14.845	16.095	7.825	8.270	19.025	9.045	9.980
Balance commerciale	- 1.560	+ 485	+ 285	+ 200	+ 1.135	+ 445	+ 690
Services et transferts . . . . .	- 620	- 250	+ 10	- 260	- 590	- 415	- 175
Balance des paiements courants	- 2.180	+ 235	+ 295	- 60	+ 545	+ 30	+ 515
Capitaux à long terme . . . . .	+ 325	+ 525	+ 325	+ 200	+ 765	+ 255	+ 510
Balance de base . . . . .	- 1.855	+ 760	+ 620	+ 140	+ 1.310	+ 285	+ 1.025
Capitaux à court terme <sup>3</sup> . . . . .	+ 190	+ 610	+ 685	- 75	+ 720	+ 230	+ 490
Allocations de D.T.S. . . . .	-	+ 165	+ 165	-	+ 160	+ 160	-
Balance générale . . . . .	- 1.665	+ 1.535	+ 1.470	+ 65	+ 2.190	+ 675	+ 1.515

<sup>1</sup> Sur la base des règlements.   <sup>2</sup> Conversion effectuée à l'ancienne parité (à la date du 10 août 1969).   <sup>3</sup> Y compris les règlements multilatéraux, les ajustements et les opérations de courtage international.

l'augmentation du pourcentage de couverture des importations par les exportations. La progression du total des exportations a été fortement influencée par l'accélération des ventes de produits agricoles, qui se sont accrues de 27% en valeur. Les exportations de produits manufacturés ont accusé un certain tassement au début de 1971 pour se redresser sensiblement par la suite et enregistrer, sur l'ensemble de l'année, une avance de 13%, en raison notamment du développement soutenu des ventes aux autres pays membres de la C.E.E.

La balance générale des paiements entre la France et les pays situés hors de la zone franc a, sur la base des règlements, dégagé un solde créditeur considérable qui provenait, à parts à peu près égales, de la balance des paiements courants, d'un apport net de capitaux à long terme et d'entrées nettes de fonds à échéance rapprochée, à concurrence de \$0,5 milliard, \$0,8 milliard et \$0,7 milliard respectivement. Le premier et le dernier de ces chiffres sont toutefois sensiblement affectés par les termes de paiement, à tel point que les chiffres provisoires, établis sur la base des transactions f.o.b., font ressortir un déficit de \$0,6 milliard des opérations courantes, et un surplus de \$2,6 milliards au titre de l'ensemble des mouvements de capitaux. La balance calculée sur la base des règlements, qui traduit l'importance du rôle joué par les décalages dans les paiements, fait apparaître un excédent de \$1,1 milliard du commerce extérieur tandis qu'un léger déficit ressort sur la base des transactions. C'est sur le quatrième trimestre de l'année que se sont principalement concentrées ces entrées de fonds à court terme liées aux opérations commerciales.

Deux facteurs ont été essentiellement à l'origine de la détérioration accentuée de la balance des services et des transferts en 1971. Tout d'abord, le poste « Transports maritimes » a accusé un solde négatif de plus de \$0,4 milliard, contre \$0,2 milliard en 1970, à la suite de l'importante modification des sources d'approvisionnement en hydrocarbures, consécutive aux tensions dans les relations franco-algériennes, qui a entraîné un allongement de l'itinéraire des navires pétroliers. En second lieu, un décalage s'est produit entre les versements au Fonds Européen d'Orientation et de Garantie Agricole et les remboursements effectués par celui-ci. Dans l'ensemble, les transactions invisibles se sont soldées par un déficit de \$0,6 milliard en 1971, contre \$0,3 milliard l'année précédente.

Les apports nets de fonds à long terme ont atteint le montant élevé de près de \$0,8 milliard, contre \$0,5 milliard en 1970. Les entrées de capitaux privés d'origine étrangère ont, avec \$1,3 milliard, fléchi de \$0,2 milliard par rapport à 1970 tandis que le volume net des prêts consentis à l'étranger par les résidents est resté du même ordre que cette année-là, soit \$0,5 milliard. L'excédent global de la balance des mouvements de capitaux privés (banques non comprises) s'est ainsi chiffré à \$0,8 milliard, contre \$1 milliard en 1970. Les sorties nettes de fonds à long terme du secteur public n'ont pratiquement pas varié d'une année à l'autre et sont restées de l'ordre de \$0,2 milliard. La réapparition d'un solde créditeur du total des flux de capitaux à long terme s'explique par conséquent par le revirement dans la position extérieure des banques qui, après avoir été déficitaire à concurrence de \$0,3 milliard en 1970, a dégagé un excédent de \$0,2 milliard l'an passé.

*Italie.* On pourrait penser que les résultats de l'an dernier ont permis de consolider les progrès enregistrés en 1970, année durant laquelle un déficit a fait place à un excédent substantiel. Compte tenu des divers contrecoups subis par l'évolution économique au cours de l'an dernier, il est toutefois difficile de dégager la position fondamentale.

Pendant le premier semestre de l'année écoulée, la balance générale a fait ressortir un excédent de \$670 millions, ce qui représente un revirement bien supérieur à \$1 milliard par rapport au déficit de la période correspondante de 1970. Pour toute l'année, ce surplus ressort à \$890 millions, soit presque le double de celui de 1970. Grâce à cette nouvelle amélioration, la position monétaire globale de l'Italie envers l'étranger s'est trouvée une fois de plus renforcée par rapport au niveau de la fin de 1968.

La vigueur de la balance des paiements a eu principalement sa source dans les opérations courantes, chacun des postes du commerce, des services et des transferts ayant amélioré ses résultats de 1970. En ce qui concerne les mouvements de capitaux, le déficit de \$1,1 milliard (y compris les erreurs et omissions) enregistré en 1971 - contre \$415 millions en 1970 - est intervenu principalement pendant les trois derniers mois de l'année. Au cours du premier semestre de 1971, on avait noté en revanche des apports nets à concurrence de \$340 millions, en raison d'importantes entrées à long terme.

Le revirement accusé par les mouvements de capitaux s'explique en grande partie par le fait que les secteurs public et privé, mettant un terme à leurs emprunts à l'étranger,

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

Postes	1969	1970		1971			
		Année entière	1er semestre	2ème semestre	Année entière	1er semestre	2ème semestre
en millions de dollars E.U. <sup>2</sup>							
<b>Commerce extérieur (f.o.b.)</b>							
Exportations . . . .	11.640	13.105	6.335	6.770	14.830	7.060	7.770
Importations . . . .	11.100	13.445	6.615	6.830	14.410	7.105	7.305
Balance commerciale	+ 540	- 340	- 280	- 60	+ 420	- 45	+ 465
<b>Services et transferts</b>	+ 1.800	+ 1.155	+ 345	+ 810	+ 1.480	+ 270	+ 1.210
Balance des paiements courants . .	+ 2.340	+ 815	+ 65	+ 750	+ 1.900	+ 225	+ 1.675
<b>Mouvements de capitaux à long terme</b>	- 3.230	+ 230	- 225	+ 455	- 170	+ 700	- 870
Balance de base . . . .	- 890	+ 1.045	- 160	+ 1.205	+ 1.730	+ 925	+ 805
<b>Mouvements de capitaux à court terme<sup>3</sup></b>	- 285	- 645	- 375	- 270	- 945	- 360	- 585
<b>Allocations de D.T.S.</b>	-	+ 105	+ 105	-	+ 105	+ 105	-
<b>Balance générale . . . .</b>	- 1.175	+ 505	- 430	+ 935	+ 890	+ 670	+ 220

<sup>1</sup> Sur la base des transactions.   <sup>2</sup> Les chiffres sont convertis à l'ancienne parité.   <sup>3</sup> Y compris les erreurs et omissions.

se sont au contraire désendettés par anticipation; cette attitude faisait suite aux encouragements fournis dans ce sens par les autorités, mais il est possible qu'elle ait également résulté de considérations de taux de change et de taux d'intérêt. C'est ainsi que, dans le domaine des capitaux étrangers, les prêts et les crédits commerciaux ont provoqué un afflux de \$1,2 milliard pendant le premier semestre de 1971, mais un décaissement de \$0,7 milliard pendant le second. En ce qui concerne les capitaux italiens, le déficit a été en revanche assez uniformément réparti sur l'ensemble de l'année. Ce sont encore les sorties sous forme de billets de banque qui ont atteint le montant le plus élevé, avec près de \$900 millions, soit \$60 millions de moins seulement qu'en 1970. Les crédits commerciaux ont donné lieu, eux aussi, à des sorties identifiées pour un montant élevé (\$680 millions, contre \$610 millions en 1970). Les investissements de portefeuille, en revanche, ont sensiblement fléchi, passant de \$520 millions en 1970 à \$200 millions en 1971, et traduisant en particulier une diminution des sorties par l'intermédiaire des fonds de placement.

En ce qui concerne la balance commerciale, le volume des importations de biens et services est resté le même qu'en 1970, tandis que celui des exportations s'est accru presque parallèlement au développement de la demande mondiale. L'élasticité des importations par rapport aux revenus a donc été pratiquement nulle en 1971, alors qu'elle était de 3,5 en 1970 - année marquée par une demande interne assez soutenue, mais aussi par un ralentissement de la croissance de la production - et de 2,2 en moyenne au cours de la période 1951-69. Il apparaît donc, même en tenant

compte de la faiblesse de la demande, que les achats à l'étranger ont été exceptionnellement déprimés l'année dernière. Par ailleurs, on a noté récemment un amenuisement de la rentabilité des exportations — comme en témoigne la forte progression du ratio salaires par unité produite/prix à l'exportation. Les prix italiens à l'exportation ont augmenté de 6% en 1971, au lieu de 5% en 1970, alors que les charges salariales par unité produite se sont gonflées de plus de 30% au cours des deux années réunies. Parallèlement, les prix à l'importation se sont accrus de 7,5%, contre 4% en 1970, de sorte que les termes de l'échange se sont détériorés de 2½%.

L'amélioration de la balance commerciale a été associée à un fléchissement des importations de matières premières et de produits semi-ouvrés, tandis que les principaux progrès notés du côté des ventes ont porté sur les produits semi-ouvrés et les biens de consommation. Le solde positif des services a progressé en 1971 d'environ \$200 millions pour se situer à \$1,2 milliard, en raison notamment de l'augmentation des recettes du tourisme. Avec les quelques gains procurés par les transferts unilatéraux, l'excédent global des services et transferts s'est établi à près de \$1,5 milliard.

Au cours du premier trimestre de 1972, dans un climat toujours morose des affaires en Italie, la balance des paiements courants a fait ressortir un excédent de \$280 millions, contre un déficit de \$70 millions un an auparavant. Toutefois, ce surplus ayant été plus que compensé par des sorties nettes de capitaux d'un montant de \$560 millions, la balance générale, comprenant l'allocation de D.T.S., soit \$105 millions, a accusé un déficit de \$175 millions, contre un solde créditeur de \$475 millions au premier trimestre de 1971.

*Union Economique Belgo-Luxembourgeoise.* La balance des paiements s'est soldée l'an dernier par un excédent global de \$255 millions, contre \$180 millions en 1970. Il est toutefois difficile de localiser l'amélioration de façon précise, les statistiques officielles étant établies sur la base des règlements et pouvant, par conséquent, être sensiblement faussées par les modifications intervenues dans les termes de paiement aux époques d'incertitude et de spéculation sur la monnaie. De plus, étant donné l'introduction, l'an dernier, d'une taxe à l'exportation (pour assurer une transition entre l'impôt sur le chiffre d'affaires et la taxe à la valeur ajoutée), les chiffres enregistrés sont probablement inférieurs à ceux des exportations effectives.

Ainsi, alors que les données de la balance des paiements font ressortir pour l'an dernier un excédent commercial de \$850 millions, un peu plus élevé que l'année précédente, le solde créditeur tel qu'il ressort des statistiques douanières établies sur une base f.o.b. ajustée (et comprenant le surplus net des opérations de courtage sur marchandises) tombe à \$165 millions seulement (contre \$800 millions en 1970). En fin de compte, il est probable que les résultats réels du commerce extérieur se situent entre ces deux séries de chiffres.

Il résulte des statistiques douanières (opérations de courtage non comprises) que les exportations ont enregistré une expansion de 4% seulement, contre 15% en 1970, alors que les importations ont progressé de 10%, contre 14% l'année d'avant. L'existence d'un double marché des changes ayant eu pour résultat, en ce qui concerne les opérations courantes, d'éviter temporairement la réévaluation, les termes

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

Postes	1969	1970		1971			
		Année entière	1er semestre	2ème semestre	Année entière	1er semestre	2ème semestre
en millions de dollars E.U. <sup>2</sup>							
<b>Commerce extérieur<sup>3</sup></b>							
Exportations . . . .	8.115	9.725	4.690	5.035	10.785	5.095	5.690
Importations . . . .	7.940	8.940	4.340	4.600	9.935	4.730	5.205
<b>Balance commerciale</b>	+ 175	+ 785	+ 350	+ 435	+ 850	+ 365	+ 485
<b>Services et transferts</b>	- 90	- 40	- 5	- 35	+ 20	+ 20	-
<b>Balance des paiements courants . .</b>	+ 85	+ 745	+ 345	+ 400	+ 870	+ 385	+ 485
<b>Mouvements de capitaux (chiffres nets)<sup>4</sup></b>	+ 205	- 635	- 210	- 425	- 685	- 95	- 590
<b>Allocations de D. T. S.</b>	-	+ 70	+ 70	-	+ 70	+ 70	-
<b>Balance générale . .</b>	+ 290	+ 180	+ 205	- 25	+ 255	+ 360	- 105 <sup>5</sup>

<sup>1</sup> Sur la base des règlements. <sup>2</sup> Conversion effectuée sur la base de l'ancienne parité jusqu'au troisième trimestre de 1971; pour le quatrième trimestre au taux moyen du marché réglementé. <sup>3</sup> Exportations et importations calculées en partie sur la base des prix c.a.f.; y compris les opérations de travail à façon et le solde des opérations de courtage sur marchandises. <sup>4</sup> Y compris les erreurs et omissions. <sup>5</sup> Non compris l'effet estimé des ajustements apportés à la position monétaire extérieure par suite de la réévaluation.

de l'échange ont légèrement évolué au détriment de la Belgique l'an dernier. Les prix des produits exportés ont très faiblement fléchi et ceux des marchandises importées sont restés pratiquement stationnaires. Cette évolution a été due en grande partie au mouvement de baisse des prix mondiaux de l'acier, qui a eu des répercussions notables sur les ventes de l'U.E.B.L. à l'étranger, et à la chute des cours de certaines matières premières - le cuivre en particulier - qui sont traitées à façon en U.E.B.L.

La balance des transactions invisibles est devenue excédentaire malgré une détérioration de la balance du tourisme; l'amélioration provient d'une réduction des transferts officiels et d'un accroissement des recettes nettes de fret.

Le total net des sorties de capitaux s'est légèrement accru en 1971. Pendant les huit premiers mois de l'année, pourtant, il s'était fortement contracté, du fait principalement de l'afflux de capitaux étrangers et de l'évolution favorable du poste «Erreurs et omissions»; cette évolution s'explique, dans un cas comme dans l'autre, par des considérations de taux de change et des écarts de taux d'intérêt. Toutefois, de nombreuses entrées de fonds n'ont probablement pas été enregistrées comme telles, car elles étaient liées aux décalages de paiements jouant en faveur de l'U.E.B.L.

*Pays-Bas.* Le relâchement des tensions qui s'exerçaient sur la demande interne a permis en 1971 à la balance des paiements courants de s'améliorer très sensiblement. Ainsi, malgré une réduction des entrées nettes de capitaux, la balance générale s'est soldée par un excédent plus élevé qu'en 1970.

D'après les statistiques douanières, l'amélioration de la balance commerciale est intervenue en totalité pendant le second semestre; en effet, le rythme d'expansion des importations est alors brutalement tombé, en partie à cause d'une baisse des prix

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

Postes	1969	1970		1971			
		Année entière	1er semestre	2ème semestre	Année entière	1er semestre	2ème semestre
en millions de dollars E.U. <sup>2</sup>							
Commerce extérieur (f.o.b.)							
Exportations . . . .	9.315	11.000	5.315	5.685	12.695	6.010	6.685
Importations . . . .	9.710	11.865	5.745	6.120	13.395	6.465	6.930
Balance commerciale	- 395	- 865	- 430	- 435	- 700	- 455	- 245
Services et transferts	+ 425	+ 420	+ 180	+ 240	+ 525	+ 130	+ 395
Balance des paiements courants . .	+ 30	- 445	- 250	- 195	- 175	- 325	+ 150
Mouvements de capitaux à long terme . .	+ 10	+ 520	+ 280	+ 240	+ 340	+ 240	+ 100
Balance de base . .	+ 40	+ 75	+ 30	+ 45	+ 165	- 85	+ 250
Mouvements de capitaux à court terme	- 25	+ 30	- 70	+ 100	- 25	+ 35	- 60
Erreurs et omissions	+ 135	+ 350	+ 200	+ 150	+ 400	+ 355	+ 45
Allocations de D.T.S.	-	+ 90	+ 90	-	+ 75	+ 75	-
Balance générale . .	+ 150	+ 545	+ 250	+ 295	+ 615	+ 380	+ 235 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> Sur la base des transactions.   <sup>2</sup> Conversions effectuées sur la base de la parité jusqu'en avril 1971, et ultérieurement, d'après la moyenne mensuelle des cours au comptant.   <sup>3</sup> Non compris l'effet estimé des ajustements apportés à la position monétaire extérieure par suite de la réévaluation.

des produits importés faisant suite à une hausse d'une cadence annuelle de 8% environ entre le début de 1970 et juin 1971. Les termes de l'échange ont subi, durant les six premiers mois de 1971, une détérioration de 4% environ, qui a toutefois été presque annulée pendant le second semestre. De plus le florin ayant, à la suite des accords de Washington, été réévalué de 2½% à l'égard du reste du monde, on peut escompter une amélioration de la situation cette année. En volume, la croissance des exportations a été à peu près la même qu'en 1970, c'est-à-dire d'environ 13%, mais on observe une légère décélération de la progression en valeur. Les services et les transferts s'étant également améliorés de façon sensible pendant la seconde moitié de 1971, la balance des paiements courants s'est soldée, au cours de ces six derniers mois, par un excédent de \$150 millions réalisant ainsi, par rapport au déficit du premier semestre, un renversement de près de \$0,5 milliard.

Le déficit des biens et services a représenté à peu près ½% du produit national brut. Il y a déjà un certain temps que les autorités néerlandaises se sont assignées comme objectif à moyen terme un surplus des opérations courantes représentant ¾% environ du produit national brut, avec lequel elles pourraient financer l'aide au développement. Les résultats obtenus ont été, depuis plusieurs années, inférieurs à cet objectif et la cause en est généralement attribuée à des facteurs conjoncturels plutôt que structurels. Cette année, les résultats contribueront peut-être à vérifier le bien-fondé de cette opinion.

L'afflux de capitaux, malgré les mesures prises par les autorités néerlandaises au cours de l'année 1971 pour le contenir, a été encore important l'an dernier, un peu moins toutefois qu'en 1970. Ces mouvements ont été motivés, en effet, à la fois par des considérations tenant au taux de change et par le fait que les rendements attrayants obtenus aux Pays-Bas sont restés fermes pendant toute l'année grâce à une politique de crédit encore assez restrictive poursuivie par les autorités. Les recettes nettes ont été essentiellement réalisées pendant le premier semestre, avant la libération du cours de change du florin et la mise en place, en septembre, d'un marché spécial des obligations dit « marché O » pour les opérations des non-résidents sur obligations libellées en florins. Le premier semestre de 1971 a été également marqué par un afflux considérable de capitaux à court terme (non identifiés) lié à l'évolution favorable des termes de paiement.

*Suisse.* L'excédent de la balance générale des paiements de 1971 s'explique presque en totalité par les entrées nettes de capitaux qui ont atteint près de \$2,4 milliards, chiffre énorme compte tenu des dimensions de l'économie suisse. La situation des paiements courants est restée peu ou prou en équilibre, en dépit de l'influence sensible exercée par les variations des différents postes sur l'évolution interne.

Le ralentissement de la croissance des exportations, au second semestre de 1970, a contribué à un relâchement des pressions de la demande qui, à son tour, a provoqué l'an dernier une décélération des importations. Ainsi ces dernières qui, selon les données douanières, avaient progressé en valeur de près de 23% en 1970, ont vu l'an dernier leur rythme d'accroissement revenir à 6½% environ; toutefois, les quatre cinquièmes de cette augmentation correspondent à une expansion en volume, contre les deux tiers l'année précédente. Les exportations se sont également développées à une cadence moins rapide, avec un taux de croissance à peine supérieur à celui des importations, alors qu'on avait enregistré en 1969 et 1970 des gains respectifs de 15½ et 10½%; en volume, les exportations se sont développées de 4%, tandis que les prix ont monté de 2½%; en conséquence, les termes de l'échange se sont améliorés l'an dernier de moins de 2%, ce qui ne compense pas entièrement l'aggravation notée en 1970. Ce revirement s'est produit au cours du second semestre, c'est-à-dire après la réévaluation du mois de mai. On s'attend que les accords de Washington se traduisent par une nouvelle amélioration vu que, par rapport à la parité en vigueur avant le mois de mai, le franc suisse a, selon les estimations, été effectivement réévalué de 4% à l'égard du reste du monde.

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

Années	Commerce extérieur			Services et transferts	Balance des paiements courants	Mouvements nets de capitaux <sup>2</sup>	Balance générale <sup>3</sup>
	Exportations (f.o.b.)	Importations (c.a.f.)	Solde				
en millions de dollars E.U. <sup>4</sup>							
1969	4.635	5.265	- 630	+ 1.155	+ 525	- 365	+ 160
1970	5.135	6.465	- 1.330	+ 1.400	+ 70	+ 1.010	+ 1.080
1971	5.740	7.205	- 1.465	+ 1.515	+ 50	(+ 2.300)	(+ 2.430) <sup>5</sup>

<sup>1</sup> Sur la base des transactions. <sup>2</sup> Y compris les erreurs et omissions. <sup>3</sup> Par suite de modifications importantes dans la définition de la position extérieure nette des banques commerciales suisses, les chiffres de 1970 et 1971 ne sont pas comparables entre eux ni avec les chiffres correspondants des périodes antérieures. <sup>4</sup> Les chiffres sont convertis à des cours moyens. <sup>5</sup> Non compris l'effet estimé des ajustements apportés à la position monétaire envers l'étranger par suite de la réévaluation.

Si le fléchissement des importations de matières premières et de produits semi-finis est attribuable à une baisse des prix non compensée par la très faible croissance en volume, en revanche la progression de 27% des achats de lubrifiants et de carburants résulte principalement de la hausse des prix. Les exportations de biens d'équipement ont enregistré la progression la plus forte, mais leur rythme d'accroissement (près de 9%) se situe sensiblement au-dessous de celui de 1970 (15½%). En ce qui concerne la répartition des échanges par zones géographiques, la part du commerce avec l'Europe a augmenté, les importations en provenance de la C.E.E. s'étant développées de 7½% et celles en provenance de l'A.E.L.E. de 11%; grâce à l'expansion de 11½% des exportations à destination des pays de l'A.E.L.E., la part des ventes aux pays européens a atteint 68½% du total, marquant ainsi une augmentation d'un point.

La légère détérioration des échanges commerciaux a été en grande partie compensée par une progression de 8% de l'excédent des transactions invisibles, qui a atteint \$1,5 milliard. L'accroissement des sorties nettes au titre des transferts unilatéraux – il s'agit principalement d'envois de fonds de travailleurs immigrés – a été largement compensé par l'expansion de 13½% (\$100 millions) des revenus nets des investissements, et de 17% (\$80 millions) des recettes nettes du tourisme; encore faut-il noter, à propos de ce dernier chiffre, que le taux d'augmentation des nuitées des touristes étrangers a fortement fléchi, puisqu'il est tombé à 2%.

Les entrées massives de capitaux en Suisse ont été engendrées en partie par la détente relative des taux d'intérêt à l'étranger dès la fin de 1970, mais elles s'expliquent principalement par des considérations de taux de change. En raison de l'insuffisance de données disponibles, on en est réduit à calculer la balance des transactions en capital par différence entre la balance des transactions courantes et la variation des avoirs officiels et des positions des banques commerciales envers l'étranger. Toutefois, si l'on tient compte des sorties identifiées de capitaux suisses à long et à moyen terme (\$1,1 milliard l'an dernier, contre \$0,5 milliard en 1970), les apports de capitaux étrangers ont dû se monter, au bas mot, à \$3,5 milliards. Ce chiffre correspond à près de 15% du produit national brut de la Suisse en 1971. Malgré les nombreuses mesures prises par les autorités helvétiques pour enrayer les entrées (voir Chapitre IV), rien n'a pu empêcher un rapatriement des capitaux suisses, qui sont certainement à l'origine d'une partie importante des entrées totales.

*Autriche.* L'an dernier, l'élargissement considérable du déficit commercial – qui a franchi le cap du milliard de dollars E.U. – a été presque entièrement compensé par l'accroissement de près de 40% de l'excédent des services et des transferts. L'amélioration des transactions invisibles, dont les recettes nettes ont atteint le chiffre record de \$1 milliard, contre \$0,7 milliard en 1970, a eu principalement sa source dans l'évolution très favorable du tourisme. Malgré la détérioration des opérations courantes et des mouvements de capitaux à long terme, la balance générale s'est soldée par un excédent de \$135 millions, supérieur à celui de 1970. Ces progrès sont dus aux entrées de capitaux à court terme qui sont intervenues essentiellement avant la réévaluation du schilling en mai et qui représentent, pour la plupart, des apports non identifiés liés à des phénomènes de décalage dans les paiements.

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

Années	Commerce extérieur			Services et transferts	Balance des paiements courants	Mouvements nets de capitaux		Allo-cations de D.T.S.	Balance générale
	Exportations (f.o.b.)	Importations (c.a.f.)	Solde			Long terme	Court terme <sup>2</sup>		
en millions de dollars E.U. <sup>3</sup>									
1969	2.415	2.850	- 435	+ 535	+ 100	- 25	+ 30	-	+ 105
1970	2.860	3.580	- 720	+ 710	- 10	+ 15	+ 60	+ 30	+ 95
1971	3.175	4.245	- 1.070	+ 980	- 90	- 20	+ 225	+ 20	+ 135 <sup>4</sup>

<sup>1</sup> Sur la base des transactions. <sup>2</sup> Y compris les erreurs et omissions. <sup>3</sup> Chiffres convertis aux cours mensuels moyens cotés sur le marché au comptant. <sup>4</sup> Avoirs officiels nets en or et garantis en or évalués à la parité de \$35 l'once.

Sur la base des chiffres douaniers, la croissance des exportations de marchandises s'est considérablement ralentie l'année dernière, le taux de progression n'atteignant plus que 6% contre 18% en 1970. A noter en particulier que les ventes aux pays d'Europe de l'Est sont pratiquement restées stationnaires, après avoir augmenté de 13% en 1970, alors que le rythme d'accroissement des livraisons à la C.E.E. est tombé à 5%, contre 13% en 1970. En revanche, les exportations vers les pays de l'A.E.L.E., et plus spécialement vers le Royaume-Uni et la Suisse, ont connu une expansion plus rapide que précédemment. Les livraisons de produits finis n'ont pas pu être maintenues au même rythme, tandis que les ventes de matières premières se sont en fait inscrites en baisse, par suite notamment de la pénurie de courant électrique.

La cadence d'augmentation des importations, en recul sensible, a atteint 13%. Aussi l'élasticité des importations par rapport aux revenus, qui s'était chiffrée à 1,9 en 1970, s'est établie à 1,2 en 1971, soit à peu près au même niveau que la moyenne enregistrée sur les dix années précédentes. Le fléchissement marqué du rythme d'accumulation des stocks l'année dernière a spécialement affecté les achats de matières premières et de produits semi-ouvrés. Il est intéressant de noter qu'en dépit du raffermissement du schilling en 1971 - son appréciation effective vis-à-vis du reste du monde est estimée à 3½% environ - les termes de l'échange ont continué de jouer en défaveur de l'Autriche; de 1969 à 1971, ils se sont détériorés d'environ 7%, et ce n'est qu'au second semestre de l'année dernière qu'un revirement s'est produit. Les prix à l'importation ont continué de monter en 1971, d'environ 4%, tandis que ceux à l'exportation sont restés pratiquement stationnaires; la croissance des ventes à l'étranger a donc entièrement été le résultat d'une augmentation en volume.

Au premier trimestre de 1972, la balance générale des paiements a été à peu près en équilibre, alors qu'elle dégagait un léger excédent au même trimestre de 1971. Le déficit d'environ \$80 millions des transactions courantes - du même ordre de grandeur que celui de la période correspondante de l'année précédente - a été compensé par des entrées de capitaux, principalement à court terme, ainsi que par une allocation de \$30 millions de D.T.S.

*Danemark.* Par suite des déficits croissants enregistrés par la balance commerciale à la fin de la décennie écoulée, les autorités ont été amenées à durcir sensiblement la ligne restrictive de leur politique budgétaire et monétaire depuis 1969. Les mesures

mises en œuvre semblent avoir porté leurs fruits l'an dernier étant donné que la balance commerciale a commencé à se redresser progressivement à partir de l'été. En outre l'application, en octobre, de la surtaxe de 10% aux importations a permis de renforcer les résultats du dernier trimestre. De ce fait, le déficit de \$425 millions accusé par les échanges commerciaux pour le premier semestre a, au cours des six derniers mois, enregistré une contraction supérieure à celle qui aurait résulté du simple jeu des facteurs saisonniers, pour ne plus représenter que \$245 millions. La poursuite des entrées nettes au titre des transactions invisibles et des mouvements de capitaux a permis à la balance générale de dégager un excédent de \$165 millions, contre \$30 millions en 1970.

Selon les statistiques douanières, les exportations se sont accrues de 8% en 1971, soit à un rythme légèrement inférieur à celui de 1970. Cette progression est imputable à raison de plus de 60% à une augmentation en volume. Les importations se sont bien développées de 3% en valeur mais, étant donné que les prix ont monté de 6%, elles ont enregistré un recul sensible en volume. La détérioration des termes de l'échange résulte pour l'essentiel de l'évolution des prix des produits industriels encore que, de toute évidence, elle ait été également influencée par le renchérissement considérable des prix des carburants.

L'excédent des transactions invisibles est resté le même qu'en 1970: l'élargissement prononcé du déficit des revenus des investissements – conséquence des emprunts massifs en 1969 et 1970 – a été compensé par une amélioration presque équivalente des recettes nettes au titre du tourisme.

L'année dernière encore, le Danemark a bénéficié d'entrées nettes de capitaux pour un montant considérable. Les apports nets du secteur privé ont fléchi de \$0,1 milliard pour se situer à \$0,3 milliard, mais ce recul a été largement compensé par le recours accru du secteur public à l'emprunt à l'étranger.

*Norvège.* Sous l'effet de l'expansion de la demande interne, de l'affaiblissement de la demande étrangère et de l'évolution défavorable du poste des transactions sur navires, le déficit de la balance des paiements courants a été porté en 1971 à un niveau record. Grâce, cependant, à des entrées considérables de capitaux – aussi bien à long qu'à court terme – la balance générale a enregistré une légère amélioration sur l'ensemble de l'année.

Selon les statistiques douanières, les importations de marchandises, autres que les navires, se sont accrues d'environ 6½%, contre 21% en 1970. Cette progression est intervenue bien que les achats de biens à usage industriel, qui s'étaient développés de près de 28% en 1970 et représentaient alors 60% environ du montant total des importations, aient marqué une quasi-stagnation consécutive au ralentissement du rythme de reconstitution des stocks. L'expansion de 18% des importations de biens de consommation a été imputable en grande partie à l'accroissement impressionnant (+40%) des acquisitions de véhicules de tourisme étrangers. En volume, la croissance globale des achats à l'étranger n'a été que de 2% environ, étant donné que 70% de l'augmentation en valeur s'expliquent par la hausse des prix. En termes nominaux, les exportations de marchandises (à l'exclusion des navires) ont progressé de 5% seulement en 1971 contre 14½% l'année précédente, du fait des résultats défavorables

Pays nordiques: Balance des paiements.<sup>1</sup>

Pays	Années	Commerce extérieur			Services et transferts	Balance des paiements courants	Mouvements nets de capitaux <sup>2</sup>	Allocations de D.T.S.	Balance générale <sup>3</sup>
		Exportations (f.o.b.)	Importations (c.a.f.)	Solde					
en millions de dollars E.U. <sup>4</sup>									
Danemark . . . .	1969	2.985	3.615 <sup>5</sup>	- 630	+ 220	- 410	+ 330	-	- 80
	1970	3.320	4.080 <sup>5</sup>	- 760	+ 220	- 540	+ 545	+ 25	+ 30
	1971	3.645	4.315 <sup>5</sup>	- 670	+ 220	- 450	+ 585	+ 30	+ 165
Finlande . . . .	1969	1.975	2.030	- 55	+ 75	+ 20	+ 30	-	+ 50
	1970	2.295	2.645	- 350	+ 110	- 240	+ 300	+ 20	+ 80
	1971	2.350	2.810	- 460	+ 115	- 345	+ 510	+ 20	+ 185
Norvège . . . .	1969	2.230	2.995	- 765	+ 920	+ 155	- 210	-	- 55
	1970	2.475	3.720	-1.245	+1.065	- 180	+ 305	+ 25	+ 150
	1971	2.575	4.100	-1.525	+1.160	- 365	+ 510	+ 25	+ 170
Suède . . . .	1969	5.725 <sup>6</sup>	5.910	- 185	- 25	- 210	- 120	-	- 330
	1970	6.820 <sup>6</sup>	7.005	- 185	- 120	- 305	+ 385	+ 35	+ 115
	1971	7.455 <sup>6</sup>	7.075	+ 380	- 195	+ 185	+ 90	+ 35	+ 310

<sup>1</sup> Sur la base des transactions. <sup>2</sup> Y compris les erreurs et omissions. <sup>3</sup> Les avoirs officiels nets en or et garantis en or sont évalués à la parité de \$35 l'once. <sup>4</sup> Les chiffres sont convertis à la parité jusqu'au troisième trimestre de 1971 inclus et, pour le quatrième trimestre, au cours moyen du marché au comptant. <sup>5</sup> Importations f.o.b. <sup>6</sup> Après ajustement pour tenir compte du solde net des échanges commerciaux non enregistrés dans les statistiques douanières.

enregistrés dans les débouchés traditionnels, en particulier les métaux et la pâte à papier. Comme les prix à l'exportation ont également monté de 5%, les ventes à l'étranger n'ont marqué aucune progression en volume. Les échanges commerciaux se sont particulièrement ressentis des résultats des transactions sur navires, qui font ressortir une progression de 27% des achats et une diminution de près de 15% des ventes.

L'excédent des services et des transferts a enregistré quelques progrès par rapport à 1970 en raison, principalement, de l'accroissement des recettes de fret maritime, qui ont atteint le chiffre record de \$1,1 milliard.

Le montant net des entrées de capitaux s'est chiffré à \$0,5 milliard. En ce qui concerne les mouvements de fonds à long terme, le revirement constaté - remboursements nets en 1969 et importantes entrées nettes en 1971 - résulte de l'expansion vigoureuse du volume des emprunts contractés à l'étranger tant par le secteur de la marine marchande que par les autres branches du secteur privé. Le recours au financement de l'étranger étant devenu plus facile et plus attrayant, les autorités se sont vues contraintes l'an dernier de refuser, dans certains cas, d'autoriser de tels emprunts. Il ne fait aucun doute que les entrées à court terme ont été influencées par des considérations de taux de change, les compagnies de navigation et d'autres entreprises ayant procédé à la conversion en couronnes de leurs avoirs en dollars à court terme.

*Suède.* L'excédent dégagé l'an dernier par la balance des paiements a manifestement reflété le ralentissement de l'activité économique en Suède. Il convient toutefois d'ajouter que la situation extérieure semble s'être progressivement redressée et que l'on peut escompter une nouvelle amélioration, de faible importance il est vrai, à la suite du réaligement des taux de change en décembre 1971. L'excédent global

de 1971, qui s'est établi à \$310 millions, contre \$115 millions l'année précédente et un déficit de \$330 millions en 1969, résulte de surplus réalisés tant sur les paiements courants que sur les opérations en capital.

Après avoir été constamment déficitaire depuis 1965, avec une détérioration particulièrement marquée en 1970 (où le solde négatif a en effet atteint \$305 millions), la situation de la balance des opérations courantes s'est retournée l'an dernier, enregistrant \$185 millions de recettes nettes, ce qui représente une amélioration de \$0,5 milliard environ. Celle-ci a été exclusivement le fait de la balance commerciale, qui s'est soldée par un excédent de \$380 millions, après avoir accusé en 1970 un déficit de \$185 millions. En effet, les sorties nettes au titre des transactions invisibles se sont accrues de \$75 millions, pour atteindre le niveau record de \$195 millions, en raison surtout de l'aggravation du déficit de la balance du tourisme et d'une détérioration du solde net des paiements au titre des intérêts et dividendes.

Sur la base des statistiques douanières, les exportations ont augmenté, l'an dernier, de près de 9% en valeur, alors qu'en volume leur expansion a été d'environ 3,5%. Les importations, au contraire, n'ont pas varié en valeur, mais ont enregistré une baisse de 5% en volume. Les termes de l'échange sont donc restés inchangés, et la progression du pourcentage de couverture des importations par les exportations, qui est passé de 97% en 1970 à 105% en 1971, s'explique en grande partie par des variations en volume. Les ventes de produits sidérurgiques et de pâte à papier à l'étranger ont sérieusement fléchi, tandis que celles de matières premières et de produits de base se sont peu modifiées. Le gain réalisé dans l'ensemble a donc été dû principalement aux produits des industries mécaniques; dans cette catégorie, on note des progressions de 13% pour les livraisons de machines et de 19% pour celles de matériel de transport. Les exportations de véhicules à moteur, notamment, ont enregistré une forte expansion (+24%), l'atonie de la demande interne ayant permis de pousser les ventes d'automobiles aux Etats-Unis (les voitures particulières représentent plus de 30% du total des achats de ce pays à la Suède). Alors qu'en 1970, la reconstitution des stocks de matières premières et de produits manufacturés — dont la Suède doit importer une large part — avait fourni un élan aux importations, celles-ci ont enregistré un recul l'an dernier, du fait du fléchissement accentué du rythme d'accumulation des stocks et de la faiblesse de la demande interne de biens de consommation.

Les entrées nettes de capitaux ont fléchi de plus des trois quarts pour atteindre \$90 millions, soit près de \$300 millions de moins qu'en 1970. Ce résultat est dû en partie à un assouplissement du contrôle des changes, qui a permis aux investissements directs à l'étranger de résidents suédois de se développer notablement, et en partie à la détente intervenue l'an dernier dans les conditions d'accès au crédit interne.

Pendant le premier trimestre de 1972, la balance globale (compte tenu de l'allocation de D.T.S. d'une contre-valeur de \$35 millions) a dégagé un solde créditeur de \$215 millions, contre \$85 millions pour le premier trimestre de 1971. Cet excédent s'explique presque entièrement par des entrées de capitaux à long et à court terme. Par suite d'une contraction de l'excédent des échanges commerciaux et d'une recrudescence des sorties nettes au titre des transactions invisibles, la balance des paiements courants a enregistré un déficit de \$85 millions, contre un solde actif de \$40 millions au cours des trois premiers mois de 1971.

*Finlande.* L'affaiblissement des débouchés de la Finlande, combiné avec le freinage exercé par les autorités sur l'activité interne, a eu l'an dernier une incidence marquée sur les comptes extérieurs. Le recul du volume des exportations et des importations de biens et de services, ainsi que l'évolution défavorable des termes de l'échange, sont à l'origine de l'élargissement du déficit des paiements courants, qui a atteint le chiffre record de \$345 millions. Par ailleurs, le resserrement prononcé de la liquidité interne a été à l'origine d'entrées substantielles de capitaux qui se sont chiffrées à plus de \$0,5 milliard. Aussi la balance générale s'est-elle soldée par un excédent de \$185 millions, contre \$80 millions en 1970.

Selon les statistiques douanières, les exportations de marchandises ont augmenté de 2% l'an dernier (alors qu'elles s'étaient développées de 21 et 16% respectivement en 1969 et 1970), le recul en volume ayant été plus que compensé par la progression en valeur. Après deux années consécutives de croissance rapide, les importations ont augmenté de 6% seulement en valeur, une hausse de 7½% des prix ayant été accompagnée par un léger recul en volume. Les exportations se sont ressenties d'une série de facteurs défavorables: grève qui a éclaté dans les industries métallurgique et mécanique, recul temporaire des livraisons à destination des pays d'Europe de l'Est et faiblesse accentuée de la demande mondiale de bois de construction, qui a touché la Finlande avec une sévérité particulière. En ce qui concerne les achats, la forte hausse des prix des carburants et des lubrifiants — pas moins de 32% — explique presque en totalité la légère progression globale en valeur. La vive expansion des importations vers la fin de l'année a été due notamment à l'accélération du rythme de reconstitution des stocks, spécialement de biens de consommation, motivée par la perspective d'une suppression de la taxe supplémentaire sur le chiffre d'affaires.

L'aggravation des échanges commerciaux n'a été compensée que dans une certaine mesure par l'excédent des transactions invisibles. Les recettes nettes du tourisme se sont fortement inscrites en hausse, de même d'ailleurs que les versements nets de dividendes et d'intérêts. Au total, le déficit des transactions courantes s'est élargi d'environ 50%. Dans ces conditions, les autorités se sont efforcées, lors du réajustement monétaire de décembre, de maintenir l'appréciation du mark vis-à-vis du dollar dans des limites très étroites, de façon à faire ressortir une dévaluation effective de près de 4% par rapport au reste du monde.

Les entrées de capitaux ont surtout été enregistrées dans le compartiment à long terme étant donné, d'une part, les rendements très élevés offerts aux investisseurs étrangers et, d'autre part, la très grande aisance qui régnait sur les marchés internationaux.

*Espagne.* Un recul de l'activité économique en Espagne a contribué, en 1971, aux résultats impressionnants obtenus par la balance des paiements. L'ampleur des excédents dégagés tant par les opérations courantes que par les mouvements de capitaux a déterminé un solde créditeur global de \$1,3 milliard (allocation de D.T.S. comprise) contre un surplus de \$0,9 milliard en 1970 et un déficit de \$0,2 milliard en 1969.

Les exportations de marchandises, qui furent l'an dernier l'élément le plus dynamique de l'économie, ont augmenté de 23% en valeur. Les importations n'ont

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

Années	Commerce extérieur (f.o.b.)			Services et transferts	Balance des paiements courants	Mouvements nets de capitaux		Allocations de D.T.S.	Balance générale
	Expor- tations	Impor- tations	Solde			A long terme	A court terme <sup>2</sup>		
en millions de dollars E.U. <sup>3</sup>									
1969	1.995	3.885	- 1.870	+ 1.475	- 395	+ 505	- 330	-	- 220
1970	2.455	4.335	- 1.880	+ 1.955	+ 75	+ 675	+ 70	+ 40	+ 860
1971	3.025	4.535	- 1.510	+ 2.460	+ 950	+ 520	- 265	+ 45	+ 1.250

<sup>1</sup> Sur la base des transactions.    <sup>2</sup> Y compris les erreurs et omissions.    <sup>3</sup> Conversion sur la base de l'ancienne parité.

enregistré, en revanche, qu'une expansion de 4½%, de sorte que le déficit commercial est revenu de près de \$1,9 milliard en 1970 à \$1,5 milliard en 1971. Les entrées nettes au titre des services sont passées de \$0,4 milliard à \$1,7 milliard, les recettes touristiques étant de loin le poste le plus important, avec \$1,9 milliard. Au total, les importations de biens et de services ont progressé de 10% pendant l'année; le coefficient d'élasticité des importations par rapport aux revenus s'est donc établi à 0,7 en valeur, alors qu'il avait été de 1,2 en moyenne pendant la période 1966-70. Ce fléchissement reflète certainement l'incidence de facteurs d'ordre conjoncturel, mais il montre aussi qu'une amélioration est intervenue dans la situation fondamentale. Parmi les autres transactions invisibles, les recettes nettes au titre des transferts, constituées principalement par les envois de fonds des travailleurs espagnols émigrés, sont passées de \$660 millions en 1970 à \$785 millions en 1971. L'excédent des opérations courantes a ainsi atteint près de \$1 milliard, contre moins de \$100 millions en 1970 et un déficit annuel moyen de plus de \$400 millions entre 1965 et 1969.

L'expansion globale des exportations a été due surtout à une progression de 31% des ventes de produits non agricoles. Parmi ceux-ci, les biens de consommation et d'équipement ont été les éléments les plus dynamiques, avec des taux de croissance respectifs de 40 et de 33%. Ces deux catégories qui n'intervenaient, dans les recettes d'exportation, qu'à raison de \$110 millions en 1961, ont rapporté \$1.290 millions en 1971. Du côté des importations, la stagnation des investissements en Espagne contribue à expliquer pourquoi les achats de biens d'équipement et de biens intermédiaires ont été stationnaires ou franchement en baisse.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux, l'afflux global de \$255 millions a résulté d'entrées nettes de capitaux à long terme (\$520 millions) et de sorties nettes à court terme (\$265 millions).

## IV. OR, RÉSERVES MONÉTAIRES ET CHANGES.

### Or: production, marchés et réserves.

Voilà maintenant près de sept ans que la production mondiale d'or plafonne, oscillant annuellement (à l'exclusion de celle de l'Union soviétique, des autres pays d'Europe de l'Est, de la Chine continentale, et de la Corée du Nord) entre un peu plus de 40 millions d'onces et un peu moins de 41,5 millions d'onces. Après avoir progressé en 1970 de 0,8 million d'onces, elle a fléchi de 1,3 million d'onces, soit 3% environ, en 1971, pour se trouver ainsi ramenée au niveau de 40,1 millions d'onces déjà atteint en 1964. Le recul de 1971 est essentiellement imputable aux trois principaux pays producteurs tandis que, dans le reste du monde, l'extraction n'a enregistré au total que très peu de changement. Le tonnage extrait par l'Afrique du Sud, qui avait augmenté de 0,9 million d'onces en 1970, a baissé de 0,7 million d'onces pour s'établir à 31,4 millions d'onces, marquant ainsi le premier fléchissement de quelque importance depuis 1947, abstraction faite d'une diminution de 0,3 million d'onces en 1967. La production du Canada, en baisse constante depuis 1960 déjà,

### Production mondiale d'or.

Pays	1929	1940	1946	1953	1967	1968	1969	1970	1971
	poids, en milliers d'onces de fin								
Afrique du Sud . . .	10.412	14.046	11.927	11.941	30.535	31.169	31.276	32.146	31.398
Canada . . . . .	1.928	5.333	2.849	4.056	2.986	2.743	2.545	2.409	2.209
Etats-Unis . . . . .	2.057	4.863	1.462	1.971	1.526	1.539	1.717	1.790	1.492
Japon . . . . .	335	867	40	258	678	614	677	729	711
Ghana . . . . .	208	886	586	731	767	727	707	704	698
Australie . . . . .	427	1.644	824	1.075	805	786	699	622	635
Philippines . . . . .	163	1.121	1	481	491	527	571	582	635
Rhodésie . . . . .	561	826	545	501	515	515	515	500	500
Mexique . . . . .	655	883	420	483	165	177	181	198	200
Colombie . . . . .	137	632	437	437	258	240	219	202	190
Zaire . . . . .	158	562	332	371	153	172	177	181	175
<b>Total . . . . .</b>	<b>17.041</b>	<b>31.663</b>	<b>19.423</b>	<b>22.305</b>	<b>38.879</b>	<b>39.209</b>	<b>39.284</b>	<b>40.063</b>	<b>38.842</b>
Autres pays . . . . .	1.299	5.797	2.007	1.955	1.281	1.361	1.296	1.347	1.278
Estimation de la production mondiale <sup>1</sup>	18.340	37.460	21.430	24.260	40.160	40.570	40.580	41.410	40.120
<b>Valeur de la production mondiale, sur la base de \$35 l'once de fin (estimations)</b>	<b>en millions de dollars E.U.</b>								
	640 <sup>2</sup>	1.310	750	850	1.405	1.420	1.420	1.450	1.405

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

s'est encore réduite l'an dernier de 0,2 million d'onces. Ce sont les Etats-Unis qui ont accusé la diminution relative la plus importante, avec 0,3 million d'onces, soit 17% de leur production.

Le recul de 2,3% de la production d'or de l'Afrique du Sud a résulté pour 1,1% du volume et pour 1,3% de la teneur moyenne du minerai extrait. Cette diminution s'explique selon toute vraisemblance par la hausse, de \$36,20 à \$40,40 l'once de fin, du prix moyen obtenu par l'industrie, ce qui aurait incité à exploiter des gisements d'une moindre richesse. Le renchérissement du prix de l'or s'est également répercuté, semble-t-il, sur les coûts de revient par tonne de minerai traité, qui ont monté de 7,5%, enregistrant ainsi la progression la plus forte depuis les années soixante. Le bénéfice moyen par once d'or s'est accru de 14,3%, passant de \$12,40 à \$14,17.

Calculée au prix de \$35 l'once de fin, la valeur de la production d'or du monde occidental est tombée de \$1.450 millions en 1970 à \$1.405 millions en 1971. En revanche, les pays communistes ont, semble-t-il, procédé pour la première fois depuis 1965 à des ventes substantielles, que l'on peut estimer à \$100 millions environ. De ce fait, l'offre totale de nouveau métal jaune est passée d'une année à l'autre de \$1.450 millions à quelque \$1.500 millions. Comme, en même temps, le stock d'or officiel de l'Occident, qui s'était renforcé de \$280 millions en 1970, a fléchi de \$70 millions, le volume net de métal vendu sur le marché libre est passé de \$1.170 millions en 1970 à \$1.575 millions environ en 1971.

Cette augmentation de \$405 millions (toujours calculée sur la base de \$35 l'once) des achats pour compte privé, intervenue en dépit d'une progression moyenne des cours, passés de \$36 l'once environ en 1970 à \$40 en 1971, s'explique intégralement par la demande spéculative résultant de la crise monétaire internationale. Les autres débouchés de caractère non monétaire, consommation industrielle et thésaurisation traditionnelle, semblent en fait avoir diminué de quelque \$150 millions – \$200 millions, reflétant en majorité le tassement de la demande en provenance du Moyen-Orient et de l'Extrême-Orient et la contraction des achats pour la joaillerie.

**Origines et utilisations de l'or (estimations).**

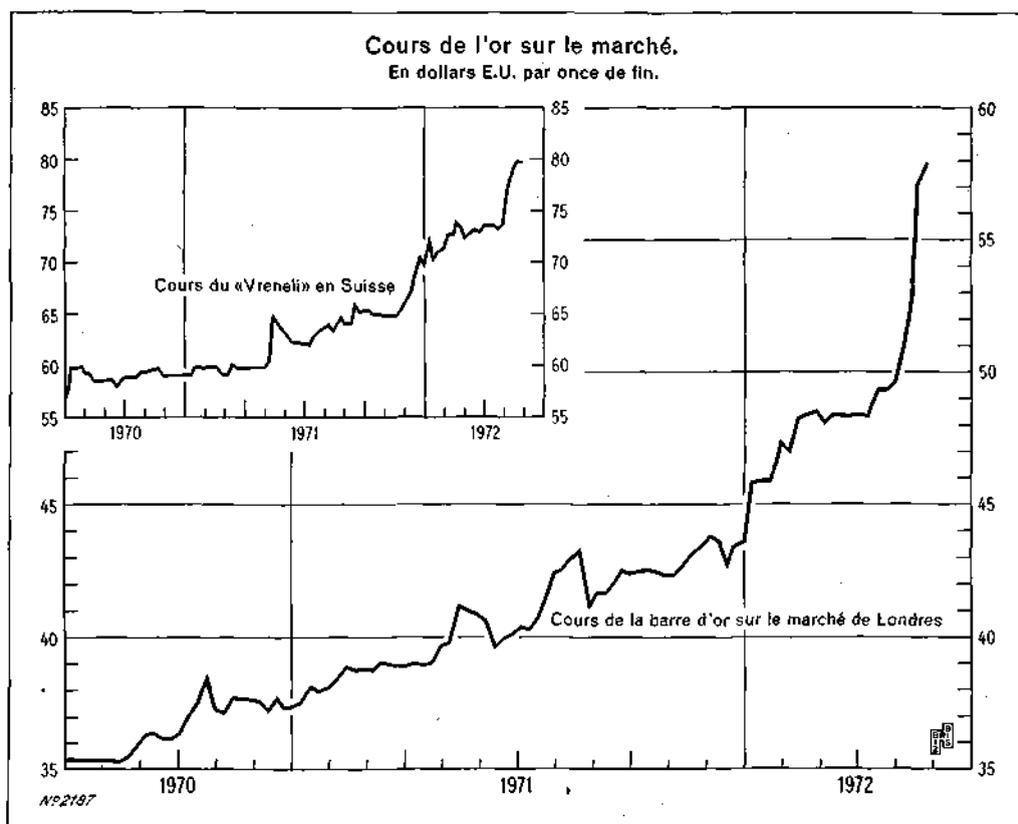
Rubriques	1968 (avril – décembre)	1969	1970	1971
	en millions de dollars E.U., à \$ 35 l'once			
Production . . . . .	1.060	1.420	1.450	1.405
Ventes des pays communistes (estimations) . . . . .	—	—	—	100
Total . . . . .	1.060	1.420	1.450	1.505
Variations des encaisses officielles des pays occidentaux . . . . .	670	100	280	— 70
Ventes sur le marché libre* . . . . .	390	1.320	1.170	1.575

\* Chiffres résiduels.

L'évolution des cours de l'or sur le marché libre a été caractérisée pendant toute l'année 1972 par une tendance constante à la hausse, en dépit d'un accroissement considérable du volume de l'or commercialisé. Ce mouvement s'est très fortement accentué pendant les cinq premiers mois de 1972, et les cotations ont été portées de moins de \$44 au début de l'année à près de \$60 l'once à la fin de mai. Alors que, durant l'année 1971, les variations du cours de l'or ont été principalement déterminées par les fluctuations de la demande, l'ascension spectaculaire des cotations à laquelle on a récemment assisté a également résulté d'une réduction de l'offre.

Pendant les deux derniers mois de 1970, les cotations avaient oscillé autour de \$37,5. Début 1971, toutefois, une recrudescence de la demande industrielle et des achats effectués par le Moyen-Orient et l'Extrême-Orient ont provoqué un raffermissement des cours. Au fixing de Londres, l'once est passée à \$39 à la mi-février pour demeurer très près de ce niveau jusqu'à ce que, fin avril, les tensions croissantes qui affectaient les marchés des changes recommencent à faire progresser les cotations. Les cours ont ainsi touché \$41,75 le 14 mai, pour toutefois se replier au-dessous de \$40 vers la mi-juin, lorsque la situation a retrouvé son calme sur le marché des changes.

Cependant, le mouvement de hausse a bientôt repris et, comme le dollar était soumis à une pression croissante sur les marchés des changes, les cours du métal ont augmenté sensiblement durant la seconde quinzaine de juillet. Quand on a su que



la sous-commission du Congrès des Etats-Unis sur le Commerce et les Paiements Internationaux avait estimé que le dollar était surévalué, le cours de l'or a atteint le 9 août son niveau record de près de \$44. A la suite des démentis opposés par l'Administration américaine à toute idée de modification du prix officiel de l'or, la cote est revenue à \$41 environ à la fin août, pour se redresser néanmoins à \$42,5 durant le mois de septembre, et elle est demeurée proche de ce niveau jusqu'à la deuxième semaine de novembre. A ce moment, l'accroissement de la tension politique entre l'Inde et le Pakistan, de même que les indications de source sûre d'une modification, après tout possible, de la parité-or du dollar, ont amené un nouveau raffermissement des cours, et l'onze de fin s'est négociée à près de \$44 le 6 décembre, à l'issue de la réunion du Groupe des Dix à Rome, pour fluctuer ensuite aux environs de \$43,5 pendant le reste du mois. Les cours relativement élevés cotés tout au long du dernier trimestre se sont maintenus en dépit d'une augmentation sensible de l'offre de nouveau métal résultant de la vente sur le marché, par l'Afrique du Sud, d'or prélevé sur ses réserves en plus de sa production courante.

Au commencement de 1972, la hausse a repris avec vigueur, stimulée à la fois par la perspective de voir les effets de la dévaluation du rand sur la balance des paiements de l'Afrique du Sud amener ce pays à réduire les ventes d'or (l'Afrique du Sud s'est en effet abstenue dès les premiers jours de l'année de céder du métal par prélèvement sur ses réserves), et par le nouvel accès de faiblesse du dollar sur les marchés des changes. Au fixing de Londres, le cours est passé de \$43,85 au commencement de l'année à son nouveau maximum de \$49,25 au début de février. Par la suite, il a fluctué autour de \$48,25 jusqu'à la deuxième semaine d'avril. A ce moment s'est amorcée une nouvelle poussée de hausse, encore plus rapide que la précédente, et, le 17 mai, le cours s'est établi à \$57,75 l'onze. Dans les derniers jours de mai, il est encore monté plus haut, à près de \$60, soit à plus de 50% au-dessus de la nouvelle parité officielle du dollar par rapport à l'or.

Un certain nombre de facteurs ont conjugué leur influence pour déclencher cette dernière hausse si rapide des cours du métal. Du côté de l'offre, non seulement l'Afrique du Sud a, pour la première fois depuis trois ans, commercialisé un peu moins du total de sa production courante mais, en outre, sa production elle-même a été inférieure de 8% environ à celle de la période correspondante de l'an dernier. Du côté de la demande, les achats ont, semble-t-il, été stimulés par la prise de conscience de ce changement intervenu dans la situation de l'offre – et aussi du fait que, depuis le 1er janvier, l'Afrique du Sud n'avait converti en or qu'une très faible fraction de ses excédents de paiements – ainsi que par l'évolution de la situation au Viêt-nam.

Calculée en dollars courants, la valeur du stock d'or monétaire du monde occidental s'est accrue de \$3,5 milliards en 1971 pour s'établir à \$44,8 milliards à la fin de l'année. Toutefois, cet accroissement s'explique, et au-delà, par la réévaluation de l'or en termes de dollars. Sur la base de \$35 l'onze, les avoirs officiels en or des pays occidentaux se sont en fait contractés de \$70 millions en 1971, après s'être gonflés de \$280 millions en 1970. L'origine de cette diminution – la première depuis la suspension des arrangements du pool de l'or en 1968 – tient au fait que l'Afrique du Sud, ayant dû prélever \$255 millions de métal sur ses réserves, n'a vendu ou transféré au Fonds Monétaire International que \$165 millions et qu'elle a cédé le reste sur le marché.

**Encaisses-or dans le monde.**

Pays ou zones	Variations en			Montants disponibles à fin 1971
	1969	1970	1971	
	en millions de dollars E.U.			
Etats-Unis . . . . .	+ 970	- 785	- 865	10.205
Royaume-Uni . . . . .	- 5	- 125	- 575	775
Autres pays d'Europe occidentale . . . . .	- 745	- 435	+ 510	19.755
<i>dont:</i>				
<i>Allemagne fédérale</i> . . . . .	- 460	- 100	+ 100	4.075
<i>Belgique</i> . . . . .	- 5	- 50	+ 75	1.545
<i>France</i> . . . . .	- 330	- 15	- 10	3.525
<i>Italie</i> . . . . .	+ 30	- 70	- 5	2.885
<i>Pays-Bas</i> . . . . .	+ 25	+ 70	+ 120	1.910
<i>Suède</i> . . . . .	-	- 25	-	200
<i>Suisse</i> . . . . .	+ 20	+ 90	+ 175	2.910
<i>Divers</i> . . . . .	- 25	- 335	+ 55	2.705
Canada . . . . .	+ 10	- 80	+ 5	795
Japon . . . . .	+ 60	+ 120	+ 145	680
Amérique latine . . . . .	+ 55	- 5	- 55	1.030
Moyen-Orient . . . . .	- 35	- 80	+ 35	1.010
Autres pays d'Asie . . . . .	- 20	- 30	- 30	675
Afrique . . . . .	- 90	- 470	- 255	810
<i>dont:</i>				
<i>Afrique du Sud</i> . . . . .	- 130	- 450	- 255	410
Australie . . . . .	+ 5	- 25	+ 20	260
Autres pays . . . . .	- 15	- 30	+ 5	130
Total, tous pays . . . . .	+ 190	- 1.945	- 1.060	36.125
Organismes internationaux . . . . .	- 90	+ 2.225	+ 990	5.095
<i>dont:</i>				
<i>B.R.I.</i> . . . . .	- 130	+ 200	+ 590	310
<i>Fonds Européen</i> . . . . .	+ 20	- 5	+ 10	55
<i>F.M.I.</i> . . . . .	+ 20	+ 2.030	+ 390	4.730
Total général (à \$35 l'once de fin) . . . . .	+ 100	+ 280	- 70	41.220
Incidence totale de la réévaluation . . . . .	-	-	+ 3.535	3.535
<i>dont:</i>				
<i>Incidence sur les avoirs des pays</i> . . . . .	-	-	+ 3.095	3.095
<i>Incidence sur les organismes internationaux</i> . . . . .	-	-	+ 440	440
Total général, compte tenu de l'incidence de la réévaluation . . . . .	-	-	+ 3.465	44.755

En vertu d'un accord passé à la fin de 1969 avec le F.M.I., l'Afrique du Sud est habilitée à offrir au Fonds, à \$35 l'once, tout montant d'or dépassant sa production courante qu'elle pourrait être amenée à vendre pour financer un déficit de paiements. Pendant les sept premiers mois de l'année, les ventes de métal prélevé sur les réserves monétaires sud-africaines ont atteint un total de \$155 millions mais, en dépit de la prime importante que cotait l'or sur le marché libre, \$135 millions ont été cédés au F.M.I. et

\$20 millions seulement (calculés sur la base de \$35 l'once) ont été offerts sur le marché. Dans les cinq derniers mois de l'année cependant, le dollar ayant été déclaré officiellement inconvertible et la surcote de l'or sur le marché libre étant très nettement supérieure à 20%, l'Afrique du Sud a placé sur le marché la totalité des \$70 millions de métal prélevés sur ses réserves.

De même qu'en 1970, la variation relativement faible accusée l'année suivante par les réserves globales d'or (à \$35 l'once) résulte de deux mouvements en sens contraire d'assez forte amplitude. Après avoir fléchi de \$1.945 millions en 1970, les encaisses métalliques officielles ont enregistré l'an dernier une nouvelle diminution de \$1.060 millions, pour se replier à \$36.125 millions, tandis que les avoirs des organismes monétaires internationaux, qui avaient déjà progressé de \$2.225 millions en 1970, ont encore marqué un gain de \$990 millions. En ce qui concerne les organismes internationaux, le renforcement de \$390 millions du stock d'or du F.M.I. a été, en grande partie, la conséquence nette des opérations suivantes: encaissement de \$480 millions de métal par suite du remboursement de tirages, achat de \$135 millions à l'Afrique du Sud, encaissement de \$100 millions au titre de la libération des souscriptions-or, rétrocession de \$25 millions préalablement mis en dépôt aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, et cession par le Fonds de la contre-valeur de \$385 millions d'or contre devises. La position-or au comptant de la B.R.I., de négative à la fin de 1970 pour \$280 millions, est devenue positive à concurrence de \$310 millions à la fin de 1971.

L'Afrique du Sud mise à part, les seuls autres fléchissements importants dans les encaisses métalliques officielles des différents pays ont été enregistrés par les Etats-Unis et le Royaume-Uni. La plus grande partie de la diminution de \$865 millions du stock d'or des Etats-Unis a résulté de cessions opérées au profit de pays d'Europe; un montant de \$70 millions seulement s'est dirigé vers le reste du monde. Les opérations les plus importantes ont été réalisées par la France, sous la forme d'acquisitions de \$475 millions à rembourser au F.M.I., ainsi que par la Suisse et la Belgique, qui ont renforcé leurs encaisses à concurrence de \$175 millions et \$110 millions respectivement. En dehors du Groupe des Dix, les principales transactions sur or conclues par les Etats-Unis sont l'achat de \$42 millions à la Birmanie et des ventes au Liban et à Singapour, respectivement \$35 millions et \$30 millions. Le fléchissement de \$575 millions du stock d'or officiel du Royaume-Uni, ramené à \$775 millions, contraste violemment avec la forte amélioration de la position globale de réserve de ce pays.

Les réserves métalliques des autres pays du Groupe des Dix se sont accrues de \$605 millions. L'augmentation de \$175 millions des avoirs de la Suisse a résulté d'acquisitions auprès du Trésor des Etats-Unis, tandis que le renforcement de \$145 millions et \$100 millions respectivement de l'encaisse-or du Japon et de l'Allemagne vient en grande partie des ventes effectuées par le F.M.I. Les Pays-Bas et la Belgique, dont les avoirs ont progressé de \$120 millions pour les premiers et de \$75 millions pour la seconde, ont obtenu de l'or à la fois du Fonds Monétaire et du Trésor américain.

Au cours du premier trimestre de 1972, les réserves métalliques officielles du monde occidental ont, estime-t-on, marqué peu de changement. De nouveaux transferts ont été toutefois effectués par certains pays au profit d'organismes internationaux,

pour un montant total de \$615 millions (calculés à \$35 l'once). Les principales transactions ont porté sur des transferts à concurrence de \$545 millions opérés par les Etats-Unis au profit du F.M.I. Sur ce montant, \$400 millions représentaient la revente à cette organisation de métal que les autorités américaines lui avaient acheté pendant la période 1956-60, et le reliquat, soit \$145 millions, le retrait d'or déposé par le Fonds auprès de la Federal Reserve Bank of New York en vue de compenser en partie les pertes subies par les Etats-Unis lorsque les autres membres du Fonds ont libéré leur souscription en or au titre du relèvement général des quotes-parts intervenu en 1965-66.

### L'expansion des réserves globales.

Il est probable que 1971 passera dans l'histoire comme une année hors série en ce qui concerne l'expansion des réserves globales. Pendant ces douze mois, le volume des réserves officielles de l'ensemble des pays en or, devises, positions créditrices envers le F.M.I. et droits de tirage spéciaux s'est accru au total de 43% - \$39,4 milliards en dollars courants - ce qui fait passer au second plan la précédente augmentation record de 18% (\$14,3 milliards) enregistrée un an seulement auparavant.

On peut estimer que, sur cet accroissement, \$5,4 milliards sont imputables à la réévaluation, en termes de dollars, des éléments de réserve autres que la monnaie américaine, à la suite de la modification de la valeur au change des monnaies. Les effets de cette réévaluation peuvent être chiffrés à \$3,1 milliards pour les encaisses-or, et à \$0,5 milliard respectivement pour les positions créditrices envers le F.M.I. et

### Variations des réserves monétaires globales.

Zones et périodes	Encaisses-or	Avoirs en devises	Positions créditrices envers le F.M.I.	D.T.S.	Total
	en millions de dollars E.U.				
<b>Groupe des Dix</b>					
1969 . . . . .	+ 310	- 1.475	+ 135	-	- 1.030
1970 . . . . .	- 975	+ 8.535	+ 540	+ 2.340	+ 10.440
1971 . . . . .	+ 1.695	+ 25.775	- 835	+ 2.465	+ 29.100
<b>Autres pays développés</b>					
1969 . . . . .	- 145	+ 495	+ 85	-	+ 435
1970 . . . . .	- 805	+ 1.680	+ 60	+ 305	+ 1.240
1971 . . . . .	+ 110	+ 6.400	+ 30	+ 270	+ 5.810
<b>Pays en voie de développement</b>					
1969 . . . . .	+ 25	+ 1.425	+ 20	-	+ 1.470
1970 . . . . .	- 165	+ 1.965	+ 370	+ 480	+ 2.650
1971 . . . . .	+ 230	+ 3.775	+ 5	+ 520	+ 4.530
<b>Ensemble des pays</b>					
1969 . . . . .	+ 190	+ 445	+ 240	-	+ 875
1970 . . . . .	- 1.945	+ 12.180	+ 970	+ 3.125	+ 14.330
1971 . . . . .	+ 2.035	+ 34.950	- 800	+ 3.255	+ 39.440
<i>dont:</i>					
<i>Incidence de la réévaluation . . .</i>					
	+ 3.095	+ 1.300*	+ 545	+ 505	+ 5.445*

\* Estimations.

pour les avoirs en D.T.S. Il n'est pas possible de déterminer exactement l'incidence de la réévaluation sur les réserves en devises autres que le dollar, mais on peut les évaluer à \$1,3 milliard environ. Si l'on fait abstraction des effets des rajustements de taux de change, l'accroissement des réserves globales de l'an dernier peut par conséquent être chiffré à quelque \$34 milliards.

En revanche, un certain nombre de facteurs — principalement des remboursements de dettes monétaires des gouvernements — ont ralenti l'accroissement des réserves globales en 1971. En premier lieu, le remboursement par le Royaume-Uni du reliquat de son endettement envers les banques centrales a eu un effet de contraction de \$1,3 milliard. En second lieu, des remboursements de dettes au F.M.I. par le Royaume-Uni et la France ont eu une incidence analogue, à concurrence de \$3,3 milliards. Les remboursements ne se sont élevés en fait qu'à \$2,3 milliards, mais leur effet sur les réserves globales a été plus important, parce qu'ils ont été effectués en partie aux dépens du stock d'or des Etats-Unis et de la position de réserve de ce pays auprès du F.M.I. En troisième lieu, le montant des devises détenues dans les réserves de la Banque Nationale Suisse par suite d'opérations de swap de fin d'année avec les banques commerciales helvétiques est tombé à zéro, à la fin de 1971, alors qu'il était de \$0,9 milliard un an auparavant. L'incidence de ces facteurs se chiffre, au total, à \$5,5 milliards, compensant à peu près la dépréciation des éléments de réserve autres que le dollar résultant des réajustements de taux de change de l'an dernier.

Comme l'année précédente, ce sont les devises qui ont constitué l'élément prédominant de l'expansion des réserves. L'énorme augmentation des réserves de change globales a été due en majeure partie, naturellement, au déficit de la balance de base des Etats-Unis ainsi qu'à la fuite de fonds hors de ce pays. Les engagements monétaires américains à l'égard d'organismes officiels étrangers se sont en effet accrus de \$27,4 milliards en 1971. En outre, les dollars reçus par les autorités monétaires étrangères ont été placés sur des marchés en dehors des Etats-Unis; et dans la mesure où ces fonds ont été reprêtés ailleurs que dans ce pays et convertis par l'emprunteur en une autre monnaie, ils ont donné naissance à de nouveaux accroissements de réserves. L'augmentation des réserves de change des pays autres que les Etats-Unis a de ce fait dépassé de \$7,9 milliards celle des engagements américains à l'égard des autorités monétaires étrangères. Sur ce total, l'expansion des avoirs officiels étrangers en sterling au Royaume-Uni (non compris ceux des Etats-Unis) est intervenue à raison de \$2,2 milliards — dont \$0,5 milliard environ représentant l'incidence des réévaluations. Sur les \$5,7 milliards restants, on peut estimer à quelque \$0,8 milliard l'incidence des réévaluations. Si toutefois l'on fait abstraction de ces effets, on constate que l'expansion de l'ensemble des réserves de devises l'an dernier a résulté, à raison de près de \$5 milliards, de la diversification des réserves par conversion de dollars en devises autres que le sterling, ainsi que des placements de fonds effectués par des autorités monétaires sur le marché de l'euro-dollar.

L'année écoulée a été marquée par un autre fait saillant: le contraste, en matière de placement de ces actifs, entre la politique des pays du Groupe des Dix et celle des autres pays du monde. Les pays du Groupe des Dix ont placé aux Etats-Unis les excédents de leurs réserves de change, ce qui explique, pratiquement, la totalité de l'accroissement de \$27,4 milliards des engagements américains à l'égard

d'organismes officiels étrangers. Il en découle que les pays n'appartenant pas au Groupe des Dix ont placé en dehors des Etats-Unis un montant égal à la quasi-totalité de l'accroissement de \$9,2 milliards enregistré par leurs réserves de change. C'est donc à ces pays que peut être imputée virtuellement la totalité de l'accroissement des réserves en sterling. A la suite de mesures prises par les autorités allemandes, les avoirs en deutsche marks détenus par ces pays en Allemagne fédérale semblent avoir accusé un certain fléchissement, mais il est très probable que le montant des deutsche marks placés sur le marché des euro-monnaies a augmenté de façon substantielle. Il semble en outre que, pour un montant considérable, des réserves aient été transformées en avoirs en francs suisses déposés en Suisse et aussi, probablement, sur l'euro-marché. On relève également que les pays extérieurs au Groupe des Dix ont placé un volume accru d'avoirs officiels en dollars sur le marché de l'euro-dollar. De plus, étant donné qu'ils détiennent la quasi-totalité des réserves de devises autres que le dollar, l'accroissement de \$9,2 milliards de leurs avoirs de change englobe la majeure partie de l'augmentation de quelque \$1,3 milliard accusée par les réserves monétaires globales du fait du changement de leur valeur comptable.

On observe de grandes inégalités, non seulement dans la composition des actifs, mais aussi dans la ventilation par pays de l'accroissement des réserves globales enregistré l'an dernier. Reflétant l'orientation des mouvements de capitaux à court terme, la majeure partie de cette augmentation - 77%, en fait - a concerné les pays du Groupe des Dix autres que les Etats-Unis. Les réserves globales de ces pays se sont gonflées de \$30,4 milliards en dollars courants, soit de 63%. Dans ce groupe, les progressions de loin les plus élevées ont été notées par le Japon (\$10,5 milliards), le Royaume-Uni (\$6 milliards), l'Allemagne (\$4,8 milliards) et la France (\$3,3 milliards). Les pays développés n'appartenant pas au Groupe des Dix ont accru leurs réserves de \$5,8 milliards, soit de 50%, l'Australie (avec \$1,6 milliard) et l'Espagne (avec \$1,4 milliard) enregistrant les gains de loin les plus importants. Les réserves des pays en voie de développement ont augmenté de \$4,5 milliards (soit de 25%), dont une grande partie est venue renforcer les avoirs officiels de certains pays producteurs de pétrole.

### **Mouvements monétaires.**

*Etats-Unis.* Compte tenu de l'allocation de D.T.S., la position des réserves nettes des Etats-Unis s'est aggravée de \$29,8 milliards en 1971, dont \$9,1 milliards représentent la contrepartie de sorties à court terme par l'intermédiaire du système bancaire. La détérioration de la position monétaire des secteurs officiel et bancaire a donc été de \$20,7 milliards.

Sur les \$9,1 milliards de sorties bancaires à court terme, \$6,7 milliards ont pris la forme d'une réduction des engagements des banques envers les particuliers non-résidents et correspondent presque exactement au montant que les banques américaines ont remboursé en cours d'année à leurs succursales à l'étranger. Pour le premier trimestre seulement, ces remboursements atteignaient déjà \$4,8 milliards mais, comme la Banque Import-Export a émis \$1,5 milliard d'effets spéciaux à court terme qu'elle a offerts en souscription aux filiales étrangères des banques en vue d'éponger une

partie de ces fonds, les transferts nets en direction des succursales se sont élevés à \$3,3 milliards. Au deuxième trimestre, les banques se sont encore désendettées à concurrence de \$1,5 milliard, mais ce montant a été entièrement compensé par une nouvelle émission, cette fois par le Trésor des Etats-Unis, de \$1,5 milliard de titres à court terme placés auprès des filiales étrangères des banques. Pendant le second semestre, le total des engagements à court terme des établissements de crédit envers des non-résidents autres que des autorités monétaires a encore fléchi de \$4,3 milliards, sur lesquels \$3 milliards correspondent au remboursement des deux émissions spéciales.

Les \$2,4 milliards restants de sorties à court terme par l'intermédiaire des banques résultent d'une augmentation des créances de ces dernières sur les non-résidents. Ces sorties sont intervenues presque intégralement au second semestre, les principaux emprunteurs ayant été le Japon, le Canada et l'Europe occidentale. Si, d'habitude, on assiste vers la fin de l'année à un développement des prêts des banques américaines, l'ampleur du mouvement de reflux pendant les derniers mois de 1971 a été

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

Postes	1970	Année entière	1971				1972 1er trimestre
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
	en millions de dollars (+ = accroissement des avoirs, diminution des engagements)						
Réserves . . . . .	- 2.475	- 2.345	- 145	- 840	- 1.370	+ 10	+ 100
<i>dont:</i>							
Or . . . . .	- 785	- 865	- 110	- 455	- 300	-	- 545
Avoirs en devises . . . . .	- 2.150	- 380	- 375	+ 65	- 70	-	- 65
Allocations de D.T.S. . . . .	+ 865	+ 720	+ 720	-	-	-	+ 710
Transferts de D.T.S. . . . .	- 15	- 470	- 125	- 195	- 150	-	-
Tranche-or au F. M. I. . . . .	- 390	- 1.350	- 255	- 255	- 850	+ 10	-
Engagements envers des organismes officiels étrangers . . . . .	- 7.345	- 27.420	- 4.570	- 5.625	- 11.335	- 5.890	- 2.690
<i>dont:</i>							
Engagements liquides . . . . .	- 7.620	- 27.620	- 4.775	- 5.790	- 11.510	- 5.545	- 2.410
Engagements non liquides . . . . .	+ 275	+ 200	+ 205	+ 165	+ 175	- 345	- 280
Position officielle nette . . . . .	- 9.820	- 29.765	- 4.715	- 6.465	- 12.705	- 5.880	- 2.590
Montant, communiqué par les banques, des cré- ances à court terme sur l'étranger . . . . .	+ 1.135	+ 2.405	- 120	+ 355	+ 850	+ 1.320	+ 695
Engagements envers des institutions officielles et des particuliers non- résidents . . . . .	+ 6.240	+ 6.690	+ 2.535	- 130	+ 2.140	+ 2.145	- 560
Position nette des banques . . . . .	+ 7.375	+ 9.095	+ 2.415	+ 225	+ 2.990	+ 3.465	+ 135
Total, y compris les allocations de D.T.S. . . . .	- 2.445	- 20.670	- 2.300	- 6.240	- 9.715	- 2.415	- 2.455
Total, à l'exclusion des allocations de D.T.S. . . . .	- 3.310	- 21.390	- 3.020	- 6.240	- 9.715	- 2.415	- 3.165

due en grande partie à la crise monétaire internationale et, au quatrième trimestre, à l'assouplissement du programme de restriction volontaire des prêts à l'étranger en faveur des crédits à l'exportation.

En 1971, le financement du déficit des règlements officiels a été évidemment assuré pour l'essentiel par l'accroissement — de \$27,4 milliards — des engagements envers les autorités monétaires étrangères. Ce sont pourtant les pertes de réserves — relativement faibles si on les compare à l'extension de l'endettement, mais considérables par rapport à la marge encore disponible — qui ont conduit les autorités américaines à déclarer le dollar officiellement inconvertible le 15 août. Cet amenuisement des réserves s'est aggravé d'un trimestre à l'autre, jusqu'au moment où la décision a été prise d'y mettre un terme.

Au premier trimestre, la ponction sur les réserves n'a représenté que \$0,1 milliard, en tenant compte de l'allocation de D.T.S. et \$0,9 milliard en l'excluant. Si ce dernier chiffre est légèrement supérieur aux pertes subies au deuxième trimestre, l'entrée en jeu de deux facteurs en atténue pourtant la gravité. Cette détérioration s'explique tout d'abord pour près de la moitié par la diminution des avoirs officiels en devises, principalement à la suite d'une réduction des balances sterling détenues en contrepartie de l'aide financière accordée précédemment à la Banque d'Angleterre; elle a en outre été due, à concurrence de \$0,3 milliard, au dénouement de swaps conclus entre la Réserve Fédérale et des autorités monétaires étrangères, opération qui, toutefois, n'a pu être réalisée qu'à l'aide du placement, auprès de la Banque Nationale Suisse, d'un même montant d'obligations libellées en francs suisses et destinées à remplacer les dollars que cette dernière détenait dans le cadre des opérations de swap effectuées avec la Banque de Réserve Fédérale.

Les pertes de réserves du deuxième trimestre ont été plus sérieuses, non seulement parce qu'elles se sont ajoutées à celles des trois premiers mois, mais également en raison de leur composition. Les avoirs officiels de change n'ont pas continué de s'amenuiser; en fait, ils se sont même légèrement renforcés. Les pertes ont donc entièrement porté sur ce qu'il conviendrait d'appeler la position réelle de réserve des Etats-Unis. Plus de la moitié du fléchissement a pris la forme d'une réduction du stock d'or, résultant essentiellement de la cession à la France de \$0,3 milliard de métal à l'occasion du remboursement par ce pays d'une dette envers le F.M.I. Par ailleurs, en dépit des remboursements bruts d'environ \$0,5 milliard de tirages sur les lignes de swap, le volume global des encours de la Réserve Fédérale au titre de crédits réciproques, qui s'était réduit pendant le premier trimestre, s'est quelque peu accru au second.

Puis, du début du mois de juillet au 15 août, le recul des réserves s'est intensifié, pour s'élever à \$1,4 milliard. A la suite d'une nouvelle amputation de \$0,3 milliard de l'encaisse-or due, à concurrence des deux tiers, à une seconde vente d'or à la France dans le cadre d'un remboursement effectué par ce pays au F.M.I., le stock d'or a été ramené à un chiffre à peine supérieur à \$10 milliards. Au troisième trimestre, la contraction des réserves a toutefois été provoquée pour l'essentiel par divers tirages, de \$0,9 milliard au total, sur le Fonds, dont \$0,6 milliard était lié à des remboursements au titre de l'aide financière accordée précédemment au Royaume-Uni et à la France. Enfin, aux pertes de réserves sont venus s'ajouter début août de nouveaux tirages,

d'un montant total de \$2,4 milliards, sur les facilités de swap consenties à la Réserve Fédérale, dont l'encours à ce titre a ainsi été porté à un peu plus de \$3 milliards.

Comme on pouvait s'y attendre, les déficits persistants des règlements officiels depuis le début du mois d'août 1971 se sont reflétés intégralement dans la progression des engagements officiels. A noter toutefois qu'au premier trimestre de 1972, le total des réserves globales, dont la composition s'est quelque peu modifiée, a même enregistré une légère progression de \$0,1 milliard. Compte tenu de l'allocation annuelle, les avoirs en D.T.S. ont augmenté de \$0,7 milliard. En revanche, pour les raisons indiquées à la page 138, le stock d'or a fléchi de \$0,5 milliard.

*Royaume-Uni.* En 1971, l'amélioration de la position nette des réserves du Royaume-Uni a atteint \$8,2 milliards, soit plus de deux fois celle de 1970, et elle n'a été dépassée que par l'excédent enregistré par le Japon (\$10,3 milliards). Au fur et à mesure que l'année s'écoulait, cet apport global de ressources d'abord utilisé au remboursement des dettes extérieures, est ensuite venu s'ajouter aux réserves. C'est ainsi que, sur un solde positif de \$2,6 milliards dégagé au premier trimestre par les transactions officielles, un montant de \$1,6 milliard a été affecté au remboursement de dettes tandis que, durant les neuf derniers mois la totalité, moins \$0,6 milliard, des \$5,5 milliards de surplus ont servi, d'une manière ou d'une autre, à renforcer les avoirs des autorités monétaires. Pour l'ensemble de l'année, l'excédent officiel a permis une réduction de \$2,2 milliards de l'endettement extérieur, \$1,3 milliard ayant été remboursé au F.M.I. et le solde ayant servi, au premier trimestre, à amortir près de \$1 milliard de dettes restant à régler à la fin de 1970 au titre de l'aide financière des banques centrales étrangères. Le reliquat de l'excédent, soit \$5,9 milliards, s'est réparti entre l'allocation de D.T.S. au titre de 1971 (\$0,4 milliard), l'accroissement des réserves officielles d'or et de change (\$3,4 milliards), et des placements (\$2,2 milliards) auprès d'autorités monétaires étrangères dans le cadre d'opérations spéciales de swap. A la fin de l'année, le montant brut des réserves monétaires s'établissait à \$6,6 milliards; en tenant compte des opérations spéciales de swap, on arrive au chiffre de \$8,8 milliards.

L'excédent net des transactions officielles pour l'ensemble de l'année a résulté, à part à peu près égale, du solde positif de la balance des paiements (à raison de \$4,1 milliards, allocation de D.T.S. comprise) et des entrées de fonds de caractère monétaire (à raison de \$4 milliards). Pendant le premier semestre, les entrées de devises ont surtout reflété les excédents de paiements des pays d'outre-mer de la zone sterling et, pendant le second, où elles sont passées de \$1,5 milliard à \$2,5 milliards, elles ont pris en grande partie un caractère spéculatif. Pour l'ensemble de l'année, l'apport net de ressources monétaires s'explique, à raison de près de 90%, par un accroissement de \$3,5 milliards des avoirs en livres sterling des résidents des pays d'outre-mer et, pour le reste, par une augmentation des engagements nets en devises des banques.

Pour les trois cinquièmes environ, la progression des balances sterling a été le fait des pays d'outre-mer de la zone sterling, dont les avoirs se sont renforcés de \$2,1 milliards. Ce mouvement a résulté, dans une large mesure, du nouveau surplus très appréciable de la balance des paiements des pays de la zone, qui ont accru leurs réserves en livres de \$1,2 milliard, pour la presque totalité pendant les six premiers mois de l'année, période où la tendance saisonnière est favorable; en outre, les avoirs

des détenteurs privés ont progressé de \$0,9 milliard au cours de l'année. Si cette expansion des avoirs privés traduit, elle aussi, la situation excédentaire de la zone, elle s'est produite en majeure partie au second semestre, principalement à cause des achats spéculatifs de livres sterling et l'attrait exercé par les taux d'intérêt pratiqués au Royaume-Uni.

En dehors de la zone, les balances sterling se sont renforcées de \$1,4 milliard en 1971. Cette augmentation a porté en majorité sur les avoirs privés, qui ont progressé de \$0,9 milliard; mais les avoirs officiels ont également enregistré une expansion notable (\$0,5 milliard), la première depuis de nombreuses années. Le renforcement

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

Postes	1970	Année entière	1er trimestre	1971			1972 1er trimestre
				2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
en millions de dollars E.U. (+ = augmentation des avoirs, diminution des engagements)							
<b>Financement officiel</b>							
Réserves en or et en devises . . . . .	+ 35	+ 3.365	+ 270	+ 300	+ 1.335	+ 1.480	+ 135
Allocations de D.T.S. . .	+ 410	+ 360	+ 300	—	—	+ 60	+ 325
Transferts de D.T.S. . . .	- 145	+ 15	- 85	+ 5	+ 65	+ 30	+ 35
Contrepartie de la sous- cription en or au F.M.I. . .	+ 90	—	—	—	—	—	—
Transactions nettes avec le F.M.I. . . . .	+ 320	+ 1.340	+ 590	+ 20	+ 630	—	+ 25
Autres autorités moné- taires étrangères . . . .	+ 2.785	+ 3.060	+ 1.455	+ 1.200	- 405	+ 810	- 50
<b>Total . . . . .</b>	<b>+ 3.495</b>	<b>+ 8.160</b>	<b>+ 2.630</b>	<b>+ 1.525</b>	<b>+ 1.625</b>	<b>+ 2.390</b>	<b>+ 470</b>
<b>Autres mouvements monétaires</b>							
<b>Balances sterling (chiffres bruts)</b>							
de détenteurs résidant dans la zone sterling d'outre-mer:							
détenteurs officiels <sup>1</sup>	- 430	- 1.150	- 500	- 480	- 205	+ 35	- 515
détenteurs privés . . . .	- 390	- 940	- 160	- 35	- 235	- 510	
de détenteurs ne résidant pas dans la zone sterling:							
détenteurs officiels <sup>1</sup>	- 25	- 515	- 20	- 150	- 50	- 295	
détenteurs privés . . . .	- 190	- 870	- 15	+ 20	- 350	- 525	
Créances en livres des banques britanniques <sup>2</sup> . .	- 75	+ 45	- 215	+ 230	- 145	+ 175	+ 260
Opérations en devises des banques britanniques <sup>3</sup> . .	- 680	- 595	- 115	- 105	+ 5	- 390	+ 110
<b>Total . . . . .</b>	<b>- 1.790</b>	<b>- 4.025</b>	<b>- 1.025</b>	<b>- 520</b>	<b>- 980</b>	<b>- 1.500</b>	<b>- 145</b>
<b>Balance générale . . . . .</b>	<b>+ 1.705</b>	<b>+ 4.135</b>	<b>+ 1.605</b>	<b>+ 1.005</b>	<b>+ 645</b>	<b>+ 880</b>	<b>+ 325</b>
<b>Balance générale, à l'exclusion des allocations de D.T.S. . . . .</b>	<b>+ 1.295</b>	<b>+ 3.775</b>	<b>+ 1.305</b>	<b>+ 1.005</b>	<b>+ 645</b>	<b>+ 820</b>	<b>—</b>

<sup>1</sup> Y compris les réserves en sterling des organismes internationaux autres que le F.M.I. <sup>2</sup> Non compris les crédits à l'exportation. <sup>3</sup> Non compris les crédits commerciaux et les emprunts en euro-dollars contractés à Londres par des résidents britanniques pour effectuer des investissements à l'étranger; y compris les opérations (en chiffres nets) des banques britanniques en monnaies des pays d'outre-mer de la zone sterling.

des balances détenues hors zone sterling, tant par des autorités monétaires que par des détenteurs privés, paraît avoir été dans une très grande mesure de caractère spéculatif, car on constate une forte concentration sur la période où furent appliquées des mesures exceptionnelles de contrôle des changes, qui empêchèrent des résidents de pays extérieurs à la zone sterling déjà titulaires d'une vaste gamme d'actifs productifs d'intérêts, libellés en sterling, d'étoffer leur portefeuille. Exprimées en livres sterling, les balances des détenteurs hors zone avaient atteint, fin 1971, un montant de £1,2 milliard, niveau auquel elles se trouvaient peu avant que ne commence, en 1964, la série de crises de la livre.

L'augmentation des engagements nets des banques en devises, qui constitue le reliquat des entrées de caractère monétaire, a surtout correspondu à des arbitrages en livres sterling effectués à la suite du réalignement monétaire de décembre. Après avoir atteint des niveaux élevés vers la fin de 1970, ces conversions avaient marqué un recul très accentué pendant les six premiers mois de 1971, par suite des restrictions imposées aux banques en janvier sur les prêts en devises d'une durée inférieure à cinq ans, octroyés à des entreprises du Royaume-Uni à des fins d'ordre interne. En outre, après la crise monétaire d'août, il a été interdit aux banques d'entretenir une position nette en « devises converties en sterling ». C'est à cause de cette nouvelle restriction que des sorties de fonds d'un faible montant se sont produites au troisième trimestre par le canal de la position en devises des banques, tandis que leur suppression a provoqué l'afflux enregistré à la fin de l'année.

Depuis le réalignement des taux de change, le surplus monétaire officiel s'est très sensiblement réduit. Pour le premier trimestre de 1972, il s'est établi à moins de \$0,5 milliard, dont \$0,3 milliard correspond à l'allocation de D.T.S. pour l'année. En avril, le reliquat de la dette à l'égard du F.M.I. a été liquidé.

*Allemagne fédérale.* Après s'être accrus de \$6,2 milliards en 1970, les avoirs monétaires nets des autorités allemandes ont encore progressé, l'an dernier, de \$4,4 milliards, dont plus de 90% sont venus grossir les réserves officielles. La différence entre ces deux chiffres est imputable, pour l'essentiel, au fléchissement des entrées nettes de fonds par le système bancaire — qui sont tombées de \$2,2 milliards à \$0,6 milliard. De plus, comme l'augmentation enregistrée l'an dernier par les engagements extérieurs nets du système bancaire mesurés en dollars E.U. semble due, pour une part importante, à la traduction comptable de l'appréciation du deutsche mark, l'excédent des mouvements monétaires officiels en 1971 n'a résulté que pour une très faible part d'entrées de fonds par le canal des banques.

Deux facteurs, essentiellement, expliquent cette évolution. En premier lieu, de nouvelles entraves ont été mises à l'expansion des engagements des banques à l'égard de l'étranger. En second lieu, à partir d'un certain niveau d'appréciation du cours de change du deutsche mark, il est devenu plus intéressant de détenir d'autres monnaies. De l'effet conjugué de ces influences il est résulté, en juin, une sortie de fonds de \$1,3 milliard par le canal des banques. Ce mouvement, s'ajoutant aux sorties de caractère saisonnier qui se produisent normalement dans les mois précédents, a porté à \$2,4 milliards la réduction totale des engagements extérieurs nets des banques

**Allemagne fédérale: Mouvements monétaires avec l'étranger.**

Postes	1971				1972
	Année entière	Janvier- mai	Juin- août	Septembre- décembre	Janvier- mars
	en millions de dollars E. U. (+ = augmentation des avoirs, diminution des engagements)				
<b>Position nette des autorités monétaires . . . . .</b>	<b>+ 4.415</b>	<b>+ 5.300</b>	<b>- 2.025</b>	<b>+ 1.140</b>	<b>+ 1.165</b>
Or . . . . .	+ 100	+ 55	+ 45	—	—
Devises . . . . .	+ 4.090	+ 5.100	- 2.410	+ 1.400	+ 1.075
D.T.S. . . . .	+ 195	+ 195	—	—	+ 180
Autres avoirs (en chiffres nets)	+ 30	— 50	+ 340	— 260	— 90
<b>Position nette des banques</b>	<b>- 570</b>	<b>+ 1.080</b>	<b>+ 830</b>	<b>- 2.480</b>	<b>+ 2.175</b>
<b>Balance générale y compris les allocations de D.T.S. . . . .</b>	<b>+ 3.845</b>	<b>+ 6.380</b>	<b>- 1.195</b>	<b>- 1.340</b>	<b>+ 3.340</b>
<b>Balance générale à l'exclusion des allocations de D.T.S. . . . .</b>	<b>+ 3.675</b>	<b>+ 6.210</b>	<b>- 1.195</b>	<b>- 1.340</b>	<b>+ 3.170</b>

pendant le premier semestre; l'entrée de \$3 milliards intervenue pendant les six derniers mois est due en grande partie aux opérations de fin d'année, ainsi qu'aux modifications comptables déjà mentionnées.

Dans le secteur des transactions monétaires officielles, l'évolution en 1971 se divise en trois phases. Au cours de la première, qui a duré jusqu'en mai, les avoirs officiels nets au comptant ont augmenté de \$5,3 milliards et, en outre, les autorités ont acheté \$2,7 milliards de devises à terme. Le renforcement des réserves a cessé quand le cours du deutsche mark a commencé à flotter; à partir du début juin, la Bundesbank est de nouveau intervenue sur le marché des changes, cette fois comme vendeur. Entre cette date et le début août, le montant brut de ses cessions de moyens de change a atteint au total \$4,8 milliards; en revanche, elle a dû absorber les devises provenant de l'arrivée à échéance de ses contrats à terme. Ces opérations expliquent, en grande partie, que les autorités aient pu en trois mois, entre juin et août, réduire de \$2 milliards les avoirs officiels nets. La troisième phase a débuté en septembre, quand la Bundesbank a recommencé à acheter des dollars sur le marché pour freiner un nouveau mouvement de hausse du deutsche mark. A ces achats est venu s'ajouter, vers la fin de l'année, l'afflux saisonnier habituel de fonds par le canal des banques. En conséquence, bien que la balance des paiements se soit soldée par un déficit de \$1,3 milliard pour les quatre derniers mois de 1971, les avoirs officiels nets se sont renforcés de \$1,1 milliard.

Pendant le premier trimestre de 1972, bien que les banques aient réexporté \$2,2 milliards de ressources, les avoirs officiels nets ont augmenté de \$1,2 milliard. Les réserves de devises ont progressé de \$1,1 milliard, d'une part en raison de l'arrivée à échéance de contrats à terme en janvier, d'autre part à cause d'importants achats de devises au comptant effectués par la Bundesbank, en février, pour modérer la progression des cours du deutsche mark. En mars, les réserves n'ont pratiquement pas varié, alors qu'en avril elles n'ont enregistré qu'un léger accroissement.

*France.* Après l'Allemagne fédérale, la France a été, l'an dernier, le pays d'Europe continentale dont les mouvements monétaires officiels ont dégagé l'excédent le plus

**France: Mouvements monétaires avec l'étranger.**

Postes	1971				1972
	Année entière	Janvier- Juin	Juillet- août	Septembre- décembre	Janvier- mars
en millions de dollars E.U. (+ = accroissement des avoirs, diminution des engagements)					
Avoirs officiels . . . . .	+ 2.900	+ 735	+ 1.930	+ 235	+ 195
Or . . . . .	- 10	- 10	-	-	-
Devises . . . . .	+ 2.300	+ 525	+ 1.585	+ 190	+ 5
D.T.S. . . . .	+ 175	+ 180	- 10	+ 5	+ 180
Position de réserve au F.M.I.	+ 435	-	+ 395	+ 40	+ 10
Autres avoirs . . . . .	-	+ 40	- 40	-	-
Engagements officiels . . . . .	+ 600	+ 345	+ 150	+ 105	- 50
<i>envers les autorités</i>					
<i>monétaires étrangères . . . . .</i>	- 10	- 40	- 75	+ 105	- 50
<i>envers le F.M.I. . . . .</i>	+ 610	+ 385	+ 225	-	-
Position nette des autorités monétaires . . . . .	+ 3.500	+ 1.080	+ 2.080	+ 340	+ 145
Position nette des banques . . . . .	- 1.310	- 405	- 1.220	+ 315	- 410
Balance générale y compris les allocations de D.T.S. . . . .	+ 2.190	+ 675	+ 860	+ 655	- 265
Balance générale à l'exclusion des allocations de D.T.S. . . . .	+ 2.030	+ 515	+ 860	+ 655	- 425

élevé, avec une augmentation de \$3,5 milliard des avoirs nets du secteur public. Sur ce chiffre, \$2,3 milliards sont venus grossir les réserves de devises, et la majeure partie du reste a permis à la France de rembourser le solde de sa dette envers le F.M.I., soit \$1 milliard, et à reconstituer intégralement sa tranche-or. L'accroissement des avoirs officiels nets s'est produit pour l'essentiel pendant les huit premiers mois de l'année, qui furent marqués par d'importantes entrées de fonds par le canal des banques.

Pendant le premier semestre de 1971, la France n'a pas été fortement touchée par les mouvements spéculatifs de capitaux. Néanmoins, la position nette des autorités monétaires s'est améliorée de \$1,1 milliard durant ces six mois, dont \$0,4 milliard provenant d'un apport de fonds par l'intermédiaire du système bancaire. Les réserves en devises se sont renforcées de \$0,5 milliard, et il a été remboursé \$0,4 milliard au Fonds.

En juillet et au début d'août, le franc français a subi une forte pression à la hausse. Pendant ces deux mois, \$1,2 milliard de capitaux sont entrés en France par les banques, dont les engagements extérieurs nets se sont encore fortement gonflés, tandis que des avoirs en francs français des non-résidents augmentaient de \$0,6 milliard. Les avoirs officiels nets se sont accrus, pendant ces deux mois, d'un total de \$2,1 milliards, dont \$1,6 milliard est allé grossir les réserves de devises et \$0,6 milliard a servi à rembourser le Fonds. L'afflux qui a marqué la période juillet-août s'est produit essentiellement avant la fermeture du marché des changes. Par la suite, la mise en place du marché du franc financier a constitué un écran protecteur des réserves à l'encontre des futures entrées de capitaux et les banques se sont vu interdire toute nouvelle dégradation de leur position globale nette en devises; en conséquence, les

avoirs nets des autorités monétaires ont progressé de \$0,3 milliard seulement pendant le reste de l'année. En fait, les engagements nets du système bancaire à l'égard de l'étranger ont même fléchi de \$0,3 milliard au cours de ces quelques mois, après l'interdiction des avances en devises aux importateurs et la réglementation des cessions de devises des exportateurs.

Pendant le premier trimestre de 1972, la position créditrice nette de la France à l'égard de l'étranger n'a pratiquement subi aucun changement, à part l'allocation de droits de tirage spéciaux. Le déficit de la balance générale des paiements, à l'exclusion de l'allocation de D.T.S., s'est élevé à \$0,4 milliard, mais il a été couvert presque intégralement par les entrées de devises par l'intermédiaire du système bancaire.

*Italie.* Compte tenu de l'allocation de D.T.S., l'Italie a enregistré un excédent monétaire officiel de \$1,1 milliard en 1971, les réserves de change s'accroissant de \$1 milliard. S'il est vrai que l'excédent italien a été très modeste en comparaison des surplus allemand et français, il aurait été sensiblement plus élevé en l'absence de deux facteurs. En premier lieu, les autorités ont, vers la fin de l'année, délibérément freiné la progression des réserves — qui ont effectivement fléchi pendant le dernier trimestre — en agissant sur le comportement des emprunteurs publics et privés italiens sur le marché des euro-obligations. Bien qu'elle ne puisse pas être chiffrée, cette intervention ressort très nettement du renversement accusé par la position des résidents sur ce marché (à des emprunts nets d'un montant de \$0,9 milliard pendant les neuf premiers mois de l'année a succédé un remboursement net de \$0,3 milliard au cours du dernier trimestre); en second lieu, les réserves de l'Italie exprimées en dollars n'ont guère été affectées par la réévaluation comptable, étant donné que l'or et les avoirs garantis en or étaient toujours évalués à \$35 l'once à la fin de l'année.

Contrairement à la tendance saisonnière habituelle, la plus grande partie de l'excédent monétaire officiel est intervenue au début de l'année, les avoirs officiels nets s'étant accrus de \$0,8 milliard — dont \$0,1 milliard d'allocation de D.T.S. — au cours des quatre premiers mois de 1971. Cette progression résulte, évidemment, de l'absorption de crédits étrangers mentionnée précédemment; de plus, la position nette des banques envers l'étranger a, contrairement à la normale saisonnière, accusé une diminution de \$0,3 milliard. Pendant les cinq mois suivants, les avoirs officiels nets ont progressé de moins de \$0,5 milliard, en dépit d'un excédent de paiements légèrement supérieur à \$0,9 milliard étant donné que, pour des raisons tenant à la situation monétaire interne, \$0,5 milliard de fonds ont quitté l'Italie par le canal des banques. Au dernier trimestre, enfin, à la suite des recommandations adressées par les autorités aux banques de réduire leur position nette envers l'étranger, on a assisté au rapatriement, par ces dernières, d'un montant net de \$0,4 milliard, ce qui n'a d'ailleurs pas empêché les avoirs officiels nets de fléchir à raison de \$0,2 milliard.

Au cours des quatre premiers mois de 1972, les avoirs monétaires officiels nets de l'Italie ont, compte tenu de la troisième allocation de D.T.S., marqué un nouveau recul de \$0,2 milliard.

*Pays-Bas.* Les mouvements monétaires des Pays-Bas avec l'étranger en 1971 ont été, à maints égards, assez différents de ceux de la plupart des autres pays:

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

Pays	Fin d'année	Or, D.T.S et position nette en devises	Position nette envers le F.M.I. et au titre des A.G.E.	Total net des réserves officielles	Position nette des banques commerciales	Total net des avoirs à l'étranger	Modifications (+ = augmentation des avoirs, diminution des engagements)		
							Autorités monétaires		Banques
							Y compris les allocations de D.T.S.	A l'exclusion des allocations de D.T.S.	
en millions de dollars E.U.									
Allemagne fédérale	1970	12.615	915	13.530	-3.445	10.085	+ 6.165	+ 5.965	-2.165
	1971	16.870	1.075	17.945	-4.015	13.930	+ 4.415	+ 4.245	- 570
Autriche	1970	1.605	160	1.765	- 55	1.710	+ 210	+ 180	- 115
	1971	2.090	145	2.235	- 3 45	1.890	+ 470	+ 450	- 290
Belgique-Luxembourg	1970	2.435	390	2.825	- 850	1.975	+ 455	+ 385	- 275
	1971	2.740	650	3.390	- 990	2.400	+ 565	+ 485	+ 140
Danemark	1970	435	25	460	- 15	445	+ 35	+ 10	- 5
	1971	620	50	670	- 60	610	+ 210	+ 180	- 45
Espagne	1970	1.745	45	1.790	- 50	1.740	+ 905	+ 865	- 45
	1971	3.130	105	3.235	- 245	2.990	+ 1.445	+ 1.400	- 195
Finlande	1970	395	65	460	- 90	370	+ 120	+ 100	- 40
	1971	565	65	630	- 55	575	+ 170	+ 150	+ 35
France	1970	4.785	610	4.155	-1.075	3.080	+ 1.985	+ 1.820	- 450
	1971	7.220	435	7.655	-2.385	5.270	+ 3.500	+ 3.340	-1.310
Grèce	1970	275	35	310	5	315	- 5	- 25	- 5
	1971	475	35	510	5	515	+ 200	+ 185	-
Irlande	1970	665	30	695	.	.	+ 5	- 10	.
	1971	955	40	995	.	.	+ 300	+ 285	.
Islande	1970	40	-	40	- 5	35	+ 20	+ 15	- 5
	1971	55	5	60	- 10	50	+ 20	+ 15	- 5
Italie	1970	5.245	275	5.520	90	5.610	+ 495	+ 390	+ 10
	1971	6.310	355	6.665	- 125	6.540	+ 1.145	+ 1.040	- 215
Norvège	1970	675	120	795	100	895	+ 95	+ 70	+ 55
	1971	1.075	65	1.140	- 65	1.075	+ 345	+ 320	- 165
Pays-Bas	1970	2.675	540	3.215	- 160	3.055	+ 705	+ 615	- 160
	1971	3.060	700	3.760	220	3.980	+ 545	+ 455	+ 380
Portugal	1970	1.485	20	1.505	200	1.705	+ 55	+ 55	+ 25
	1971	1.835	30	1.865	200	2.065	+ 360	+ 360	-
Suède	1970	575	125	700	160	860	+ 40	+ 5	+ 75
	1971	960	90	1.050	150	1.200	+ 350	+ 310	- 10
Suisse	1970	5.185	-	5.185	1.050	6.235	+ 690	+ 690	+ 395
	1971	6.930	-	6.930	.	.	+ 1.745	+ 1.745	.
Turquie	1970	85	- 75	10	.	.	+ 45	+ 30	.
	1971	480	- 65	415	.	.	+ 405	+ 390	.
Canada	1970	3.960	670	4.630	1.540	6.170	+ 1.735	+ 1.610	+ 85
	1971	5.195	390	5.525	160	5.685	+ 895	+ 775	-1.380
Japon	1970	3.820	970	4.790	1.060	5.850	+ 1.130	+ 1.005	+ 365
	1971	14.635	490	15.125	-1.470	13.655	+ 10.335	+ 10.205	-2.530

Remarque: Pour les pays du Groupe des Dix et pour la Suisse, les chiffres sont ceux qui servent de base à la procédure de surveillance multilatérale. Dans la plupart des cas, ils ne correspondent pas exactement aux chiffres publiés des réserves. En outre, les méthodes adoptées par les divers pays pour convertir en dollars E.U. leurs avoirs et leurs engagements en d'autres composantes que le dollar ne sont pas compatibles.

loin de se solder par des entrées, les mouvements de fonds par le canal du système bancaire ont fait ressortir \$0,4 milliard de sorties; l'accroissement des avoirs officiels nets a été dû en grande partie à la réévaluation, en termes de dollars, des actifs de réserve autres que la monnaie américaine; enfin, contrairement à la tendance générale, la part des devises dans la composition des réserves s'est réduite au profit d'autres catégories d'éléments d'actif.

Le courant de sorties de devises via le système bancaire a pris naissance au second trimestre. L'abondance de la liquidité interne et la modération de la demande de prêt ont amené les banques à investir d'importantes sommes à l'étranger à partir d'avril; entre le début de ce mois et la fin de l'année, leurs avoirs extérieurs nets ont enregistré une expansion de \$0,5 milliard. Sur ce chiffre, la réévaluation comptable des positions est peut-être intervenue pour \$0,1 milliard environ.

Dans le secteur des mouvements monétaires officiels, cette réévaluation comptable a été plus importante. On peut lui imputer la moitié environ de l'augmentation totale de \$0,5 milliard des avoirs monétaires officiels. En outre, elle explique en partie l'ampleur du changement intervenu dans la composition des réserves; mais cette évolution est due beaucoup plus encore au transfert qui s'est effectivement opéré des avoirs en devises (dollars en particulier) vers d'autres instruments de réserve. C'est ainsi qu'en faisant abstraction de la réévaluation comptable, on note un accroissement global de \$0,3 milliard des réserves, se décomposant ainsi: encaisse-or, avoirs en D.T.S. et position de réserve à l'égard du Fonds ont progressé respectivement de \$0,1 milliard, \$0,4 milliard et \$0,2 milliard; dans le même temps, les réserves de devises ont fléchi de \$0,4 milliard – les avoirs en dollars perdant à eux seuls \$0,5 milliard – et les créances au titre des A.G.E. de \$0,1 milliard. L'accroissement des avoirs en D.T.S. provient, en majeure partie, de conversions de dollars auprès du Trésor des Etats-Unis.

Mis à part les effets de la réévaluation comptable, la position nette des autorités monétaires n'a plus guère évolué, au total, après le premier trimestre de 1971 – en partie à cause des sorties intervenues par le canal des banques et compte tenu du flottement du florin. Pendant le premier trimestre de 1972 toutefois, les avoirs officiels nets se sont renforcés de \$0,5 milliard. Cette augmentation est intervenue pratiquement en totalité au début de mars, lorsque les autorités, en présence d'un brusque afflux de capitaux, ont acheté des dollars pour un montant de \$0,4 milliard en deux jours. L'expansion enregistrée par les réserves en mars a été dans une large mesure la contrepartie d'une réduction de \$0,3 milliard de la position créditrice nette en devises des banques. En avril, les avoirs nets des autorités monétaires ont marqué un léger fléchissement.

*Union Economique Belgo-Luxembourgeoise.* La physionomie des variations de la position extérieure nette en devises de l'U.E.B.L. en 1971 a été assez semblable, par certains côtés, à celle des Pays-Bas. L'accroissement des avoirs officiels nets pour l'ensemble de l'année a été dû, pour une bonne part, aux effets de la réévaluation comptable, en termes de dollars, des éléments de réserve autres que la monnaie américaine; la composition des réserves a également été modifiée, la part représentée par les devises ayant fléchi au profit de celle des autres éléments d'actif. En revanche,

l'U.E.B.L., comme la plupart des autres pays d'Europe et à la différence des Pays-Bas, a enregistré des entrées de fonds par l'intermédiaire des banques.

Dans le secteur bancaire, l'accroissement net enregistré pour l'ensemble de l'année par les engagements extérieurs a été quelque peu inférieur à \$0,2 milliard. On a noté une entrée de \$0,2 milliard en avril-mai - pendant la première phase de la crise des changes - suivie d'une sortie de la même importance en juin lorsque les autorités ont pris des mesures pour limiter les engagements nets des banques envers l'étranger et interdit la rémunération des dépôts en francs belges de non-résidents. Ces restrictions ont été levées en septembre et les fonds ont recommencé d'affluer en Belgique, à un rythme d'abord modéré pendant les deux derniers mois de l'année, mais qui est allé en s'accéléralant au début de 1972.

Dans le secteur officiel, la réévaluation comptable a représenté, selon les estimations, un tiers environ de l'augmentation de \$0,6 milliard des réserves. Cette opération comptable a également affecté la composition des réserves. En même temps toutefois on a constaté, comme aux Pays-Bas mais à une échelle plus réduite, une diminution effective des réserves en devises au profit d'autres éléments d'actif. Abstraction faite de la réévaluation comptable, on estime à \$0,4 milliard l'accroissement des réserves de l'U.E.B.L. en 1971. L'encaisse-or s'est renforcée de \$0,1 milliard, tandis que les avoirs en D.T.S. et la position créditrice à l'égard du Fonds ont progressé dans chaque cas de \$0,2 milliard; les réserves en devises ont fléchi, en revanche, de \$0,1 milliard. Ce dernier mouvement masque toutefois un accroissement de \$0,2 milliard des avoirs en dollars assortis d'une couverture de change fournie par la Réserve Fédérale des Etats-Unis. Le gonflement des avoirs monétaires officiels, pour autant qu'il n'est pas imputable à la réévaluation comptable, s'est concentré sur les huit premiers mois de l'année, pendant lesquels les réserves se sont renforcées de \$0,6 milliard. Pour le reste de l'année, malgré la plus-value résultant de la réévaluation comptable, elles n'ont guère enregistré d'autre mouvement ascendant. Puis, pendant les trois premiers mois de 1972, elles se sont encore renforcées de \$0,2 milliard. Outre l'allocation de D.T.S., la Banque Nationale a procédé à des achats de dollars pour un montant proche de \$0,2 milliard en février, quand le dollar a été temporairement soumis à une pression sur le marché. La progression des réserves au premier trimestre s'explique, et au-delà, par une entrée de \$0,5 milliard, qui s'est effectuée par le canal des banques. En avril, les avoirs nets des autorités monétaires ont enregistré un léger fléchissement.

*Suisse.* En 1971, les avoirs monétaires officiels de la Suisse ont marqué une progression nette de \$1,7 milliard. Ce chiffre minimise toutefois considérablement le renforcement effectif des réserves, étant donné qu'à la fin de 1970 ces dernières comprenaient une somme de \$0,9 milliard détenue en dollars aux termes de swaps de fin d'année conclus avec les banques commerciales, alors qu'à la fin de 1971, elles n'ont enregistré aucune expansion de ce genre.

Le trait essentiel des mouvements monétaires, l'an dernier, a été l'accroissement de \$2,1 milliards survenu pendant la première quinzaine du mois d'août. On avait noté auparavant une diminution de \$0,9 milliard en janvier et en février, à la suite du dénouement des opérations de swap conclues à la fin de 1970 avec des banques, et un accroissement de \$0,6 milliard au cours de la période de mars à mai. Moins de

30% de cette dernière progression est intervenue au mois de mai; en effet, si un afflux de \$0,7 milliard s'est produit en début de mois comme conséquence immédiate de la fermeture du marché des changes et de la réévaluation du franc, la plupart de ces fonds avaient de nouveau quitté le pays à la fin du mois. Après l'invasion massive de fonds du mois d'août, et jusqu'à la fin de l'année, les autorités se sont abstenues d'intervenir sur le marché des changes. Le montant global net des avoirs monétaires officiels n'a que légèrement progressé pendant cette période, malgré l'augmentation de \$0,3 milliard en décembre de la valeur en dollars de l'encaisse-or et des avoirs de la Banque Nationale en certificats du Trésor des Etats-Unis émis en francs suisses en sa faveur. L'examen de la composition des réserves révèle une augmentation de l'encaisse-or de \$0,4 milliard en cours d'année, dont plus de la moitié est imputable à la réévaluation comptable. La progression des réserves en devises (\$0,8 milliard) a toutefois été freinée par l'achat, en mars et en août, de certificats non négociables du Trésor américain pour la contre-valeur de \$0,6 milliard.

Eu égard à d'importantes modifications d'ordre statistique, il n'est pas possible de dégager avec précision l'évolution de la position nette envers l'étranger des banques suisses au cours de 1971. Au premier semestre, elles ont renforcé leurs avoirs extérieurs nets de près de \$0,9 milliard, soit un montant quelque peu inférieur à la contre-valeur des swaps qu'elles avaient conclus avec les autorités en 1970 en prévision de l'échéance de fin d'année. Il semble qu'il y ait eu des entrées nettes, d'un montant limité toutefois, au troisième trimestre et des sorties nettes d'une plus grande ampleur au cours des trois derniers mois. On peut admettre que, pour l'ensemble de l'année, les banques ont renforcé leurs avoirs extérieurs nets d'un montant légèrement supérieur à \$1 milliard.

Pendant les quatre premiers mois de 1972, les avoirs monétaires officiels de la Suisse ont diminué de \$0,3 milliard en chiffres nets.

*Autriche.* La progression de \$0,5 milliard en 1971 des avoirs officiels nets de l'Autriche s'explique à raison de \$0,3 milliard par des entrées de fonds bancaires. L'accroissement des avoirs monétaires officiels, qui a pris presque entièrement la forme d'un renforcement des réserves de devises, s'est produit pour près des trois quarts en juillet et en août, mois traditionnellement favorables à la balance des opérations courantes. L'augmentation des engagements nets des banques envers l'étranger, intervenue pour la plupart pendant les cinq derniers mois de l'année, a revêtu une ampleur exceptionnelle; elle aurait sans doute été plus élevée en l'absence des restrictions aux entrées de fonds bancaires imposées au mois de mai et renforcées au mois d'août. Au premier trimestre de 1972, les avoirs officiels nets comme les engagements nets des banques envers l'étranger ont progressé de \$0,1 milliard.

*Suède.* Le renforcement de \$350 millions des avoirs officiels nets de la Suède en 1971 correspond approximativement à l'excédent global de paiements. La plus grande partie de l'accroissement des avoirs officiels nets a pris la forme d'un renforcement de \$325 millions des réserves en devises, intervenu à raison de \$245 millions au cours des huit premiers mois de l'année, mais surtout au premier semestre. Les réserves n'ont plus guère bougé jusqu'en décembre, mois pendant lequel, abstraction faite des effets de la réévaluation comptable, les avoirs en devises ont marqué une

progression de \$70 millions, qui a trouvé principalement sa contrepartie dans la réduction de \$55 millions des avoirs nets des banques à l'étranger. Cet afflux de fonds par le canal des banques a fait suite à des sorties nettes d'un montant à peu près identique le mois précédent. Au premier trimestre de 1972, les avoirs monétaires officiels nets ont encore enregistré une expansion marquée (\$230 millions), tandis que la position des banques envers l'étranger n'a guère fléchi.

*Norvège.* Avec \$345 millions, la Norvège a enregistré presque exactement la même progression des avoirs monétaires nets envers l'étranger en 1971 que la Suède. Et, comme en Suède, ce renforcement s'est reflété fidèlement dans l'évolution des réserves de change, qui ont augmenté de \$355 millions en cours d'année, et cela, presque en totalité pendant les huit premiers mois. En Norvège toutefois, près de la moitié de l'accroissement des avoirs monétaires officiels a formé la contrepartie d'un mouvement en sens opposé de la position nette des banques envers l'étranger qui, de créditrice nette à raison de \$100 millions, est devenue débitrice nette à hauteur de \$65 millions. Ce mouvement est intervenu en grande partie au cours du troisième trimestre, sans aucun doute en liaison avec la crise du dollar. Il n'est pas exclu non plus que le resserrement de la situation du marché monétaire interne ait joué un certain rôle dans l'afflux de fonds bancaires. Pendant le dernier trimestre de l'année, les banques ont à nouveau commencé à renforcer leurs avoirs nets à l'étranger, de sorte que la progression des réserves de devises s'est très sensiblement ralentie, et elle a continué d'être assez modérée au premier trimestre de 1972, les avoirs officiels nets s'étant accrus de \$50 millions, compte tenu de l'allocation des D.T.S.

*Danemark.* La situation nette des avoirs monétaires officiels du Danemark s'est, elle aussi, considérablement améliorée en 1971 (à concurrence de \$210 millions); à la progression de \$160 millions des réserves de devises s'est ajouté le remboursement de \$25 millions d'un tirage effectué en 1969 sur le F.M.I. L'excédent officiel net a eu sa contrepartie, à concurrence de \$45 millions, dans le développement des engagements nets des banques à l'étranger. Un montant supérieur à l'accroissement noté sur l'ensemble de l'année est venu s'ajouter aux réserves au cours du seul dernier trimestre, c'est-à-dire au moment où la situation des paiements extérieurs s'est brusquement redressée, le déficit ayant fait place à un excédent de \$205 millions sous l'effet, en partie, d'emprunts massifs à l'étranger. Compte tenu des entrées de capitaux par le canal des banques (\$80 millions), les avoirs officiels nets se sont renforcés de \$285 millions au cours de ce trimestre. Au premier trimestre de 1972, la nouvelle progression de \$140 millions de l'excédent officiel net s'est accompagnée, cette fois, de \$35 millions de sorties nettes par le canal des banques.

*Finlande.* Compte tenu de l'allocation de \$20 millions de D.T.S., les avoirs monétaires nets de la Finlande sur l'étranger ont progressé de \$170 millions en 1971, dont \$130 millions pour les réserves de change et \$20 millions d'or acquis auprès du Trésor américain. De plus, l'excédent monétaire officiel s'est accompagné d'une amélioration de \$20 millions de la position nette des banques envers l'étranger. Au premier trimestre de 1972, les avoirs officiels nets se sont encore renforcés de \$100 millions.

*Espagne.* Les avoirs monétaires nets des autorités, qui avaient doublé en 1970, ont été de nouveau multipliés par deux en l'espace de quinze mois: ils sont, en effet, passés de \$1,8 milliard à \$3,6 milliards entre le 1er janvier 1971 et le 31 mars 1972. Cette expansion, qui a presque intégralement servi à renforcer les réserves de devises, a été due avant tout à l'excédent de la balance des paiements. Les entrées intervenues par le canal des banques en 1971 ont atteint néanmoins une ampleur inaccoutumée, avec \$0,2 milliard.

*Portugal.* L'augmentation notable (\$0,4 milliard) enregistrée par les avoirs officiels nets du Portugal en 1971 s'est concentrée sur le second semestre, revêtant presque entièrement la forme d'un accroissement des réserves de devises. La progression de \$0,1 milliard que ces avoirs ont encore marquée pendant le premier trimestre de 1972, a toutefois reflété principalement les changements apportés à la valeur en dollars des actifs de réserve détenus par le Portugal sous d'autres formes que la monnaie américaine.

*Autres pays européens.* Dans quatre pays européens — la Grèce, l'Irlande, l'Islande et la Turquie — les réserves ont enregistré, en 1971, des accroissements d'une importance inaccoutumée, tant en valeur absolue qu'en valeur relative. Ces augmentations se sont échelonnées entre \$20 millions pour l'Islande et \$0,4 milliard pour la Turquie, et pratiquement toutes ont pris la forme d'un renforcement des réserves de devises. L'évolution la plus spectaculaire, parmi ce groupe de pays, a été celle de la Turquie, dont les réserves étaient virtuellement nulles au début de l'année.

*Japon.* Alors qu'au cours des trois années précédentes une partie des excédents globaux de paiements du Japon avait servi à financer des acquisitions nettes d'avoirs étrangers par les banques japonaises, le surplus record de \$7,8 milliards réalisé en 1971 s'est accompagné d'une diminution de \$2,5 milliards de la position nette des banques. Les avoirs officiels nets ont progressé en conséquence de \$10,3 milliards, de sorte qu'en un an ils ont plus que triplé. La crise monétaire internationale n'a pas seulement eu une incidence sur l'importance de l'excédent global, elle a été aussi la principale raison du renversement de la position des banques.

Le renforcement des avoirs officiels nets est imputable en totalité à l'accroissement des avoirs en dollars. L'encaisse-or et les avoirs en D.T.S. se sont accrus d'un montant global de \$0,3 milliard; on note en revanche une réduction de \$0,5 milliard de la position de réserve du Japon au F.M.I., résultant principalement de la liquidation des créances que ce pays possédait encore au titre des A.G.E. et de la créance bilatérale de \$0,3 milliard sur le Fonds en dehors du cadre des A.G.E., que le Japon avait reprise à l'Italie en 1970. Plus de la moitié de l'expansion des réserves de l'année 1971 s'est produite au troisième trimestre; à vrai dire, près de \$4 milliards sont entrés pendant les deux semaines qui ont séparé la suspension de la convertibilité du dollar de la décision prise par le Japon de laisser le yen flotter.

La réduction des avoirs extérieurs nets des banques a porté exclusivement sur la période août-novembre, pendant laquelle une baisse de \$2,7 milliards a été enregistrée, alors que les sept premiers mois de l'année avaient été marqués par une expansion

de \$0,3 milliard. Les banques ont converti en yens, au mois d'août, un montant de \$1 milliard emprunté à l'étranger puis, au cours des trois mois suivants, elles ont réduit le montant brut de leurs créances en devises de \$1,6 milliard, tandis que les autorités prenaient des mesures visant à les empêcher désormais d'accroître sensiblement leurs emprunts à l'étranger. Les engagements en yens des banques à l'égard des non-résidents, qui s'étaient accrus de \$0,3 milliard pendant les cinq premiers mois de l'année, ont été ultérieurement assujettis à un contrôle officiel destiné à freiner tout nouvel accroissement.

Pendant le premier trimestre de 1972, les avoirs officiels nets se sont renforcés de \$1,4 milliard, tandis que les banques ont encore accru leurs engagements extérieurs nets de \$0,3 milliard. En avril, les avoirs des autorités monétaires ont fléchi, pour la première fois depuis juillet 1970.

*Canada.* La réduction de \$1,4 milliard des avoirs nets en devises des banques canadiennes en 1971 a servi largement à financer le déficit de la balance générale des paiements, tout en permettant au Canada, avec l'allocation annuelle de D.T.S., de renforcer de \$0,9 milliard les avoirs officiels nets. Etant donné que les taux d'intérêt à court terme au Canada sont montés au-dessus des taux américains, on a assisté à des entrées de \$0,5 milliard par le canal des banques pendant le premier trimestre de 1971. Bien que l'évolution de ces taux ait de nouveau été défavorable au Canada par la suite, l'afflux de fonds bancaires s'est poursuivi à raison de \$0,9 milliard pendant le reste de l'année. L'amélioration de la position officielle nette, l'année dernière, s'est surtout produite au quatrième trimestre, marquée par un renforcement de \$0,6 milliard, presque uniquement en dollars E.U. La forte expansion des réserves de change au troisième trimestre a toutefois été compensée dans une large mesure — de même d'ailleurs que l'augmentation, d'une ampleur plus limitée il est vrai, constatée au quatrième trimestre — par la contraction de la position de la tranche-or du Canada au F.M.I., du fait des remboursements effectués par d'autres pays en dollars canadiens à cet organisme. Le premier trimestre de 1972 a été caractérisé par un nouvel afflux important de \$0,5 milliard de fonds bancaires. Cependant, la balance des paiements s'étant détériorée au point de se solder par un déficit considérable, les avoirs officiels nets n'ont guère progressé plus que du montant de l'allocation de \$0,1 milliard de D.T.S.

### **Fonds Monétaire International.**

Pour le Fonds Monétaire International, l'événement le plus important de la période sous revue a été la suspension officielle de la convertibilité du dollar. Comme cela signifiait en fait que les Etats-Unis n'avaient plus de parité, les opérations du Fonds ont été considérablement réduites après le 15 août 1971.

La seconde allocation de D.T.S., distribuée le 1er janvier 1971, s'élevait au total à 2,9 milliards d'unités, ce qui portait le total de l'encours à 6,4 milliards. Le montant brut de D.T.S. utilisés en 1971 s'est élevé à 1,3 milliard, soit près de 40% de plus qu'en 1970, malgré le volume très faible des opérations pendant les derniers mois de l'année. Les pays participants ont fait usage de 1.170 millions d'unités de D.T.S. en 1971. Les transferts

directs se sont élevés à 480 millions, et ont eu lieu des Etats-Unis vers la Belgique (130 millions) et vers les Pays-Bas (350 millions); les échanges opérés entre participants dans le cadre de la procédure de désignation ont atteint au total 362 millions, et les virements au Compte Général du Fonds, 328 millions. Le Fonds lui-même a transféré pendant l'année 130 millions de D.T.S. à des pays participants. Le montant brut des D.T.S. reçus par les participants a ainsi atteint un total de 972 millions en 1971.

En chiffres nets, le schéma des transferts de D.T.S. en 1971 n'a pas différé de celui de 1970. Les pays en voie de développement ont utilisé un montant net de 310 millions, le Fonds ayant accepté 199 millions et les pays développés 112 millions. A la fin de la deuxième année de fonctionnement du système, le plus gros détenteur de D.T.S. a été les Pays-Bas, dont les avoirs s'élevaient à 570 millions, soit 350% du montant cumulé de ses allocations; venait ensuite le Compte Général du Fonds, avec 489 millions, suivi de la Belgique avec 405 millions, soit 290% du montant cumulé de ses allocations. Les Etats-Unis ont été de loin le plus gros utilisateur, avec 484 millions, soit 31% du montant cumulé de leurs allocations. Les pays en voie de développement avaient utilisé au total 43% du montant cumulé de leurs allocations à la fin de 1971, le degré d'utilisation allant de 32% pour l'Amérique latine à 67% pour le Moyen-Orient.

Le 1er janvier 1972, une troisième allocation de D.T.S., d'un montant de près de 3 milliards, a été distribuée — ce qui porte à 9,3 milliards le total émis pendant la première période de base. L'utilisation des D.T.S., qui était tombée à un niveau très bas pendant les quatre derniers mois de 1971, est restée insignifiante pendant le premier trimestre de 1972. La première opération de quelque importance effectuée depuis plusieurs mois est intervenue en avril de cette année, lorsque le Royaume-Uni a utilisé 425 millions pour racheter sa monnaie au Fonds.

En 1971, l'utilisation nette des ressources du Fonds a considérablement fléchi (de \$966 millions). Le montant brut des tirages a été de \$1.900 millions, soit à peu près le même qu'en 1970, mais celui des rachats a presque doublé, passant de \$1.532 millions à \$2.866 millions. Les transactions ont été dominées par les opérations effectuées avec trois pays. Les Etats-Unis, avec \$1.362 millions, sont intervenus pour un peu plus de 70% du total des tirages, tandis que les rachats du Royaume-Uni et de la France, avec \$1.332 millions et \$1.005 millions respectivement, ont représenté ensemble 86% du total. Les autres membres du Fonds ont effectué au total pour \$9 millions de tirages nets. Durant les quatre derniers mois de l'année, le montant global des tirages n'a atteint que \$269 millions et celui des rachats \$157 millions.

Dix-huit monnaies différentes ont été utilisées pour les tirages et les rachats en 1971. Les principales monnaies tirées ont été, en millions de dollars E.U., le franc belge (690), le florin néerlandais (672), le deutsche mark (229) et le franc français (100). Les monnaies les plus utilisées pour les rachats ont été de nouveau le florin néerlandais (484) et le franc belge (431), suivis du yen japonais (368) et du dollar canadien (351). A la fin de 1971, les avoirs du Fonds, tant en francs belges qu'en florins néerlandais, étaient tombés à un peu plus de \$50 millions, soit l'équivalent de 8% de la quote-part de chacun de ces pays. Pour la première année dans l'histoire du Fonds, le dollar des Etats-Unis n'a presque pas été utilisé; les tirages en cette monnaie se sont élevés à

**Fonds Monétaire International: Tirages et rachats de monnaies en 1971.**

Pays ou zones	Tirages	Rachats de monnaies nationales*	Tirages nets
	en millions de dollars E.U.		
Etats-Unis . . . . .	1.362		1.332
Royaume-Uni . . . . .		1.332	— 1.332
Europe continentale . . . . .	112	1.145	— 1.033
dont:			
<i>France</i> . . . . .	—	1.005	— 1.005
<i>Espagne</i> . . . . .	—	54	— 54
<i>Yougoslavie</i> . . . . .	96	25	71
Moyen-Orient . . . . .	56	16	40
Asie . . . . .	144	129	15
dont:			
<i>Chine (Taiwan)</i> . . . . .	60	—	60
<i>Inde</i> . . . . .	—	65	— 65
Afrique . . . . .	53	104	— 51
Amérique latine . . . . .	173	140	33
Total . . . . .	1.900	2.866	— 966

\* Y compris les remboursements résultant à concurrence de \$44 millions, de tirages effectués par d'autres membres (\$28 millions pour le Royaume-Uni et \$16 millions pour la France) et, à concurrence de \$15 millions, d'achats d'or par le Fonds contre monnaies.

\$10 millions et les remboursements à \$38 millions. De plus, la part représentée par l'ensemble des monnaies dans les rachats a été la plus faible que le Fonds ait jamais connue, l'or ayant été utilisé à concurrence de \$479 millions et les D.T.S. à raison de \$302 millions. Pendant l'année, le Fonds a remboursé la totalité de ses crédits en cours au titre des A.G.E., soit \$485 millions. Il a également restitué au Japon les \$250 millions empruntés en dehors du cadre des A.G.E.

Pendant le premier trimestre de 1972, les opérations du Fonds sont restées à un niveau relativement faible. Exprimé en dollars E.U. sur la base \$35 l'once (ou en D.T.S.), le montant total des tirages a atteint \$260 millions et celui des rachats \$147 millions. En avril, parallèlement au rachat de \$950 millions par le Royaume-Uni, les Etats-Unis prélevaient \$200 millions en livres sterling sur le Fonds, de sorte que la tranche-or du Royaume-Uni a été intégralement reconstituée, et cela pour la première fois depuis 1964.

**Marchés des changes.**

Les faits marquants de l'évolution des marchés des changes pendant la période sous revue ont déjà été décrits au Chapitre I, qui comporte notamment, en page 36, un tableau indiquant les modifications intervenues entre mai et décembre 1971 dans la valeur des principales monnaies par rapport à l'or et au dollar. La situation des marchés des changes a été caractérisée par une instabilité qui est allée croissant au fil des mois, et dont la progression peut se diviser en trois phases principales. La première, pendant laquelle la plupart des grandes monnaies ont été très fermes par

rapport au dollar, a atteint son point culminant en mai, quand la structure des taux de change s'est disloquée en plusieurs endroits, que le deutsche mark et le florin se sont mis à flotter et que le franc suisse et le schilling autrichien ont été réévalués. La situation s'est ensuite temporairement calmée jusque vers le milieu de l'année. La seconde phase a été caractérisée par la généralisation du mouvement de fuite devant le dollar, qui a forcé les Etats-Unis à suspendre la convertibilité en or de leur monnaie le 15 août, tandis que presque toutes les autres grandes monnaies flottaient librement, tant par rapport au dollar que les unes par rapport aux autres. Au cours de la troisième phase, qui a duré de fin août à la mi-décembre, le marché a atteint son paroxysme de nervosité. Les monnaies s'appréciaient par rapport au dollar en ordre dispersé, tandis que proliféraient dans chaque pays des mesures de contrôle des changes, qui ont parfois rendu extrêmement difficile l'exécution des transactions quotidiennes sur les marchés.

Le réalignement monétaire du 18 décembre a apporté à ceux-ci un soulagement notable et, dès les premières séances, le dollar a fait preuve d'une relative fermeté. Entre la mi-janvier et la mi-mars 1972, toutefois, la monnaie américaine a eu de nouveau un sérieux accès de faiblesse — en particulier par rapport au franc belge, au florin, au deutsche mark et au yen — mais aussi, dans une moindre mesure, par rapport à d'autres monnaies. Le raffermissement des monnaies européennes pendant la première quinzaine de mars n'a peut-être pas été sans rapport avec l'annonce que les pays de la C.E.E. étaient parvenus à un accord sur les marges de fluctuation de leurs monnaies entre elles, dont on trouvera une description dans les paragraphes suivants. Cependant, la pression exercée sur le dollar ne s'est relâchée que lorsque les autorités monétaires, par la mise en œuvre conjuguée d'une politique des taux d'intérêt, de la réglementation des changes et d'interventions sur le marché, se sont montrées résolues à défendre la nouvelle structure des taux de change. Depuis lors, la situation des changes a été généralement plus calme, malgré la persistance d'un malaise sous-jacent.

*Les dispositions de change arrêtées entre les membres de la Communauté Economique Européenne.* La crise monétaire de 1971 a éclaté un mois seulement avant la date à laquelle, conformément à une décision prise par le Conseil des ministres de la C.E.E. en février 1971, les pays membres du Marché Commun devaient commencer à réduire les marges de fluctuation entre leurs monnaies sur les marchés des changes, et les ramener de 1,5 à 1,2% de part et d'autre de la parité. Ce projet a dû évidemment être mis au rancart en mai 1971.

Quand a commencé, en août 1971, la période de flottement des cours de change de la plupart des monnaies, les autorités belges, néerlandaises et luxembourgeoises décidèrent de maintenir les marges de fluctuation entre leurs monnaies à 1½% de part et d'autre de la parité en vigueur avant la libération du cours du florin en mai 1971. Cette décision impliquait que chaque autorité monétaire se porte acheteur de la monnaie de l'autre pays, dans la mesure requise pour empêcher qu'à un moment donné le rapport de change entre le florin et le franc belge ne s'écarte de plus de 1½% du taux de FB 13,81 pour un florin, résultant des parités respectives des deux monnaies par rapport à l'or. Peu après l'entrée en vigueur de cet arrangement,

le florin a touché sa limite supérieure par rapport au franc belge à la suite du dénouement de positions spéculatives prises en Belgique après la libération du cours de la monnaie néerlandaise en mai. Les autorités belges, comme celles des Pays-Bas, sont intervenues pour empêcher toute nouvelle appréciation du florin par rapport au franc, et, en conséquence, la Nederlandsche Bank avait accumulé FB 6,4 milliards à la fin de septembre. Par la suite, l'évolution de la situation a permis à la Banque Nationale de Belgique de racheter une partie de ces francs contre des florins acquis sur le marché. En décembre et en janvier, le reliquat de la dette a été réglé par prélèvement sur les réserves de la Belgique. L'arrangement est toujours en vigueur mais, depuis lors, l'écart entre les deux monnaies n'a pas justifié une nouvelle intervention des autorités.

Cependant, immédiatement après le réaligement monétaire de décembre, le F.M.I. a autorisé l'élargissement à 2¼% de part et d'autre des nouveaux taux centraux ou moyens des marges de fluctuation des monnaies de tous les autres pays membres par rapport au dollar E.U. Si les pays de la C.E.E. en étaient restés là, l'écart entre les cours de deux monnaies du Marché Commun (exceptée la relation entre le franc belge et le florin) aurait pu atteindre jusqu'à 9% dans le temps, l'écart instantané maximum (à l'exception, là encore, du franc belge et du florin) pouvant être de 4½%. A la suite d'une nouvelle décision du Conseil des ministres de la C.E.E. en mars 1972, les pays du Marché Commun ont mis en œuvre, le 24 avril, un système dans lequel – sauf dans le cas des arrangements Benelux exposés ci-dessus, qui sont, rappelons-le, toujours en vigueur – les fluctuations dans le temps et l'écart instantané des cours de deux monnaies quelconques de la C.E.E. ne peuvent dépasser la marge autorisée entre l'une quelconque de ces monnaies et le dollar E.U., soit 4½ et 2¼% respectivement.

Le dispositif prévoit d'assurer le respect de ces limites par des interventions sur le marché en monnaies de la C.E.E., sauf lorsque la monnaie d'un pays membre atteint sa limite supérieure ou inférieure par rapport au dollar, auquel cas l'intervention doit avoir lieu en dollars. Les interventions en monnaies de la C.E.E. revêtent la forme soit d'achats fermes des monnaies faibles par les pays membres dont la monnaie est forte, soit de prêts, par ces mêmes pays, de leur monnaie aux pays à monnaie faible pour leur permettre d'intervenir eux-mêmes. Les engagements découlant de l'intervention en monnaies de la C.E.E. doivent, en règle générale, être apurés à la fin du mois suivant. Quand un pays dénoue des engagements de ce genre, par prélèvement sur ses réserves, il doit utiliser ses différents éléments de réserve proportionnellement à leur importance dans ses réserves globales. Jusqu'à présent, aucune intervention n'a eu lieu dans le cadre de ce dispositif. Le Royaume-Uni, le Danemark et l'Irlande ont adhéré au système le 1er mai, suivis dans le courant du mois par la Norvège. On s'attend à voir d'autres pays européens, extérieurs à la C.E.E., s'associer sous peu à ces dispositions.

*Livre sterling.* Après s'être situé, au début de l'année 1971, légèrement au-dessous de la parité par rapport au dollar, le cours au comptant de la livre sterling s'est rapidement raffermi pour atteindre le niveau supérieur d'intervention à la mi-février. A partir de ce moment, et jusqu'à la fermeture du marché des changes en août, il a continué de faire preuve d'une grande fermeté, sauf pendant une brève période qui a suivi la réduction du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre au début d'avril. Le 13 août

cependant, les pressions à la hausse exercées sur le sterling sont devenues telles que le cours à trois mois a fait ressortir un léger report.

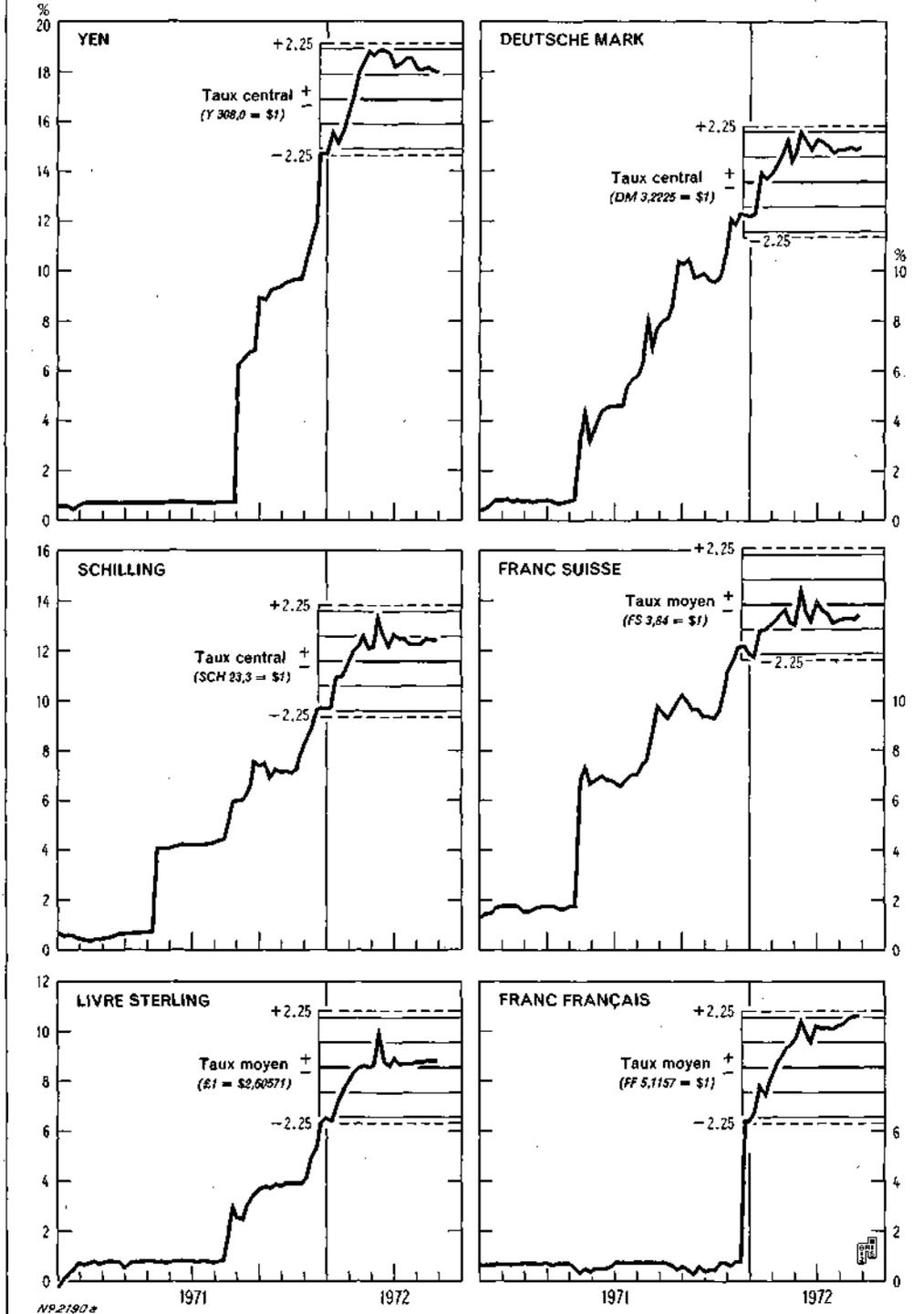
Après la réouverture du marché, le cours au comptant s'est, le 26 août, tendu à 3% au-dessus de sa parité par rapport au dollar. Des mesures, décrites ci-après, ont alors été prises par les autorités en vue de contenir l'afflux de capitaux et, en conséquence, les cotations se sont repliées quelque peu pendant la première quinzaine de septembre pour se situer aux alentours de 2½% au-dessus de la parité. Les achats de sterling se poursuivant, le cours s'est établi à 4% au-dessus de la parité par rapport au dollar le 8 octobre, date à laquelle les autorités ont renforcé les mesures exceptionnelles de contrôle des changes appliquées à la fin du mois d'août. Le cours au comptant s'est ensuite maintenu aux environs du même niveau jusqu'au début du mois de décembre, où les autorités l'ont laissé s'élever à 5<sup>3</sup>/<sub>8</sub>% au-dessus de la parité par rapport au dollar, juste avant le réajustement monétaire.

Lors de la réouverture des marchés le 21 décembre, la livre au comptant a été cotée à plus de \$2,55, soit à un niveau sensiblement supérieur au cours de clôture de la semaine précédente, mais à juste 2% au-dessus du nouveau taux moyen par rapport au dollar. Si, au début du mois de janvier, la nouvelle limite inférieure a été presque atteinte, peu de temps après, à la suite notamment de l'affaiblissement général du dollar, la livre a amorcé un vif redressement pour se situer, début février, légèrement au-dessus du nouveau taux central. Un mois plus tard, sous l'effet de la recrudescence des pressions sur le dollar, le cours au comptant de la livre s'est tendu pendant un certain temps jusqu'à près de 1½% au-dessus du taux moyen. La pression s'est rapidement relâchée et, en avril et mai, le cours s'est peu ou prou stabilisé à un niveau légèrement supérieur à ce qui est désormais la nouvelle parité par rapport au dollar. Le report de la livre à trois mois, qui est apparu en août 1971 et qui s'est maintenu avec la perspective croissante d'une dévaluation du dollar, a encore été très élevé, après le réajustement des taux de change, et ce jusqu'à fin janvier. A ce moment, il a disparu pour faire place à un léger déport.

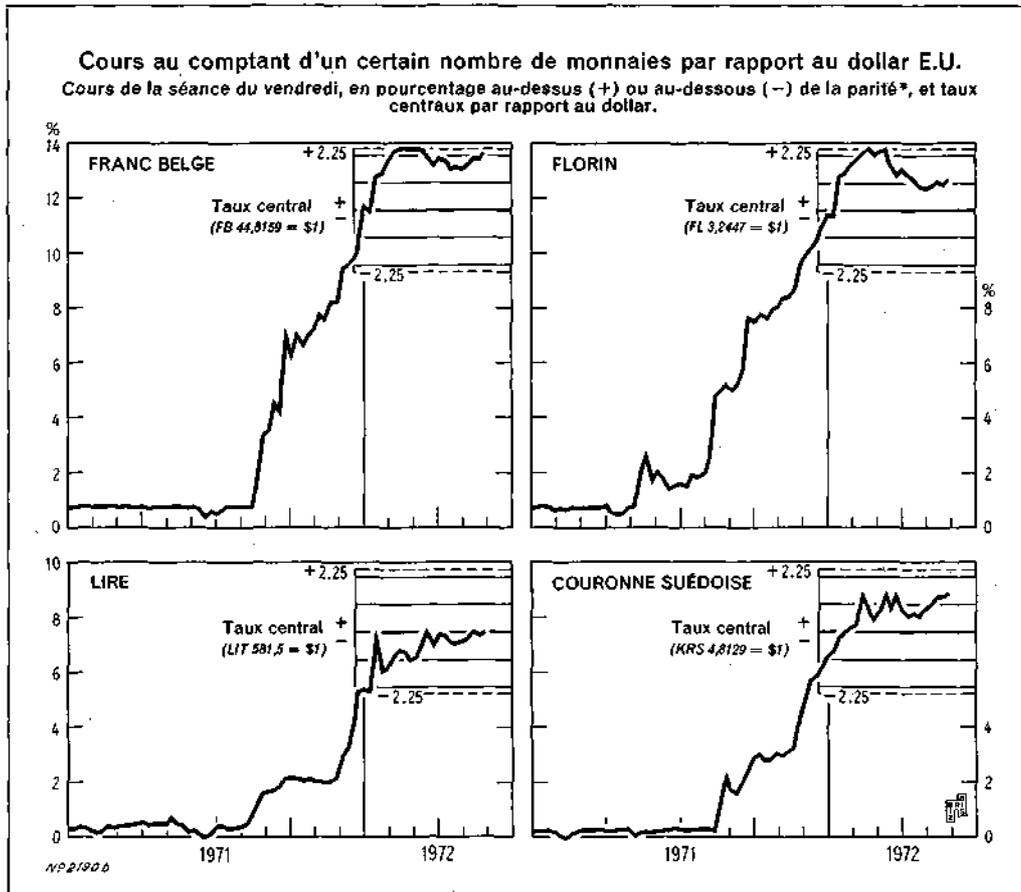
*Deutsche mark.* Du début de l'année jusqu'à la décision prise par les autorités de laisser flotter le deutsche mark à partir du 10 mai, le cours au comptant s'est presque continuellement situé à la limite supérieure par rapport au dollar. Sur le marché à terme, le déport à trois mois, qui traduit l'écart entre les taux d'intérêt servis sur la monnaie allemande et sur le dollar, a persisté jusqu'au début avril; comme les pressions spéculatives ont pris le dessus par la suite, le cours du deutsche mark a fait ressortir un report qui, début mai, s'établissait à 1<sup>1</sup>/<sub>8</sub>% l'an.

Dès qu'il fut libéré, le cours au comptant par rapport au dollar s'est raffermi en l'espace de deux semaines, pour se situer à 4½% au-dessus de la parité. Il s'est ensuite sensiblement replié jusqu'à toucher un creux de 2½% au début du mois de juin, sous l'effet notamment de la montée des taux d'intérêt sur l'euro-marché. Les autorités sont alors intervenues sur le marché pour vendre des quantités considérables de dollars, de sorte que le cours s'est immédiatement apprécié dans de fortes proportions, atteignant près de 4¾% au-dessus de la parité par rapport au dollar à la fin du mois de juin et 5¾% fin juillet. Lorsque la spéculation a repris de plus belle au début du mois d'août, la Bundesbank a suspendu ses ventes de dollars

**Cours au comptant d'un certain nombre de monnaies par rapport au dollar E.U.**  
Cours de la séance du vendredi, en pourcentage au-dessus (+) ou au-dessous (-) de la parité\*, et taux centraux ou taux moyens par rapport au dollar.



\* Au 1er janvier 1971.



et, le 12 août, le cours au comptant s'étant revalorisé de plus de 8% par rapport à la parité, les autorités se sont portées acquéreurs d'un certain volume de monnaie américaine sur le marché. Le report à trois mois, qui avait disparu en juin, a fait sa réapparition au milieu du mois de juillet, et représentait pratiquement 3% l'an le 13 août.

Le cours au comptant, qui était coté ce même jour à un peu plus de 8% au-dessus de la parité par rapport au dollar, a fait ressortir une prime légèrement moindre de 6<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% lorsque les marchés se sont rouverts le 23 août. La tendance à la hausse du deutsche mark s'est toutefois immédiatement réaffirmée et, vers la fin de septembre, le cours au comptant s'est situé à 10<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% au-dessus de la parité. Les achats de dollars effectués sur le marché, tant au comptant qu'à terme, par les autorités ont alors ramené la cote à un niveau légèrement inférieur; à la fin du mois d'octobre, sous l'effet de l'assouplissement de la politique monétaire, le taux de revalorisation s'est établi nettement au-dessous de 10%. Par la suite, le deutsche mark s'est à nouveau fortement raffermi et, le 17 décembre, le cours de clôture s'est tenu à 12<sup>1</sup>/<sub>4</sub>% environ au-dessus de la parité.

Si l'on compare le nouveau taux central avec l'ancienne parité par rapport au dollar, on constate que le réajustement monétaire s'est traduit par une appréciation

du deutsche mark de 13,6%, soit environ 1 point  $\frac{1}{4}$  au-dessus du cours de clôture du 17 décembre. De la réouverture des marchés jusqu'au début janvier, le cours au comptant du deutsche mark s'est situé à mi-chemin environ entre le cours central et le nouveau cours plancher par rapport au dollar. Au milieu de ce mois, il a dépassé le cours central et, en février et mars, la demande de deutsche marks a été tellement forte que les autorités ont acheté des montants considérables de dollars sur le marché au comptant où, pendant une séance, le deutsche mark a frôlé le plafond. Lorsque les pressions se sont atténuées, le cours au comptant a cédé du terrain et, au milieu du mois de mai, il s'est situé à environ  $1\frac{1}{4}\%$  au-dessus du cours central. Depuis le réajustement monétaire, le cours à trois mois du deutsche mark n'a cessé de faire ressortir un report qui a atteint le niveau record de 3% l'an pendant la deuxième semaine de mars, pour fléchir à environ  $1\frac{1}{2}\%$  au milieu du mois de mai.

*Florin néerlandais.* Tout comme le deutsche mark, le florin a fait preuve d'une grande fermeté à l'égard du dollar au cours des premiers mois de 1971. A l'exemple de l'Allemagne fédérale, les autorités néerlandaises ont également décidé de laisser flotter le cours de leur monnaie à partir du début du mois de mai 1971. La prime dégagée par le florin par rapport à sa parité avec le dollar, qui était de  $2\frac{1}{2}\%$  au début de la période de flottement, est restée la plupart du temps inférieure à 2% jusqu'à la crise du mois d'août; le 13 de ce mois, elle s'est brutalement élargie à  $4\frac{3}{4}\%$ . Pendant la période de flottement quasi général des monnaies, le cours au comptant s'est régulièrement apprécié, pour faire apparaître une prime de  $10\frac{1}{2}\%$ , le 17 décembre.

A la suite du réajustement monétaire, le florin a été, après le franc belge, la seconde grande monnaie européenne à dépasser son nouveau taux central, et ce, pendant la deuxième semaine de janvier 1972. Il a atteint à plusieurs reprises le plafond en février et au début de mars, époque à laquelle les autorités ont acheté des quantités considérables de dollars. Par suite du relâchement des pressions, le cours au comptant du florin a baissé et, à la mi-mai, il est revenu à moins de 1% au-dessus du cours central. Le report à trois mois sur le marché à terme s'est maintenu en revanche bien au-dessus de 2% l'an.

*Franc belge.* De même que les autres monnaies européennes étudiées jusqu'à présent, le franc belge s'est, pendant les quatre premiers mois de 1971, tenu presque en permanence à son plafond par rapport au dollar sur le marché réglementé des changes. Dans le sillage de la crise monétaire de mai 1971, les autorités belges, plutôt que de réévaluer le franc ou de le laisser flotter, ont décidé de cloisonner complètement les deux marchés, continuant de réserver le marché réglementé aux transactions commerciales et le marché financier aux autres opérations de change. Grâce à ces mesures, elles ont réussi à faire baisser la tension sur le marché réglementé où le franc est revenu, à la mi-juin, à la parité par rapport au dollar. Parallèlement, la surcote que faisait ressortir le franc financier (près de  $1\frac{1}{2}\%$  en mai) a rapidement disparu. Au milieu du mois de juillet cependant, le franc se tenait à nouveau au plafond par rapport au dollar sur le marché réglementé, tandis que, sur le marché financier, il dégagait le 13 août une prime de près de  $2\frac{1}{2}\%$ .

Le 23 août, le franc a commencé de flotter sur les deux marchés des changes et les deux cours se sont presque immédiatement revalorisés d'environ 2½% par rapport à la parité du dollar. Par la suite, les cotations du franc ont suivi, grosso modo, l'évolution du florin, mais à un niveau légèrement inférieur, jusqu'au 17 décembre, date à laquelle la prime ressortait à près de 10%. Après le réajustement monétaire le franc, qui avait dépassé dès le 31 décembre son taux central sur le marché réglementé, a été la première monnaie à atteindre son nouveau cours plafond par rapport au dollar (pendant la seconde semaine de février). Lorsque la fièvre spéculative qui a régné en février et mars est retombée, le taux s'est détendu; cependant, à la mi-mai, il s'est à nouveau situé à près de 2% au-dessus du taux central.

*Franc français.* Bien que le franc ait fait preuve d'une très grande fermeté au cours des premiers mois de 1971 et qu'il ait touché le plafond d'intervention début mai, la Banque de France ne s'est pas retirée du marché le 5 mai. Au contraire, le contrôle des changes a été resserré et, devant l'intention manifestée clairement par les autorités de ne pas réévaluer ni laisser flotter la monnaie, le cours du comptant par rapport au dollar s'est détendu. Début juillet, cependant, le franc a de nouveau atteint la limite supérieure, à laquelle il s'est maintenu jusqu'au 13 août, malgré les nouvelles mesures prises pour décourager les entrées; à cette date, la quantité de dollars absorbés par les autorités était considérable.

Peu de temps après, un double marché des changes a été instauré, le marché officiel étant réservé aux opérations commerciales et, dans certaines limites, aux opérations annexes, ainsi qu'aux transactions courantes des autorités. Des règles strictes ont été établies en vue de cloisonner les deux marchés. Sur ce que l'on est convenu d'appeler le marché officiel, le franc a été très recherché, surtout à partir du moment où il était la seule grande monnaie à être maintenue entre ses limites précédentes. Parallèlement, le franc « financier » s'est apprécié de quelque 4%. En septembre et en octobre, le franc commercial s'est pourtant nettement éloigné du plafond, et les autorités ont même procédé sur le marché à des ventes d'importantes quantités de dollars. Sur le marché du franc financier, qui avait été étendu en octobre aux transactions des résidents sur titres étrangers (opérations précédemment traitées sur un marché distinct, dit de la devise-titre), le cours a dégagé une prime située entre 2 et 3% pendant la plus grande partie du mois.

Vers la fin du mois de novembre cependant, le franc commercial s'est à nouveau tendu pour atteindre le plafond d'intervention par rapport au dollar, de sorte que les autorités ont encore dû absorber d'importantes quantités de dollars alors que, parallèlement, le franc financier faisait ressortir une prime de 5½% juste avant le réajustement monétaire. La spéculation a été détournée dans une certaine mesure, pour autant que les règlements le permettaient, vers le marché à terme, sur lequel le report accusé par le franc, exprimé en taux d'intérêt annuel, a dépassé 10% à plusieurs reprises.

Si le double marché des changes a été maintenu après le réajustement monétaire, le contrôle des changes a été considérablement assoupli. Dès l'ouverture, le franc commercial s'est situé près de son nouveau plancher, tandis que le franc financier est tombé légèrement au-dessous du franc commercial pendant quelques jours bien que, par la suite, les deux cours aient évolué de façon convergente. Au début de l'année

nouvelle, le franc commercial s'est raffermi et s'est situé, début février, au-dessus de son nouveau taux moyen. Un mois plus tard, lorsque le dollar a de nouveau fait l'objet de pressions sur la plupart des marchés, le franc commercial a frôlé le cours supérieur d'intervention, tandis que le franc financier s'est raffermi à près de 5% au-dessus du taux moyen. Bien que le franc commercial, à l'exemple d'autres monnaies européennes, se soit détendu par la suite, il n'était pas loin, à la mi-mai, de la limite supérieure, alors que le franc financier se situait toujours à 4% au-dessus de ce qui est devenu, en mai, la nouvelle parité du dollar. Au début de ce mois, les autorités ont élargi le champ d'application du marché des changes officiel, en lui transférant tous les services liés à des opérations commerciales (en particulier les transports et les assurances).

*Franc suisse.* La réévaluation du franc suisse, en mai 1971, constitue la première modification de la parité de la monnaie helvétique depuis 35 ans. Les limites d'intervention ont été fixées, comme avant, à 1,8% de part et d'autre de la parité mais, compte tenu de l'incertitude générale qui prévalait sur les marchés des changes, la Banque Nationale a fait savoir qu'elle opérerait, en pratique, sur un tiers seulement de cette marge. Après la réévaluation, le franc suisse s'est maintenu la plupart du temps au-dessous de sa nouvelle parité jusqu'à ce qu'au début du mois d'août, la monnaie helvétique retienne de nouveau l'attention des spéculateurs. Les autorités suisses ont immédiatement pris certaines mesures de dissuasion, et le franc ne s'est situé qu'épisodiquement au-dessus de la parité pendant la dernière semaine d'ouverture des marchés précédant le 15 août; il n'en reste pas moins que, pendant la première partie de ce mois, la Suisse a enregistré l'afflux de capitaux le plus important de tous les pays. Malgré de nouvelles mesures défensives prises pendant la période de flottement, à partir du 23 août, le franc a été très fortement demandé et, le 17 décembre, le cours au comptant se situait à plus de 5% au-dessus de la nouvelle parité par rapport au dollar.

Bien que les autorités aient maintenu la parité-or du franc suisse, une appréciation supplémentaire de 6,4% a été convenue dans le cadre du réajustement monétaire, de sorte que la revalorisation totale du franc suisse par rapport au dollar, depuis le mois de mai, ressort à 13,9%. Peu de temps après la réouverture des marchés, le franc suisse est descendu jusqu'à proximité de ce nouveau plancher par rapport au dollar, sans que l'on assistât à des ventes importantes. Par la suite, l'évolution du cours a suivi, grosso modo, celle des autres grandes monnaies européennes, à la différence près que comme le niveau des taux d'intérêt en Suisse est sensiblement plus bas que sur les autres places, le franc s'est tenu au-dessous de son nouveau taux moyen, sauf pendant l'intermède spéculatif de début mars.

*Lire.* Bien que les réserves de l'Italie se soient renforcées de près de \$1 milliard pendant les quatre premiers mois de 1971, la lire ne s'est jamais tenue près de son plafond par rapport au dollar sur le marché au comptant, et ne l'a même pas atteint au début du mois de mai. Au mois d'août, en revanche, elle a été entraînée dans la crise et s'est située à la limite supérieure peu de temps avant la fermeture des marchés. A la réouverture de ceux-ci, elle a dégagé par rapport à la parité du dollar une légère prime d'un peu plus de 1% qui, fin novembre, s'était élargie à 2¼%. Clôturant à 4% au-dessus de sa parité par rapport au dollar le 17 décembre, elle s'est

établie la semaine suivante, à la réouverture du marché, près de sa nouvelle limite inférieure. Par la suite, la lire, tout comme le franc suisse, s'est maintenue au-dessous de son taux moyen, sauf au début de mars de cette année.

*Schilling autrichien.* La réévaluation du schilling autrichien, en mai 1971, s'est accompagnée d'un élargissement des marges de fluctuation voisin du pourcentage maximum de 1% de part et d'autre de la parité autorisée à ce moment-là par le Fonds Monétaire International. A la suite de la révision en hausse du taux de change, le schilling a été coté à son nouveau cours inférieur par rapport au dollar et, lors de la fermeture du marché le 13 août, il se situait toujours à ½% au-dessous de la parité par rapport au dollar. Pendant la période de flottement général des monnaies, le schilling s'est apprécié à 4½% au-dessus de la nouvelle parité du dollar. A la suite du réajustement monétaire, le taux de revalorisation n'a guère augmenté, le schilling ayant ouvert à 1½% au-dessous de son nouveau cours central. Au début de mars, le schilling est monté à 1¾% au-dessus du cours central et, depuis lors, il s'est maintenu dans la moitié supérieure de la marge actuelle de fluctuation autorisée.

*Yen japonais.* Le yen s'est situé à sa limite supérieure d'intervention par rapport au dollar à partir du début février 1971 jusqu'au moment où les autorités ont pris le 28 août la décision de renoncer à soutenir la monnaie américaine. Son cours a immédiatement bondi à 5½% au-dessus de la parité du dollar. Bien que les autorités aient de nouveau acheté massivement les devises offertes sur le marché, le cours du yen a continué de monter très rapidement jusqu'à ce qu'à la mi-octobre, la prime ressorte à 9½%. A partir de ce moment, le taux d'appréciation n'a plus guère augmenté jusqu'au début de décembre, et il atteignait environ 12½% juste avant le réajustement monétaire.

Le nouveau taux central établi lors de ce réajustement se traduit, pour le yen, par une appréciation effective de 16,9% par rapport au dollar, sur la base de l'ancienne parité. Lors de la réouverture du marché, le cours s'est situé dans les environs immédiats du plancher et l'on a assisté à certaines sorties de fonds. Début janvier, toutefois, le yen a commencé une fois de plus à se raffermir et, fin février, il approchait de nouveau de la limite supérieure d'intervention. De même que dans les autres pays dont les monnaies ont été soumises à de fortes pressions à cette époque, les autorités japonaises sont intervenues pour acheter des dollars sur le marché. Le cours s'est sensiblement replié par la suite et, à la fin avril, il se situait à 1% environ au-dessus du nouveau taux central par rapport au dollar.

*Dollar canadien.* Le dollar canadien a continué de flotter tout au long de la période sous revue. Après s'être déjà apprécié d'environ 6½% par rapport à son ancienne parité avec le dollar des Etats-Unis au cours des sept derniers mois de 1970, le dollar canadien a — eu égard aux mouvements enregistrés par les autres monnaies — fluctué dans d'assez étroites limites par rapport à la monnaie américaine au cours de cette période. Ayant abordé l'année 1971 légèrement au-dessus de 99 cents E.U., il a atteint 100 cents E.U. en février. Par la suite, sous l'effet de la réduction des taux d'intérêt au Canada, combinée avec la montée des taux aux Etats-Unis et sur le marché de l'euro-dollar, le cours du dollar canadien a été ramené à moins de 99 cents E.U.

à la fin du mois de mai et a atteint un minimum d'environ 97½ cents E.U. au milieu de juin. Le 13 août, le dollar canadien est revenu à près de 99 cents E.U. et, après avoir progressé pratiquement à 99½ cents E.U. le 17 août, le cours s'est fortement replié à 98½ cents E.U. les jours suivants, en raison des craintes que suscitait, pour le commerce canadien, l'application de la surtaxe américaine aux importations. En octobre, le dollar canadien s'est à nouveau raffermi et, à la fin du mois, il a atteint 100 cents E.U. Immédiatement avant le réajustement monétaire, il a poursuivi son mouvement de hausse pour s'établir à 100½ cents E.U. Après avoir légèrement reculé au-dessous de la parité par rapport au dollar E.U. au début de 1972, il s'est à nouveau redressé, en mars, et s'établissait à 101 cents E.U. à la mi-mai.

*Autres monnaies.* Les monnaies du Danemark, de la Norvège et de la Suède se sont toutes raffermies vers la fin de l'année 1970 et se sont par la suite maintenues au-dessus de la parité par rapport au dollar. Aucune d'entre elles n'a été entraînée dans la crise de mai 1971 et, en août, seule la couronne norvégienne s'est approchée de son plafond, avant que ne s'ouvre la période de flottement généralisé. Toutes les trois monnaies se sont, ensuite, fortement revalorisées et, juste avant le réajustement monétaire, leur prime par rapport à la parité était de 4½% pour la couronne danoise, 6% pour la couronne norvégienne et un peu moins de 6% pour la couronne suédoise. Il a été décidé d'adopter ensuite les nouveaux taux centraux suivants: couronne danoise 6,98, couronne norvégienne 6,65 et couronne suédoise 4,81 = \$E.U. 1, soit une revalorisation d'environ 7½% par rapport au dollar. Après s'être située – de même que les autres monnaies – dans la partie inférieure de la nouvelle bande élargie, la couronne suédoise a dépassé, à la mi-janvier, son nouveau taux central, suivie de la couronne norvégienne près d'un mois plus tard; toutes les deux s'établissaient à environ 1½% au-dessus de leur taux central pendant la deuxième semaine de mars et, à la mi-mai, elles se tenaient à 1¼ et 1% respectivement au-dessus de ce niveau. En revanche, la couronne danoise a été généralement cotée légèrement au-dessous de son taux central, sauf au mois de mars. La Finlande a déclaré un taux central de MF 4,1 = \$E.U. 1 en décembre 1971, correspondant à une appréciation de 2½% environ par rapport au dollar.

Pendant les douze mois se terminant à la mi-juillet 1971, la peseta espagnole s'est située à un peu plus de ½% au-dessus de la parité par rapport au dollar, et elle s'est approchée de son plafond lors de la crise du mois d'août. A partir de ce moment et jusqu'au réajustement monétaire, elle a flotté librement et fait ressortir une appréciation d'environ 4½% au-dessus de la parité, qui s'est manifestée pour plus de la moitié pendant la dernière semaine environ. Par la suite, les autorités ont décidé de maintenir la parité-or existante, en adoptant un taux moyen de PTA 64,5 = \$E.U. 1. Maintenu à son nouveau plancher jusqu'à la mi-mars 1972, la peseta a ensuite pu regagner pratiquement son taux moyen, auquel elle est demeurée par la suite.

L'escudo portugais a été maintenu à ¾% au-dessus de la parité à partir de la fin janvier 1971 jusqu'en août de la même année, où son cours a été libéré. Il a atteint 4¾% au-dessus de la parité au début décembre, lorsque le nouveau taux central de ESC 27,25 = \$E.U. 1 a été adopté, équivalant à une revalorisation de 5½% par rapport au dollar. En février 1972, il a dépassé son taux central et est demeuré à ce niveau depuis lors.

A la suite du réajustement monétaire, les autorités grecques ont maintenu leur taux de change par rapport au dollar à DR 30=\$E.U. 1, tandis qu'en Turquie, le nouveau taux central de la livre turque a été fixé à £T14=\$E.U. 1, soit une appréciation de 7% par rapport au dollar.

#### **Autres événements dans le domaine des changes.**

A part les modifications de taux de change déjà décrites, soit dans le Chapitre I, soit dans la section précédente du présent Chapitre, les autres événements les plus importants, intervenus dans le domaine des changes pendant la période examinée, ont trait essentiellement aux efforts déployés par les pays vers lesquels affluaient les capitaux pour limiter, par diverses sortes de contrôles directs, l'accroissement de leurs réserves. Le renforcement de ces contrôles a commencé dès le mois de mai 1971, et leur champ d'application a été notablement étendu entre août et décembre. Dans certains cas, ces mesures ont été complétées par une libéralisation des paiements extérieurs et des transferts à l'étranger. Immédiatement après le réajustement monétaire, nombre de contrôles imposés depuis le mois de mai ont été supprimés. Toutefois, quand la spéculation à la baisse du dollar et à la hausse de certaines autres monnaies a repris au début de cette année, les pays dont les monnaies ont été soumises à une pression à la hausse ont pris de nouvelles mesures de contrôle ou rétabli celles qui étaient précédemment en vigueur.

Les pays qui, début mai 1971, ont modifié, soit leur taux de change, soit les dispositions relatives à celui-ci, ont été l'an dernier parmi les premiers à renforcer les contrôles.

En *Allemagne fédérale*, le jour même où le deutsche mark a commencé à flotter, les autorités ont pratiquement interdit la rémunération des dépôts de non-résidents dans les banques allemandes, l'achat d'instruments du marché monétaire allemand par des non-résidents et le placement en pension par des banques allemandes, auprès d'établissements de crédit étrangers, de valeurs à revenu fixe du marché intérieur. Dans les premiers jours de juillet, le gouvernement a annoncé qu'il étudiait un projet de loi visant à réglementer l'une des principales sources des afflux de capitaux, à savoir les emprunts à l'étranger des entreprises allemandes du secteur non bancaire. Le 1er janvier 1972, la loi sur le «dépôt comptant» est entrée en vigueur. Elle donne pouvoir à l'Etat d'inviter tous les résidents à déposer auprès de la Deutsche Bundesbank, à des comptes non productifs d'intérêt, une proportion — 50% au maximum — de la contre-valeur de leurs emprunts à l'étranger. Bien que cette loi vise avant tout les entreprises du secteur non bancaire, ses dispositions s'appliquent également aux engagements extérieurs des banques et autres établissements de crédit non assujettis aux réserves minimums obligatoires. En raison de la pression à la hausse qui s'est exercée en février 1972 sur le nouveau taux de change, la loi est entrée en vigueur le 1er mars pour les emprunts contractés à partir du 1er janvier 1972 inclus, le coefficient du dépôt comptant étant fixé à 40%. Ont été exemptés de l'obligation de dépôt les emprunts inférieurs ou égaux à DM 2 millions, les crédits directement liés au règlement normal des transactions sur biens et services, de même que les emprunts servant à

refinancer ou à couvrir des créances à terme à l'exportation, ou encore à financer des investissements à l'étranger.

Aux *Pays-Bas*, peu après que le florin eut commencé à flotter, plusieurs mesures de contrôle direct ont été prises pour enrayer l'afflux de capitaux. Le 21 mai, les principales banques ont convenu de ne pas servir d'intérêts sur les dépôts à vue en florins de non-résidents, dans le cas où ces dépôts paraissaient avoir été constitués à des fins spéculatives. En juin, les non-résidents se sont vu retirer l'autorisation d'utiliser leurs avoirs en comptes florins convertibles pour des placements en bons du Trésor néerlandais ou en acceptations de banque libellées en florins. Puis, en septembre, ils n'ont été autorisés à acheter à des résidents des obligations exprimées en florins qu'avec le produit de la cession à des résidents d'obligations de ce type. Cette mesure a entraîné la création d'un nouveau marché du florin, où se négocie le produit de ces cessions. En mars 1972, quand le florin a subi une nouvelle pression à la hausse, la rémunération des dépôts à vue de non-résidents en florins a été interdite, et l'autorisation générale accordée aux non-résidents de placer des florins en dépôt à terme auprès des banques des Pays-Bas a été suspendue.

En *Belgique-Luxembourg*, les banques avaient déjà été invitées par les autorités, en mars 1971, à limiter l'expansion de leurs engagements extérieurs nets, tout dépassement des limites fixées entraînant une réduction proportionnelle de leur contingent de réescompte auprès de la Banque Nationale. En mai, quand les deux marchés des changes ont été nettement séparés, il a été interdit aux banques d'ouvrir à des non-résidents de nouveaux comptes à terme en francs belges convertibles ou de servir des intérêts sur les comptes à vue convertibles de non-résidents. En même temps, les résidents n'ont plus été autorisés, sauf dans des limites assez étroites, à recevoir par anticipation le montant du règlement de transactions effectuées sur biens et services avec l'étranger. En juin, le système de pénalisation des banques dont les engagements extérieurs nets dépassaient les limites fixées en mars a été modifié: au lieu d'une réduction de leurs contingents de réescompte, il leur a été prescrit de déposer toute somme dépassant lesdites limites à des comptes spéciaux non rémunérés auprès de la Banque Nationale. Ces modifications sont dues au fait qu'à partir de mai l'accroissement de la position débitrice nette des banques a trouvé essentiellement son origine dans le renforcement des avoirs en francs belges des non-résidents et non plus, comme précédemment, dans les opérations en devises effectuées avec des non-résidents à l'initiative des banques elles-mêmes. En septembre, la limitation des positions extérieures des banques a été suspendue, et les montants accumulés aux comptes spéciaux auprès de la Banque Nationale ont été débloqués. En mars 1972, à la suite d'un nouvel afflux de fonds, les banques ont été invitées à limiter l'expansion ultérieure des comptes de non-résidents en francs belges convertibles aux montants nécessaires pour les opérations courantes, à ne pas accroître leur position débitrice nette envers l'étranger et à limiter leur recours aux marchés monétaires étrangers.

En *Autriche*, parallèlement à la réévaluation du schilling, un accord-cadre a été conclu entre la Banque Nationale et les banques, aux termes duquel ces dernières

devaient déposer en compte non productif d'intérêt, auprès de la Banque Nationale, et en plus des réserves obligatoires normales, la contre-valeur de 40% de tout accroissement de leurs engagements en schillings envers des non-résidents. De plus, les banques se sont engagées à ne pas accroître leurs avoirs liquides internes par un rapatriement anticipé de leurs actifs à l'étranger. En juin, un certain nombre d'assouplissements ont été apportés aux restrictions sur les achats de devises: l'allocation touristique pour les résidents a été relevée de SCH 15.000 à SCH 26.000 par voyage; les résidents ont été autorisés à acheter librement des devises sur le marché à terme, pour des périodes maximums de douze mois, contre six mois précédemment; enfin, quelques assouplissements mineurs ont été apportés aux règles régissant la faculté, pour les non-résidents, de disposer des biens immobiliers qu'ils possèdent en Autriche.

L'accord-cadre avec le système bancaire, venu à expiration à la fin de juin, a été remis en vigueur à la suite de la crise du mois d'août, à la différence près que la proportion des engagements supplémentaires en schillings envers des non-résidents, que les banques ont accepté de déposer auprès de la Banque Nationale, a été portée à 75%. Parallèlement l'inscription, au crédit de comptes bancaires de non-résidents, de schillings obtenus par voie de conversion de devises a été assujettie pour chaque cas à autorisation de la Banque Nationale, sauf en ce qui concerne les montants requis pour effectuer des paiements courants. Les dispositions de l'accord-cadre, qui devaient rester en vigueur jusqu'à la fin octobre 1971, ont été prorogées depuis lors jusqu'à la fin juin 1972.

En Suisse, les premières mesures visant à freiner directement les entrées de fonds, pendant la période sous revue, ont été prises au cours de la deuxième semaine d'août, lorsque la Banque Nationale a décidé de bloquer pour une durée de dix jours tous les francs suisses — à l'exception de ceux destinés à des achats de dollars — provenant de conversions de dollars sur le marché des changes. Une semaine plus tard, le 16 août, cet arrangement a été remplacé par un système de réserves obligatoires égales à 100% de l'accroissement net de tous engagements des banques envers l'étranger et par l'interdiction de rémunérer les dépôts en francs suisses à moins de six mois, de plus de 50.000 francs, constitués après le 31 juillet par des non-résidents. Le 27 août, l'interdiction de servir des intérêts a été étendue à tous les dépôts de non-résidents en francs suisses, sans exception. Ces mesures sont toujours en vigueur. Avec effet au 16 août, il a également été décidé que les produits des emprunts en francs suisses collectés par des débiteurs étrangers devaient être immédiatement convertis en monnaies étrangères, sauf en ce qui concerne les montants servant aux règlements de livraisons de biens ou de prestations de services par des résidents suisses.

A la suite de la réouverture du marché des changes les banques, d'entente avec la Banque Nationale, sont convenues le 25 août de limiter à \$2 millions par client et par jour les conversions de dollars en francs suisses immédiatement disponibles, si le cours de change du dollar s'inscrivait à FS 3,96, et à \$1 million s'il tombait à FS 3,95 ou au-dessous. La contre-valeur en francs suisses de toutes sommes converties, au-delà de ces limites, aux taux de change mentionnés ci-dessus, a été bloquée, pendant trois mois, à des comptes non productifs d'intérêt. En décembre, cet accord a été remplacé par des mesures aux termes desquelles les conversions de dollars en francs suisses

immédiatement disponibles ont été limitées à \$1 million par client et par jour, quel que soit le cours du dollar sur le marché.

En février de cette année, sous l'effet de la recrudescence des pressions à la hausse sur le franc suisse, les réglementations concernant la conversion du produit d'emprunts en francs suisses, introduites au mois d'août, ont été modifiées: 25% des ressources ainsi obtenues devront être convertis, auprès de la Banque Nationale, au cours vendeur officiel du dollar de FS 3,9265; début mai, cette réglementation a été modifiée, en ce sens que 40% de ces ressources devront désormais être converties auprès de la Banque Nationale, mais à un taux de FS 3,88. Le même taux de change a également été offert aux banques pour leurs exportations de capitaux. En février, également, la souscription des non-résidents à des émissions, non placées dans le public, de certificats à moyen terme libellés en francs suisses, a été limitée à 40% du montant total de ces placements, tandis que les banques étrangères ont été complètement écartées de ces souscriptions. En avril, les autorités ont décidé d'appliquer avec plus de rigueur la réglementation des réserves minimums de 100% sur les engagements nets des banques envers l'étranger.

Il convient de considérer maintenant les pays qui n'ont pas été directement impliqués dans la crise de mai. En France, les banques ont été de nouveau assujetties en avril 1971 à l'obligation de constituer des réserves sur leurs engagements à l'égard des banques établies à l'étranger. Le coefficient de ces réserves, fixé à l'origine à 2¼%, a été relevé ultérieurement à quatre reprises, pour atteindre 12¼% au début d'août. A la même époque, les banques ont reçu instruction de ne pas laisser s'accroître leur position débitrice nette envers l'étranger, sauf dans le cas de cessions de francs à des non-résidents en vue du règlement de dettes contractées envers des résidents français. En même temps, les dispositions réglementant les sorties de devises ont encore été quelque peu assouplies. L'allocation touristique aux résidents se rendant à l'étranger a été portée de FF 2.000 à FF 3.500 par voyage, et la limitation à deux voyages par an précédemment imposée a été supprimée; les facilités mises à la disposition des importateurs pour leur permettre d'obtenir une couverture de change au comptant ou à terme ont été considérablement élargies; la réglementation des transferts de fonds à destination de l'étranger aux fins d'investissements directs et de règlement anticipé de dettes a commencé d'être appliquée plus libéralement; enfin les dispositions régissant l'utilisation des fonds en compte bloqué de citoyens français résidant à l'étranger ont été notablement assouplies. Un peu plus tard, toujours en août, avec l'instauration d'un double marché des changes, l'accord intervenu quelques jours plus tôt, par lequel les banques s'engageaient à ne plus rémunérer les dépôts en francs de non-résidents à moins de quatre-vingt-dix jours, a été rendu officiel. En même temps, les délais maximums autorisés pour les paiements à des non-résidents ont été réduits.

En décembre, à l'approche de l'accord sur le réaligement monétaire, le franc français a été de nouveau soumis à une forte pression. En conséquence, à partir du 10 décembre, les non-résidents n'ont pu utiliser leurs avoirs en comptes francs que pour des transactions autorisées avec des résidents. En particulier, ils n'avaient plus le droit d'effectuer des conversions en d'autres monnaies, de transférer leurs avoirs à d'autres non-résidents ni d'acheter des instruments du marché monétaire français. Il a été décidé qu'à partir du 14 décembre tout montant dépassant le niveau atteint

fin novembre par les avoirs de non-résidents pourrait être bloqué. En outre, il n'a plus été permis aux banques d'emprunter des francs à des non-résidents par voie de swaps. En même temps, la réglementation des prêts en francs à des non-résidents a été assouplie et les restrictions qui subsistaient encore sur les opérations de couverture à terme des importateurs de marchandises ont été supprimées.

A la suite du réalignement monétaire, la plupart des restrictions instituées au cours des mois précédents de 1971 ont été levées. Ce fut le cas de la limitation des positions extérieures nettes des banques, de l'interdiction de rémunérer les dépôts de non-résidents, des restrictions à la convertibilité des comptes en francs de non-résidents et de la réduction, imposée en août, du délai de règlement des opérations d'importation et autres transferts à destination de l'étranger. Simultanément, le coefficient des réserves obligatoires assises sur les engagements des banques à l'égard des non-résidents a été ramené à 10% pour les dépôts à vue et à 4% pour les autres catégories de dépôts. En février 1972, les banques ont eu de nouveau la faculté, pour la première fois depuis trois ans, d'accorder des avances en devises aux importateurs. En mai, enfin, de nouvelles mesures d'assouplissement du contrôle des changes ont été annoncées. Elles comportent notamment la liberté pour les résidents de transférer à l'étranger jusqu'à FF 150.000 en vue de l'acquisition de maisons d'habitation, le relèvement de FF 250 à FF 1.000 du montant en francs français que les résidents peuvent transférer librement à l'étranger, quel qu'en soit le motif, le relèvement de FF 50 à FF 500 du montant en monnaie nationale que peuvent emporter les résidents se rendant à l'étranger pour moins de vingt-quatre heures, la possibilité pour les résidents de consentir des donations à tout membre de leur famille résidant à l'étranger, à concurrence de FF 50.000 par bénéficiaire, enfin l'autorisation, pour les non-résidents, d'exporter librement la contre-valeur de FF 3.500 en billets de banques étrangers, au lieu de FF 500 précédemment.

*Au Japon*, les premières mesures prises pendant la période sous revue pour limiter les entrées de capitaux datent d'avril 1971. Il a alors été décidé de ne pas autoriser en principe les émissions d'obligations japonaises sur les marchés financiers étrangers dans le cas où le produit de ces opérations était destiné à être converti en yens. En mai, l'acquisition d'actions ou d'obligations japonaises non cotées en Bourse a été interdite aux non-résidents; les banques japonaises n'ont plus eu le droit d'emprunter hors du Japon ni de garantir les crédits obtenus à l'étranger par leurs clients; enfin, les entreprises nippones ont été invitées à ne pas accorder, dans la mesure du possible, leur garantie sur les emprunts en devises de leurs filiales à l'étranger. D'autres mesures ont suivi en juin, notamment une certaine libéralisation des importations, l'élargissement des possibilités offertes aux résidents d'investir à l'étranger et la réduction des incitations fiscales aux exportateurs. En juillet, les résidents ont été autorisés à acquérir librement des valeurs mobilières et des immeubles dans les pays de l'O.C.D.E., ainsi qu'à effectuer à l'étranger des investissements directs d'une valeur ne dépassant pas \$8 millions par projet.

Les autres dispositions ont été prises après le 15 août, quand le Japon s'est efforcé de maintenir la parité existante de sa monnaie. Les banques ont reçu instruction de ne pas accroître leurs emprunts en euro-dollars. D'autres mesures ont été

mises en vigueur fin août, quand le yen a commencé à flotter. Il a été pratiquement interdit aux entreprises exportatrices de recevoir des règlements anticipés d'exportations, les dépôts de non-résidents en yens convertibles ont été strictement limités et les positions en dollars des banques soumises à un contrôle quotidien. En même temps, l'allocation en yens que les touristes japonais se rendant à l'étranger peuvent emporter en billets de banque a été portée de Y 20.000 à Y 100.000 et, à partir du 1er octobre, le contingentement des importations a encore été libéralisé.

En janvier 1972, certaines des mesures restrictives imposées l'année précédente ont été supprimées, notamment celles qui concernaient les positions en dollars des banques, le plafonnement des avoirs en yens convertibles des non-résidents et l'interdiction des règlements anticipés d'exportations. Le mois suivant, toutefois, une recrudescence des entrées de fonds a contraint les autorités à rétablir la dernière de ces mesures restrictives. En même temps, elles ont interdit aux banques étrangères établies au Japon d'accroître leurs conversions de dollars en yens au-delà des niveaux atteints précédemment. Avec effet au 1er mars, les transferts en devises vers l'étranger, pour des montants allant jusqu'à \$1.000, n'ont plus été assujettis à autorisation préalable. Au début de mai, tous les résidents ont été autorisés à conserver indéfiniment leurs recettes en devises provenant de transactions avec des non-résidents. Précédemment seules les banques, les compagnies de navigation, les sociétés de commerce et les compagnies d'assurance bénéficiaient de cette faculté, les autres résidents étant obligés de convertir leurs recettes en devises dans un délai d'un mois. Dans le courant du même mois, de nouvelles mesures d'assouplissement ont été annoncées, notamment un élargissement des contingents d'importation et l'octroi d'une plus grande liberté aux non-résidents en matière d'exportation de capitaux.

En *Italie*, les banques ont été priées, en août, d'équilibrer leur position nette envers l'étranger pour la mi-septembre. Début décembre, en vue de contenir les entrées spéculatives, les établissements bancaires ont été invités à ne pas vendre de lires contre devises à des non-résidents, sauf dans le cadre de transactions « normales ». En même temps, l'ouverture et la gestion de nouveaux comptes de lires-investissement par des non-résidents ont été assujetties à autorisation spéciale. Cette mesure a été rapportée immédiatement après le réajustement monétaire.

Au *Royaume-Uni*, toute une série de mesures ont été prises vers la fin août pour tenter d'enrayer l'afflux de devises. A de rares exceptions près les banques, maisons d'escompte et établissements analogues n'ont plus été autorisés à verser d'intérêt sur l'augmentation, postérieure au 30 août, du solde créditeur des comptes en livres sterling appartenant à des résidents de pays extérieurs à la zone sterling; les autres établissements financiers, ainsi que les collectivités locales, se sont vu interdire de recevoir de nouveaux dépôts, tant en livres sterling qu'en d'autres monnaies, ne provenant pas de la zone sterling; d'autre part, il a été interdit aux résidents des pays extérieurs à cette zone d'accroître leurs avoirs en certificats de dépôt, bons du Trésor ou effets publics libellés en livres et ayant une échéance inférieure à cinq ans. Enfin, les opérations de swap sterling contre devises conclues par les banques avec des non-résidents ont été soumises à certaines limitations. Dans les premiers jours d'octobre, l'interdiction

faite aux non-résidents d'acquérir certaines catégories de titres libellés en livres a été étendue à toutes les échéances de ces titres, ainsi qu'aux acceptations de banque, effets de commerce et billets à ordre libellés en livres. Toutes ces restrictions ont été levées à la suite du réaligement monétaire.

En mars 1972, dans son discours de présentation du budget, le Chancelier de l'Echiquier a annoncé des assouplissements aux restrictions frappant les investissements étrangers au Royaume-Uni et les investissements britanniques à l'étranger. En premier lieu, les filiales britanniques de sociétés étrangères effectuant de nouveaux investissements directs au Royaume-Uni peuvent désormais les financer avec des ressources en livres collectées sur place. En second lieu, les sociétés britanniques désirant procéder à des investissements directs dans les pays actuellement membres de la C.E.E. ou appelés à le devenir ont désormais le droit de se procurer des devises sur le marché officiel des changes pour l'équivalent d'une première tranche de £1 million.

En *Espagne*, le versement d'intérêts sur les comptes en pesetas de non-résidents à moins de 90 jours de préavis a été interdit en octobre 1971, et tout accroissement des dépôts de cette catégorie a été assujéti à une obligation de réserve de 100%. Auparavant, en juin 1971, le régime du dépôt à l'importation, mis en vigueur en 1969 lorsque la balance des paiements connaissait des difficultés, avait été supprimé.

En ce qui concerne les événements qui, ailleurs dans le monde, ont intéressé le domaine des changes, en *Yougoslavie* le dinar, qui avait déjà été dévalué de 16,7% en janvier 1971, a de nouveau été amputé, dans le cadre du réajustement monétaire de décembre 1971, de 18,7% de sa valeur par rapport à l'or et de 11,8% par rapport au dollar, de sorte que le nouveau taux de change s'établit à DIN 17 = \$E.U. 1, contre DIN 15 = \$E.U. 1 précédemment.

A la suite de la crise monétaire d'août 1971, *l'Union Soviétique* a modifié progressivement les taux de change standard du rouble par rapport aux monnaies européennes. Au début du mois de septembre, le rouble a été dévalué par rapport à un certain nombre de monnaies occidentales, les réductions les plus importantes ayant été celles de 5% par rapport au yen japonais et de 3% par rapport au deutsche mark. A ce moment, aucune modification n'a été apportée aux relations de change avec le franc français et le dollar E.U. En décembre, toutefois, à la suite de l'annonce du projet de dévaluation du dollar, le rouble a été réévalué par rapport à la monnaie américaine de 8,6%, le taux standard passant de RBL 0,9 à RBL 0,829 = \$E.U. 1. Parallèlement il a été revalorisé, mais dans des proportions plus faibles, à l'égard d'autres monnaies occidentales: 3,5% par rapport au deutsche mark, 3,1% par rapport au franc suisse et 2,8% par rapport à la lire. En revanche, il a été de nouveau dévalué par rapport au yen, à concurrence de 1,5%; divers ajustements mineurs des taux de change du rouble ont été apportés par la suite vis-à-vis des monnaies occidentales.

*La Bulgarie*, *la Hongrie*, *la Pologne* et *la Roumanie* ont réévalué leurs monnaies de quelque 8,6% par rapport au dollar E.U. en décembre 1971, alors que *la Tchécoslovaquie* a choisi un taux d'appréciation de 9,9%.

Des modifications importantes sont intervenues dans la *zone sterling* pendant la période sous revue.

Du 23 août au 17 décembre 1971, un certain nombre de monnaies des pays de la zone et tout spécialement le rand de l'Afrique du Sud, ont rompu leurs liens avec la livre sterling pour se rattacher au dollar. Au moment du réajustement des principales monnaies, bien que la majorité des pays de la zone aient maintenu leur taux de change alors en vigueur par rapport à la livre, enregistrant ainsi une appréciation de 8,6% par rapport au dollar, un certain nombre – y compris Ceylan (rebaptisé Sri Lanka depuis le 22 mai), la Guyane, la Jordanie, le Kenya, l'Ouganda, le Pakistan, la Tanzanie et la Zambie – ont toutefois conservé la parité de leurs monnaies vis-à-vis du dollar, dévaluant ainsi de 7,9% par rapport au sterling. D'autres enfin – il s'agit principalement de l'Afrique du Sud, de l'Inde et du Ghana – ont, en décembre 1971, à la fois modifié leur taux par rapport au dollar et à la livre sterling. L'Afrique du Sud a réduit la valeur-or du rand, à raison de 12,3%, la nouvelle teneur en or étant de 1,09135 gramme et le nouveau taux de change, par rapport au dollar, R 0,75 = \$E.U. 1. En d'autres termes, l'Afrique du Sud a dévalué sa monnaie de 4,8% par rapport au dollar et de 12,3% par rapport à la livre. Quant à l'Inde, elle a réévalué la roupie de 3% par rapport au dollar, d'où une dépréciation de 5,1% par rapport à la livre, les nouveaux taux s'établissant à RUPI 7,28 = \$E.U. 1 et à RUPI 18,97 = £ 1. Le Ghana a dévalué en décembre 1971 de 43,9% par rapport au dollar et de 48,3% par rapport à la livre. En février 1972, toutefois, ces pourcentages ont été ramenés à 20,4% et 26,7% respectivement. L'Australie et la Nouvelle-Zélande ont maintenu leur parité-or – au même titre que la majorité des pays de la zone sterling – tout en réduisant l'appréciation effective de leurs monnaies par rapport au dollar, d'où une légère dépréciation de ces monnaies par rapport à la livre, le nouveau taux moyen ayant été fixé dans des limites assez étroites situées dans la partie inférieure des marges élargies autorisées. L'Australie a adopté un nouveau taux moyen de \$A 0,8396 = \$E.U. 1, avec une marge de fluctuation de 0,2% de part et d'autre, soit une revalorisation effective de 6,3% par rapport au dollar E.U. La Nouvelle-Zélande a adopté un taux moyen de \$NZ 0,8367 = \$E.U. 1, avec des marges de 0,5% dans les deux sens, soit une appréciation effective de 6,7% par rapport au dollar E.U. Le Pakistan a dévalué en mai 1972 de 56,7% par rapport à la monnaie américaine, le taux passant ainsi de RUPP 4,76 à RUPP 11 = \$E.U. 1.

En plus de ces divers réajustements des taux de change à l'intérieur de la zone sterling, plusieurs pays de la zone qui avaient rattaché leur monnaie au dollar pendant les mois qui ont précédé le réaligement monétaire ont décidé, après le 17 décembre 1971, de maintenir leurs liens avec la monnaie américaine plutôt que de revenir à une parité définie par rapport à la livre sterling. Il s'agit de Ceylan, de la Jordanie, du Kenya, de l'Ouganda, du Pakistan, de la Tanzanie et de la Zambie. Quant à l'Australie et à la Nouvelle-Zélande, elles ont décidé de suivre le dollar. L'Afrique du Sud, en revanche, a de nouveau rattaché le rand au sterling.

Enfin, deux modifications sont intervenues dans la composition de la zone sterling en 1971: la Libye a quitté la zone en décembre. Elle a toutefois autorisé une appréciation de 8,6% de sa monnaie par rapport au dollar, lors du réajustement

général des monnaies. Le Bangla-Desh a rejoint la zone en février. Sa monnaie, le taka, est au pair avec la roupie indienne.

Dans la *zone franc*, les taux de change entre le franc français et les autres monnaies de la zone n'ont pas bougé pendant la période sous revue.

*Israël* a dévalué à deux reprises pendant la même période. En août, la valeur-or et le cours externe de la livre israélienne ont été abaissés de 16,7%, la parité par rapport au dollar passant de £IL 3,5 à £IL 4,2 pour \$E.U. 1. En décembre 1971, la monnaie israélienne a été dévaluée en même temps que le dollar des Etats-Unis, bien que la nouvelle parité-or n'ait pas encore été officiellement déclarée. Le pourcentage du dépôt, sur l'ensemble des importations soumises à des droits de douane supérieurs à 50%, a été ramené en janvier 1972 de 40 à 30%.

En *Amérique latine*, le taux de change d'un grand nombre de monnaies a continué de subir de nouvelles et importantes dépréciations. Dans le cadre du système de parités mobiles adopté en 1971, le peso argentin a été dévalué de 20% au total, en six étapes, entre mars et août 1971, son cours passant de M\$N 4 à M\$N 5 = \$E.U. 1. Un système de double marché des changes a été introduit en septembre, comportant un peso commercial pour les transactions sur marchandises et connexes (M\$N 5 = \$E.U. 1) et un peso financier applicable à toutes les autres opérations, pour lesquelles le cours peut flotter librement. Pour éviter une dévaluation du peso commercial, une proportion croissante de transactions sur devises afférentes au commerce a été transférée par la suite au marché financier. A la fin du mois de mars, le cours du peso financier s'établissait à M\$N 9,7 = \$E.U. 1 et 64% des devises nécessaires aux importations devaient être achetées sur le marché financier, de sorte que le peso a été dévalué en fait, depuis l'introduction du système du double marché, d'environ 38% dans le cas des transactions commerciales et de près de 50% pour les autres. Depuis la mi-mai, les achats de devises destinées aux règlements d'importations qui ne sont pas de première nécessité doivent être effectués intégralement sur le marché financier, sur lequel le cours a marqué une nouvelle baisse, s'établissant à M\$N 9,85 = \$E.U. 1. Au Brésil, le taux de change a été encore abaissé sept fois au cours de la période de douze mois se terminant à la mi-mai, à concurrence d'un peu plus de 12% au total, passant de \$CR 5,195 à \$CR 5,915 pour \$E.U. 1. Au Chili, aux termes du système de double marché en vigueur à l'époque, le taux applicable à la plus grande partie des transactions non commerciales a été modifié d'environ 50% en juillet 1971, passant de ESC 14,35 à un peu plus de ESC 28 pour \$E.U. 1. A la suite de la suspension temporaire de toutes les transactions sur devises, au début du mois de décembre 1971, un système de taux de change multiples a été introduit le 13 du mois, soit peu de temps avant le réajustement de la majorité des monnaies. La principale caractéristique du nouveau système est qu'il limite le taux officiel ancien de ESC 12,2 pour \$E.U. 1 aux importations de denrées alimentaires de base et d'oléagineux, et qu'il prévoit l'application, pour la plus grande partie des autres importations et pour toutes les exportations, d'un nouveau taux de ESC 15,8 pour \$E.U. 1, soit une dévaluation de près de 23%.

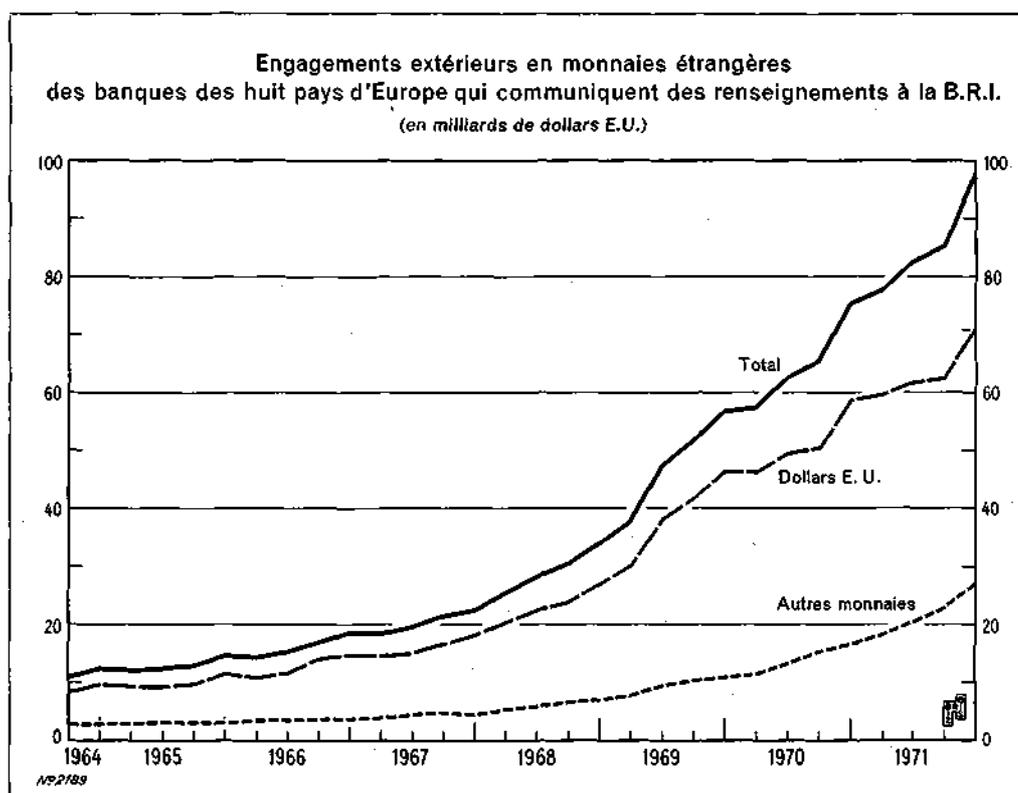
A Costa Rica, on a assisté pendant la période sous revue à une multiplication des taux de change, combinée avec une dépréciation sensible de la monnaie. Sur le

marché officiel, des surtaxes de 15 et 30% ont été imposées en juillet 1971 sur l'achat de devises destinées au financement d'importations de seconde nécessité. Le taux officiel de COL 6,65 pour \$E.U. 1 a continué d'être appliqué aux importations de première catégorie. De plus, le taux du marché libre s'est dévalorisé de 23%, passant de COL 6,65 à COL 8,6 pour \$E.U. 1, entre la fin mai et la fin juillet 1971. L'Uruguay a enregistré également une forte dépréciation de sa monnaie pendant la période sous revue; à noter toutefois qu'en mars 1972, le système de taux de change multiples de plus en plus complexe, introduit en mai 1971, a été remplacé par un système de double marché. Les taux applicables à toutes les exportations et à toutes les importations ont été fixés à \$UR 495 et \$UR 500 respectivement pour \$E.U. 1 en mars 1972, tandis qu'un marché libre a été créé pour toutes les autres opérations, sur lequel le dollar a été coté \$UR 750 à l'ouverture. Avant mars 1972, la marge effective de variation des taux de change avait été de \$UR 370 à \$UR 500 pour \$E.U. 1, étant entendu que seules les importations de pétrole brut se voyaient encore appliquer l'ancien taux officiel de \$UR 250 pour \$E.U. 1. A fin avril 1972, les taux du marché officiel ont continué à se déprécier quelque peu, atteignant \$UR 519-524 pour \$E.U. 1, tandis que le taux libre s'est établi à \$UR 870 pour \$E.U. 1.

## V. LE MARCHÉ DES EURO-MONNAIES.

### Evolution générale.

Bien que les banques américaines se soient pratiquement abstenues de recourir aux ressources en euro-dollars, le marché des euro-monnaies a continué de se développer à vive allure tout au long de l'année 1971. Les avoirs extérieurs en monnaies étrangères des banques des huit pays d'Europe qui communiquent des renseignements à la B.R.I. (ci-après les «banques recensées») se sont accrus de \$22,2 milliards pour atteindre \$100,4 milliards, marquant ainsi une progression légèrement supérieure à celle qui a été notée en 1970; les engagements, qui se sont développés dans les mêmes proportions, ont atteint \$97,9 milliards. Abstraction faite des duplications d'écritures, mais compte tenu des positions en monnaies étrangères vis-à-vis des résidents, on peut estimer que le volume des encours en devises des banques recensées est passé de \$57 milliards à environ \$71 milliards, et la composante-dollar de \$46 milliards à \$54 milliards. Cette expansion du marché des euro-monnaies s'est opérée parallèlement à l'évolution notée sur les marchés nationaux de la monnaie et du crédit, sauf que les taux d'accroissement ont été plus élevés.



Mis à part le climat général d'inflation, trois facteurs principaux, fortement imbriqués, ont été à l'origine de la croissance rapide du marché des euro-monnaies en 1971 : l'écart considérable entre les taux des dépôts en euro-dollars et les taux de rendement du marché monétaire des Etats-Unis, l'ampleur du déficit de paiements des Etats-Unis et les crises sur les marchés des changes.

En ce qui concerne l'offre, la prime importante qu'ont fait ressortir les taux du marché de l'euro-dollar par rapport aux taux américains, et qui s'explique en grande partie par la large aisance monétaire prévalant aux Etats-Unis, a rendu le marché de l'euro-dollar d'autant plus attrayant aux détenteurs de dollars, qu'ils soient ou non américains. C'est pourquoi le marché n'a pas seulement bénéficié, en 1971, d'apports considérables de ressources de résidents américains, mais il semble en outre que des banques centrales extérieures au Groupe des Dix y aient placé une fraction appréciable des dollars qu'elles avaient accumulés en grande partie du fait du déficit de paiements des Etats-Unis. Par ailleurs, le manque de confiance dans le dollar a favorisé une diversification des réserves officielles au détriment de la monnaie américaine et en faveur de certaines autres devises. Toutefois, comme des obstacles ont été délibérément dressés au placement sur leur marché monétaire national de ces réserves en monnaies autres que le dollar, la plupart d'entre elles ont, semble-t-il, été placées sur le marché des euro-monnaies. Par contre, les banques centrales du Groupe des Dix, qui s'étaient engagées au printemps de 1971 à ne pas renforcer leurs avoirs sur le marché ont, par l'intermédiaire de la B.R.I., transféré aux Etats-Unis une partie de leurs placements en euro-monnaies. De ce fait, le montant total net des nouveaux apports officiels à l'euro-marché, tout en demeurant fort élevé, a été néanmoins plus faible qu'en 1970.

En outre, le déficit impressionnant des comptes extérieurs américains, qui a contribué à la création de liquidités dans le secteur privé des autres pays, constitue, avec la crise monétaire, la motivation essentielle des mesures de restriction appliquées aux entrées de fonds étrangers par un grand nombre de pays. Ces deux facteurs (pléthore générale de liquidités sur les marchés nationaux et fermeture partielle de ces marchés aux fonds étrangers), ajoutés aux effets d'arbitrages en faveur de monnaies candidates à la réévaluation, ont principalement concouru à maintenir les courants de fonds privés en direction du marché des euro-monnaies.

Du côté de la demande, la situation a été toute différente. La forte prime cotée par les euro-dollars par rapport aux taux de rendement du marché monétaire de New-York et le degré élevé de liquidité de l'économie des Etats-Unis ont contribué à accentuer sensiblement le recul de la demande américaine de ressources en euro-monnaies. C'est ainsi qu'en 1971 les banques américaines ont remboursé près de \$6,8 milliards à leurs succursales à l'étranger, soit \$1,7 milliard de plus que l'année précédente. De même, dans la mesure où la situation défavorable des paiements américains a constitué l'un des facteurs responsables de la détente monétaire générale à l'extérieur des Etats-Unis et des mesures prises dans plusieurs pays pour dissuader les résidents d'emprunter à l'étranger, le déficit, s'ajoutant au ralentissement général de l'activité économique, a eu tendance à freiner la demande d'euro-monnaies, même à l'extérieur des Etats-Unis. De fait, la progression des prêts directs des euro-banques au secteur non bancaire a été sensiblement moins prononcée qu'en 1970.

Par ailleurs, l'ébranlement de la confiance dans le dollar a provoqué, dans certains cas, une demande d'euro-dollars aux fins de conversion dans d'autres monnaies même si, dans l'ensemble, ces mouvements se reflètent moins nettement qu'on n'aurait peut-être pu l'espérer dans les statistiques sur les euro-monnaies.

L'action conjuguée de facteurs fortement expansionnistes du côté de l'offre et de plusieurs influences restrictives du côté de la demande explique le recul des taux d'intérêt des euro-monnaies, et spécialement des monnaies autres que le dollar. L'expansion continue du marché montre néanmoins que le fléchissement des taux a permis d'attirer sur le marché de nouveaux emprunteurs: le développement des prêts des banques aux pays extérieurs à la zone (Etats-Unis mis à part) n'a jamais été aussi prononcé.

En termes de dollars, les chiffres de fin d'année ont été gonflés par l'entrée en jeu d'un facteur assez particulier, à savoir le réajustement des taux de change; ce facteur ne se reflète évidemment que dans les avoirs et engagements en monnaies autres que le dollar. Etant donné que les divers pays et banques recensés ont appliqué des méthodes de conversion différentes, il n'est pas possible de donner un chiffre exact de l'effet de la réévaluation comptable. On peut toutefois estimer son incidence sur les avoirs et engagements extérieurs des banques à \$3 milliards en chiffres ronds. D'autre part, les statistiques ne font pas ressortir intégralement l'accroissement des positions extérieures survenu en 1971 étant donné que, par suite de modifications comptables, les données communiquées par les banques suisses excluent systématiquement, à compter de septembre, les «comptes fiduciaires». L'incidence nette de ces deux facteurs sur les chiffres bruts est double: une sous-évaluation de l'accroissement des positions des banques en dollars d'environ \$1,5 milliard et un gonflement d'un peu plus de \$2 milliards des positions en autres monnaies que le dollar.

### **Le marché des euro-monnaies et les crises monétaires.**

Etant donné que les principales forces déterminant l'orientation du marché ont subi des modifications radicales dans le courant de l'année, il n'est pas sans intérêt de retracer, trimestre par trimestre, l'évolution qui s'est produite en 1971.

Pendant les trois premiers mois, contrairement à la tendance généralement notée pendant cette période, le marché a continué de se développer à vive allure. En dépit d'importants remboursements américains, l'accroissement des créances en monnaies étrangères des banques a même été légèrement plus élevé qu'au cours du premier trimestre de 1969, marqué cependant par une forte expansion des prêts en euro-monnaies accordés aux banques des Etats-Unis. Comme en 1970, ce sont les emprunts des entreprises du secteur non bancaire qui se sont le plus développés, sous l'action conjuguée de la baisse des taux des euro-monnaies et du resserrement de la politique du crédit dans plusieurs pays européens et, en particulier, en Allemagne fédérale. C'est pourquoi \$2,4 milliards, soit près de 70% de l'accroissement du premier trimestre des avoirs des banques recensées, s'expliquent par des prêts directs au secteur non bancaire. Une partie importante de ces ressources provient des conversions, par les banques elles-mêmes, de monnaies nationales en dollars, de sorte que les avoirs

en dollars des banques se sont accrus de \$1,2 milliard, pour atteindre \$2,9 milliards en chiffres nets.

Le deuxième trimestre a été caractérisé par le premier mouvement sérieux de défiance à l'égard du dollar, et cela au profit de certaines monnaies européennes, notamment du deutsche mark. Toutefois comme ces mouvements, intervenus en avril et en mai, se sont renversés en grande partie en juin, ils n'apparaissent guère dans les statistiques trimestrielles sur les euro-monnaies. Au contraire, les avoirs nets en dollars des banques des huit pays européens ont continué de se développer, tandis que fléchissaient leurs positions nettes dans les autres monnaies recensées. Au demeurant, la croissance de leurs créances sur l'Allemagne fédérale s'est ralentie, revenant de \$1,5 milliard au premier trimestre à \$0,3 milliard au deuxième. Enfin, il ne semble pas que le secteur non bancaire ait recouru massivement aux euro-dollars à des fins de couverture ou de spéculation pure et simple, car les nouveaux prêts en dollars des banques recensées au secteur non bancaire sont tombés de \$1,5 milliard au premier trimestre à \$0,7 milliard. Le seul indice d'un changement dans le sentiment du marché à l'égard du dollar a été la vive progression des engagements extérieurs des banques en devises autres que le dollar lesquels, avec \$2,4 milliards – dont \$2 milliards en deutsche marks – représentent l'accroissement trimestriel le plus important jamais enregistré. Cependant, les banques recensées ont reconverti, en dollars et en autres monnaies, environ \$1 milliard de leurs ressources en deutsche marks, contribuant ainsi à alléger la pression à la hausse sur le deutsche mark, tout en exerçant une influence stabilisatrice sur les marchés des changes.

La situation s'est modifiée au troisième trimestre. (Avant d'étudier ces modifications, il convient de noter que, par suite d'une interruption de série – provoquée par l'exclusion des « fonds fiduciaires », c'est-à-dire des ressources gérées par les banques pour le compte et aux risques de la clientèle – les positions des banques suisses doivent être défalquées des chiffres du troisième trimestre. Pour la même raison, toutes les données des trimestres précédents utilisées à des fins de comparaison dans ce paragraphe et dans les deux paragraphes suivants ne tiennent pas compte des banques suisses.) Ce trimestre a été spécialement marqué par le ralentissement brutal, de \$3,3 milliards à \$0,3 milliard, de l'accroissement des prêts extérieurs en dollars des banques et par l'expansion des crédits en d'autres monnaies étrangères, dont le montant est passé de \$1,1 milliard à \$3,8 milliards. Le ralentissement de la croissance de leurs engagements en dollars a été nettement moins prononcé. Aussi le mouvement de conversion en dollars d'un montant net de \$1,6 milliard par les banques au premier semestre de 1971 s'est-il renversé à concurrence de \$1,3 milliard et, simultanément, leur position extérieure nette en autres monnaies étrangères qui, de créditrice à raison de \$0,4 milliard, était devenue débitrice à concurrence de \$1,2 milliard pendant les six premiers mois de l'année, s'est-elle améliorée de \$1 milliard. Il semble enfin que les banques aient réduit de \$0,3 milliard environ leurs prêts en dollars aux résidents.

De même qu'au deuxième trimestre, on ne possède par contre que très peu d'indices que des emprunts en euro-monnaies aient été contractés à des fins de couverture ou de spéculation par les entreprises du secteur non bancaire. En effet, après avoir marqué un accroissement de \$2 milliards pendant le premier semestre, les avoirs extérieurs en dollars des banques recensées vis-à-vis du secteur non bancaire ont fléchi

**Positions extérieures en dollars et en autres monnaies  
étrangères des banques européennes recensées.**

A la fin de	Dollars		Autres monnaies étrangères						
	Total	Dont secteur non bancaire	Total	Dont secteur non bancaire	Deutsche marks	Francs suisses	Livres sterling	Florins	Ensemble des autres monnaies
<b>Engagements</b>									
1966 décembre	14.770	4.130	3.690	510	970	1.220	710	70	720
1967 juin	14.930	4.090	4.290	510	1.470	1.300	950	90	480
1967 décembre	18.120	4.680	4.330	470	1.670	1.400	800	100	360
1968 juin	22.380	6.390	5.600	700	2.180	2.030	1.020	120	450
1968 décembre	26.870	6.240	5.890	1.040	3.010	2.290	800	250	540
1969 mars	29.880	7.600	7.670	930	3.060	2.800	900	290	630
1969 juin	37.960	8.690	9.450	1.320	4.260	3.290	910	340	650
1969 septembre	41.540	9.960	10.240	1.340	4.800	3.790	760	240	650
1969 décembre	46.200	10.460	10.630	1.320	4.640	4.030	810	350	800
1970 mars	46.050	11.100	11.420	1.370	4.430	4.960	970	350	710
1970 juin	49.440	11.000	13.090	1.660	5.550	5.360	940	410	830
1970 septembre	50.230	10.770	15.190	2.310	6.830	5.740	940	550	1.130
1970 décembre	58.700	11.240	16.590	2.450	8.080	5.720	940	550	1.300
1971 mars	59.600	11.120	18.000	2.530	9.360	5.250	1.320	450	1.620
1971 juin	61.930	10.910	20.400	3.110	11.330	5.670	1.420	490	1.490
1971 septembre*	62.430	9.380	22.650	2.700	12.380	6.730	1.460	510	1.570
1971 décembre	70.820	9.980	27.110	2.750	14.890	7.760	2.110	860	1.490
<b>Avoirs</b>									
1966 décembre	16.070	2.100	4.180	690	1.420	930	800	170	860
1967 juin	16.580	2.650	4.870	810	1.670	830	1.340	200	830
1967 décembre	19.890	3.430	4.960	850	2.060	1.110	870	230	690
1968 juin	25.560	4.320	5.890	1.340	2.730	1.570	800	280	710
1968 décembre	30.430	5.150	7.400	1.500	3.920	1.820	610	290	760
1969 mars	33.650	5.230	7.440	1.670	4.020	1.850	590	250	730
1969 juin	42.280	5.940	9.180	2.030	5.380	2.010	670	310	810
1969 septembre	44.820	6.110	10.620	2.520	6.980	2.240	630	240	730
1969 décembre	47.630	6.090	10.690	2.160	5.990	2.980	580	370	770
1970 mars	46.970	6.760	11.760	2.470	6.270	3.490	880	340	780
1970 juin	52.030	8.560	13.100	2.980	6.850	3.930	710	470	1.140
1970 septembre	52.930	9.890	15.470	3.940	8.140	4.540	640	550	1.600
1970 décembre	60.370	11.850	17.880	4.670	10.110	5.080	610	560	1.520
1971 mars	62.460	13.380	19.220	5.590	11.440	4.500	930	490	1.860
1971 juin	65.080	14.040	20.750	5.960	12.450	5.000	950	510	1.840
1971 septembre*	63.440	13.830	23.910	6.350	13.680	6.420	1.200	480	2.130
1971 décembre	71.720	14.360	28.690	6.750	16.160	8.180	1.620	700	2.030
<b>Position nette</b>									
1966 décembre	1.300	-2.030	490	180	450	-290	80	100	140
1967 juin	1.650	-1.440	580	300	200	-470	390	110	350
1967 décembre	1.770	-1.250	630	380	390	-290	70	130	330
1968 juin	3.180	-2.070	90	640	550	-460	-420	160	260
1968 décembre	3.560	-1.090	510	460	910	-470	-190	40	220
1969 mars	3.770	-2.370	-230	740	960	-950	-310	-30	100
1969 juin	4.320	-2.750	-270	710	1.120	-1.280	-240	-30	160
1969 septembre	3.280	-3.850	580	1.180	2.180	-1.550	-130	-	80
1969 décembre	1.430	-4.370	60	840	1.350	-1.050	-230	20	30
1970 mars	920	-4.340	340	1.100	1.840	-1.470	-90	-10	70
1970 juin	2.590	-2.440	10	1.320	1.300	-1.430	-230	60	310
1970 septembre	2.700	-880	280	1.630	1.310	-1.200	-300	-	470
1970 décembre	1.670	610	1.290	2.220	2.030	-640	-330	10	220
1971 mars	2.860	2.260	1.220	3.060	2.080	-750	-390	40	240
1971 juin	3.150	3.130	350	2.850	1.120	-670	-470	20	350
1971 septembre*	1.010	4.450	1.260	3.650	1.300	-310	-260	-30	560
1971 décembre	900	4.380	1.580	4.000	1.270	420	-490	-160	540

\* Nouvelle série à partir de septembre 1971.

de \$0,1 milliard. Enfin, et c'est peut-être le trait le plus caractéristique du troisième trimestre, la crise du dollar n'a provoqué aucun mouvement caractérisé de retrait de fonds du marché des euro-monnaies. Comme cela s'est déjà produit au premier et au deuxième trimestre, les engagements en dollars des banques recensées envers le secteur non bancaire n'ont guère évolué. On a assisté en revanche au phénomène suivant: les fonds de résidents américains, attirés en août et en septembre par les niveaux élevés des taux sur le marché de l'euro-dollar, ont pris le relais des ressources non bancaires retirées de ce marché par les résidents des autres pays. S'il est indéniable que ce genre de substitution a renforcé la pression sur le dollar, les opérations concernées ont porté sur des montants relativement faibles.

Au lieu d'entraîner une contraction de la composante-dollar du marché, la crise monétaire a eu pour effet, pendant le troisième trimestre, de faire porter la plus grande partie de l'accroissement de \$4,3 milliards et \$4,1 milliards des avoirs et engagements des banques recensées sur des monnaies autres que le dollar, contrairement à l'évolution habituellement constatée.

Au quatrième trimestre, le développement du marché s'est fortement accéléré. Avec \$12,9 milliards et \$13,1 milliards respectivement, l'accroissement des engagements et des avoirs en devises des banques envers l'étranger a été plus important qu'au cours des trois premiers trimestres réunis, dépassant même l'expansion record notée pendant le deuxième trimestre de 1969, pendant lequel la pression de la demande des banques américaines avait amené le marché à une situation proche de la crise. Certes, on assiste habituellement à une accélération au quatrième trimestre, et une part importante de la croissance des devises autres que le dollar a été due à l'incidence des réévaluations comptables; il n'empêche que cette expansion accélérée, qui est intervenue malgré l'important désendettement américain, la persistance d'un climat d'incertitude et l'application de contrôles quasi généralisés aux emprunts en euro-monnaies des résidents, constituent un fait remarquable. Contrairement à l'évolution généralement constatée à pareille époque de l'année, les conversions de dollars par les banques ont marqué un temps d'arrêt. De surcroît la décomposition, selon les monnaies, de la croissance du marché est redevenue normale, en ce sens que l'élément-dollar a de nouveau représenté l'essentiel de la progression des positions brutes. Plus surprenant peut-être est l'accroissement de \$0,6 milliard des engagements en dollars envers le secteur non bancaire, le premier depuis le quatrième trimestre de 1970. Le trait caractéristique du quatrième trimestre a toutefois été la progression considérable de \$12,1 milliards des prêts interbancaires, imputable en partie aux opérations de fin d'année. Les prêts directs aux entreprises du secteur non bancaire, qui n'avaient pratiquement plus augmenté au troisième trimestre, se sont à nouveau légèrement accrus.

En résumé, si certains redoutaient qu'une crise du dollar du genre de celle qui s'est produite en 1971 ne porte un rude coup au marché de l'euro-dollar, en fait rien n'a justifié ces appréhensions. Même pendant les mois de crise, des dollars ont continué à se diriger vers les banques recensées, et la seule trace que les vicissitudes des marchés des changes semblent avoir laissée est la plus grande importance relative prise par les monnaies autres que le dollar. De même, les statistiques trimestrielles ne semblent pas corroborer les affirmations selon lesquelles le marché des euro-monnaies a joué

un rôle primordial dans l'agitation qui a secoué les marchés des changes en 1971. Si cela avait été le cas, les chiffres pour les périodes de crise auraient fait ressortir un ample mouvement de conversion de dollars en d'autres monnaies par les banques recensées elles-mêmes ou un gonflement accentué des prêts en dollars consentis par ces banques au secteur non bancaire, lequel les aurait peut-être ensuite utilisés à des fins de couverture ou de spéculation. En réalité, aucun de ces deux phénomènes ne semble s'être réellement produit sur une grande échelle.

### Structure des changements.

Si l'on considère l'ensemble de l'année, les avoirs extérieurs en dollars des banques recensées se sont accrus de \$11,3 milliards, soit de 19%, et leurs engagements de \$12,1 milliards, ou 21%. Le fléchissement de \$0,8 milliard des avoirs nets qui en est résulté s'explique, et au-delà, par l'entrée en jeu de deux facteurs particuliers. En premier lieu, la B.R.I., dont les avoirs en euro-monnaies sont compris dans les statistiques sur les créances étrangères des banques suisses, a transféré aux Etats-Unis une partie importante de fonds du marché de l'euro-dollar. En second lieu, l'exclusion des « fonds fiduciaires » des chiffres établis à partir du troisième trimestre a eu tendance à réduire, statistiquement parlant, la position des avoirs nets des banques suisses envers l'étranger. En l'absence de ces deux facteurs, la situation des banques recensées aurait fait apparaître une progression considérable des avoirs nets en dollars de ces établissements de crédit.

Les avoirs extérieurs en autres monnaies se sont accrus de \$10,8 milliards et les engagements de \$10,5 milliards, soit environ 60% dans chaque cas. Par suite de cette croissance extrêmement rapide, la composante non en dollar des positions extérieures en devises des banques est passée de 22% en 1970 à 28% l'an dernier, le deutsche mark entrant à lui seul pour 62% et le franc suisse pour 25% dans cet accroissement. C'est pourtant la livre sterling qui a enregistré la progression relative la plus importante, puisque les avoirs en cette monnaie se sont avancés de \$0,6 milliard à \$1,6 milliard, et les engagements de \$0,9 milliard à \$2,1 milliards; cette évolution résulte probablement du raffermissement prononcé de la livre sterling sur les marchés des changes. Contrairement à l'évolution notée au cours des périodes précédentes, marquées par une pression à la hausse du deutsche mark, la position créditrice nette des banques en cette monnaie a fléchi, passant de \$2 milliards à \$1,3 milliard. En revanche, la position nette en francs suisses, qui était débitrice à raison de \$0,6 milliard à la fin de 1970, est devenue créditrice pour \$0,4 milliard une année plus tard; ce revirement est survenu pour l'essentiel au cours du quatrième trimestre et peut être attribué au fait que, pendant cette période, le franc suisse a été coté avec un report exceptionnellement élevé qui a rendu la détention d'euro-francs suisses très attrayante, compte tenu de la couverture du risque de change.

Une ventilation des chiffres entre le secteur bancaire et le secteur non bancaire fait ressortir que les nouveaux prêts en devises à ce dernier ont été ramenés, entre 1970 et 1971, de \$8,3 milliards à \$4,6 milliards, tandis que les créances sur les banques se sont développées, passant de \$11,7 milliards à \$17,6 milliards. Du côté des

engagements, l'accroissement global s'explique largement par les emprunts aux banques, qui se sont élevés à \$23,6 milliards, alors que les dépôts du secteur non bancaire ont en fait diminué de \$1 milliard. Ce dernier chiffre a toutefois été influencé par le fait que les banques suisses ont modifié la base servant à l'établissement des statistiques. Mis à part les modifications intervenues au troisième trimestre pour les banques suisses, l'endettement envers le secteur non bancaire a enregistré une légère progression (de \$1,1 milliard) contre des accroissements de \$4,5 milliards et \$1,9 milliard en 1969 et 1970 respectivement. Sur cette base, la plus grande partie de l'expansion accusée en 1971 par les engagements envers le secteur non bancaire est survenue en monnaies autres que le dollar, tandis que les dépôts reçus en dollars ont marqué une baisse de \$0,4 milliard pendant les neuf premiers mois de l'année pour se développer, à concurrence de \$0,6 milliard, pendant le dernier trimestre.

### **Origines et utilisations.**

Les tableaux des pages 186 et 187 retracent les origines et les utilisations des flux d'euro-monnaies. Les différences quant au champ d'application et à la conception de ces deux tableaux ont été décrites dans des Rapports annuels précédents, mais il serait peut-être utile de rappeler ce qui, pour l'essentiel, les distingue.

Les deux tableaux visent à mettre en évidence le rôle d'intermédiaire de change assumé par les banques européennes recensées: ils indiquent d'où proviennent leurs ressources en monnaies étrangères et où elles ont été reprêtées. Le tableau de la page 186 est plus complet, en ce sens qu'il comprend deux séries de données supplémentaires, calculées à partir d'estimations approchées: du côté des origines, les ressources en euro-monnaies fournies par les banques elles-mêmes et provenant de conversions de monnaie nationale; du côté des utilisations, les ressources en euro-monnaies que les banques ont converties en monnaie nationale. Il indique en outre la position des banques à l'égard des résidents du secteur non bancaire de leurs pays respectifs. Il ne comprend pas, en revanche, les duplications d'écritures qui se produisent lorsque des fonds transitent par plus d'une banque recensée lors de leur cheminement depuis les fournisseurs initiaux jusqu'aux utilisateurs finaux; ces éliminations, ainsi que quelques ajustements en baisse des positions à l'égard des Etats-Unis, expliquent pourquoi les totaux sont inférieurs à ceux qui figurent dans le tableau de la page 187.

Le marché étant considéré dans l'optique des banques européennes recensées, tous les engagements et avoirs vis-à-vis des secteurs tant bancaire que non bancaire des pays non recensés sont traités respectivement comme des sources initiales et des utilisations finales de fonds en euro-monnaies. L'emploi dans ce contexte des adjectifs «initial» et «final» n'implique toutefois pas que le lien de cause à effet n'existe que des origines vers les utilisations, car il est fort probable qu'une partie des ressources placées auprès des banques extérieures à la zone des pays recensés est redéposée par ces banques à l'intérieur de cette zone. En dehors du fait qu'il tient compte, dans une certaine mesure, du rôle de marché monétaire interbancaire joué à l'intérieur de la zone par l'euro-marché, ce tableau offre la caractéristique fondamentale de présenter un bilan consolidé des opérations en devises des banques européennes recensées.

**Estimation des dimensions du marché des euro-monnaies**  
(volume des crédits en monnaies étrangères canalisés par les banques européennes recensées).

En fin de période	Zone des pays européens recensés			Etats-Unis	Reste du monde	Total
	Total	dont				
		Secteur bancaire <sup>1</sup>	Secteur non bancaire			
en milliards de dollars E.U.						
<b>Utilisations</b>						
1969 . . . . .	15,2	7,1	8,1	16,8	12,0	44,0
1970 . . . . .	24,9	9,9	15,1	13,1	19,0	57,0
1971 . . . . .	33,6	14,5	19,1	8,3	29,1	71,0
<b>Origines</b>						
1969 . . . . .	22,3	10,7	11,6 <sup>2</sup>	4,1	17,6	44,0
1970 . . . . .	28,5	15,0	13,5 <sup>2</sup>	4,5	24,0	57,0
1971 . . . . .	33,4	18,2	15,2 <sup>2</sup>	6,1	31,5	71,0
<b>Position nette<sup>3</sup></b>						
1969 . . . . .	- 7,1	- 3,6	- 3,5	+ 12,7	- 5,6	-
1970 . . . . .	- 3,6	- 5,2	+ 1,6	+ 9,6	- 5,0	-
1971 . . . . .	+ 0,2	- 3,7	+ 3,9	+ 2,2	- 2,4	-

<sup>1</sup> Comprend: a) sous « Utilisations »: les conversions par les banques de monnaies étrangères en monnaie nationale, et les ressources en monnaies étrangères fournies par les banques recensées aux banques commerciales du pays d'émission de la monnaie en question (telles que les ressources en deutsche marks déposées auprès de banques allemandes); b) sous « Origines »: les dépôts par les institutions monétaires officielles de la zone recensée, les conversions par les banques de monnaie nationale en monnaies étrangères et les ressources en monnaies étrangères obtenues par les banques recensées auprès des banques du pays d'émission de la monnaie en question (telles que les ressources reçues en deutsche marks des banques allemandes). <sup>2</sup> Y compris les fonds en comptes fiduciaires, dans la mesure où ils sont transmis par les banques suisses aux autres banques de la zone des pays recensés et où ils ne sont pas notifiés par les banques suisses elles-mêmes en tant qu'engagements vis-à-vis du secteur non bancaire des pays extérieurs à la zone. <sup>3</sup> Un signe moins indique que le pays ou la zone en question est un fournisseur net de ressources en euro-monnaies, alors qu'un signe plus indique qu'il s'agit d'un utilisateur net.

Ainsi défini, le marché des euro-monnaies a enregistré en 1971, d'après les estimations, une expansion de \$14 milliards, qui a porté son volume total à \$71 milliards et celui de la composante-dollar de \$46 milliards environ à \$54 milliards. La répartition géographique de cette progression a été fort semblable à celle de 1970. On peut évaluer très approximativement à \$5 milliards le fléchissement des avoirs aux Etats-Unis, à \$10 milliards l'expansion des créances sur les autres pays extérieurs à la zone et à \$9 milliards l'accroissement des créances sur la zone. Du côté des ressources, la répartition a été plus équilibrée: \$5 milliards environ ont été fournis par des prêteurs de la zone, les engagements envers les Etats-Unis se sont accrus de \$1,5 milliard, et \$7,5 milliards sont venus du reste du monde. Si l'on considère les positions nettes, le fait saillant de l'année 1971 a été par conséquent une sortie de \$6,5 milliards des Etats-Unis, dont \$4 milliards environ ont été absorbés par la zone, tandis que \$2,5 milliards ont été réacheminés vers les autres pays extérieurs à la zone. Ces mouvements, ainsi que ceux de même nature qui se sont produits en 1970, ont eu pour effet de ramener de quelque \$12,5 milliards fin 1969 à \$2 milliards fin 1971 la position créditrice nette des banques européennes recensées vis-à-vis des Etats-Unis, de faire disparaître leur position débitrice nette à l'égard de leur propre zone - qui avait atteint \$7 milliards - et de réduire de \$5,5 milliards à \$2,5 milliards les engagements nets à l'égard des autres pays extérieurs à la zone.

Si l'on examine de nouveau les chiffres bruts, on constate une diminution de \$4,8 milliards des créances sur les Etats-Unis, due évidemment à la politique d'argent facile menée par les autorités monétaires américaines, qui a amené les banques de

**Positions en monnaies étrangères des banques européennes  
recensées envers des non-résidents.**

Positions envers	Décembre 1970			Juin 1971			Décembre 1971*		
	Dollars	Ensemble des autres monnaies	Total	Dollars	Ensemble des autres monnaies	Total	Dollars	Ensemble des autres monnaies	Total
en millions de dollars E.U.									
<b>Engagements</b>									
<i>Zone extérieure aux pays recensés</i>									
Autres pays d'Europe occidentale	4.470	640	5.110	4.300	1.370	5.670	4.930	2.410	7.340
Europe de l'Est	1.020	630	1.650	910	700	1.610	1.230	1.070	2.300
Canada	3.780	150	3.930	4.000	320	4.320	3.990	390	4.380
Japon	550	30	580	780	40	820	900	40	940
Amérique latine	3.670	440	4.110	3.910	630	4.540	4.130	760	4.890
Moyen-Orient	2.680	440	3.120	3.760	800	4.560	3.970	1.170	5.140
Divers	4.670	870	5.540	5.030	1.120	6.150	5.140	1.400	6.540
<b>Total</b>	<b>20.840</b>	<b>3.200</b>	<b>24.040</b>	<b>22.690</b>	<b>4.980</b>	<b>27.670</b>	<b>24.290</b>	<b>7.240</b>	<b>31.530</b>
Etats-Unis	5.000	240	5.240	5.290	360	5.650	6.490	330	6.820
Position globale envers la zone extérieure aux pays recensés	25.840	3.440	29.280	27.980	5.340	33.320	30.780	7.570	38.350
<i>Zone des pays recensés</i>									
Allemagne fédérale	1.470	1.660	3.130	1.280	1.930	3.210	1.450	2.010	3.460
Belgique	2.050	930	2.980	2.130	1.210	3.340	2.240	1.470	3.710
France	3.940	1.150	5.090	3.960	1.150	5.110	5.950	1.440	7.390
Italie	5.000	1.520	6.520	5.210	1.400	6.610	6.340	2.140	8.480
Pays-Bas	2.500	840	3.340	2.890	790	3.680	2.660	1.680	4.340
Royaume-Uni	5.990	1.070	7.060	6.790	1.530	8.320	8.600	2.450	11.050
Suède	360	80	440	410	110	520	400	160	560
Suisse	10.970	5.510	16.480	10.560	6.560	17.120	11.580	7.830	19.410
Position globale envers la zone des pays recensés	32.280	12.760	45.040	33.230	14.680	47.910	39.220	19.180	58.400
Engagements non attribués	580	390	970	720	380	1.100	820	360	1.180
<b>Total général</b>	<b>59.700</b>	<b>16.590</b>	<b>76.290</b>	<b>61.930</b>	<b>20.400</b>	<b>82.330</b>	<b>70.820</b>	<b>27.110</b>	<b>97.930</b>
<b>Avoirs</b>									
<i>Zone extérieure aux pays recensés</i>									
Autres pays d'Europe occidentale	2.600	890	3.490	3.330	1.110	4.440	3.980	1.700	5.680
Europe de l'Est	1.650	500	2.150	2.100	640	2.740	2.360	1.110	3.470
Canada	2.320	170	2.490	2.370	170	2.540	1.800	400	2.200
Japon	2.320	240	2.560	2.420	390	2.810	3.090	430	3.520
Amérique latine	2.470	690	3.160	3.550	600	4.150	4.090	610	4.700
Moyen-Orient	810	80	890	900	120	1.020	1.190	200	1.390
Divers	3.780	620	4.400	5.130	780	5.890	6.780	1.350	8.130
<b>Total</b>	<b>15.950</b>	<b>3.190</b>	<b>19.140</b>	<b>19.800</b>	<b>3.790</b>	<b>23.590</b>	<b>23.290</b>	<b>5.800</b>	<b>29.090</b>
Etats-Unis	13.990	350	14.340	11.710	250	11.960	9.260	350	9.610
Position globale envers la zone extérieure aux pays recensés	29.940	3.540	33.480	31.510	4.040	35.550	32.550	6.150	38.700
<i>Zone des pays recensés</i>									
Allemagne fédérale	2.870	5.410	8.280	3.080	7.010	10.090	2.640	8.390	11.030
Belgique	2.260	1.420	3.680	2.670	1.590	4.260	3.170	2.370	5.540
France	4.680	1.160	5.840	5.280	1.270	6.550	6.710	1.950	8.660
Italie	5.510	1.030	6.540	5.600	1.220	6.820	6.930	1.920	8.850
Pays-Bas	1.610	980	2.590	1.790	1.110	2.900	1.790	1.120	2.910
Royaume-Uni	10.250	1.980	12.230	11.430	2.470	13.900	12.990	3.730	16.720
Suède	480	260	740	580	220	800	570	430	1.000
Suisse	2.500	1.550	4.050	3.130	1.320	4.450	3.720	2.200	5.920
Position globale envers la zone des pays recensés	30.160	13.790	43.950	33.580	16.210	49.770	38.520	22.110	60.630
Avoirs non attribués	270	550	820	10	500	510	650	430	1.080
<b>Total général</b>	<b>60.370</b>	<b>17.880</b>	<b>78.250</b>	<b>65.080</b>	<b>20.750</b>	<b>85.830</b>	<b>71.720</b>	<b>28.690</b>	<b>100.410</b>

\* Interruption de série entre juin et décembre 1971.

ce pays à se désendetter à l'égard de leurs succursales à l'étranger. La pression à la baisse qui s'est en conséquence exercée sur les taux d'intérêt des euro-monnaies a incité le reste du monde à emprunter sur l'euro-marché. De ce fait, les créances des banques recensées sur le reste du monde (Etats-Unis non compris) se sont développées de \$10 milliards environ, soit trois fois et demie le chiffre de 1969, année où les banques américaines avaient à peu de chose près accaparé le marché. Comme on peut le voir d'après le tableau de la page 187, la progression a été particulièrement importante pour les prêts aux «Autres pays d'Europe occidentale» (+\$2,2 milliards), à l'Amérique latine (+\$1,5 milliard), à l'Europe de l'Est (+\$1,3 milliard) et au Japon (+\$1 milliard), mais la plus forte expansion, avec \$3,7 milliards, a été de loin celle du poste résiduel «Divers» qui comprend, par exemple, les Bahamas et les Bermudes. En revanche, les créances sur le Canada, où la situation monétaire a été quelque peu analogue à celle des Etats-Unis, ont fléchi de \$0,3 milliard.

Les créances sur la zone des pays européens recensés ont augmenté, d'après les estimations, de \$8,7 milliards; le fait qu'en dépit du champ plus vaste qu'il recouvre — puisqu'il comprend les créances sur les résidents et les conversions d'euro-devises en monnaie nationale — ce chiffre soit très inférieur à l'accroissement de \$16,7 milliards qui ressort du tableau de la page 187, s'explique par l'élimination des doubles emplois résultant des dépôts successifs de banque à banque. Les prêts directs des banques en monnaies étrangères au secteur non bancaire de la zone des pays recensés ont augmenté de \$4 milliards, soit de \$3 milliards de moins qu'en 1971. Ce ralentissement, qui aurait été encore plus accentué sans l'incidence de la réévaluation comptable, a été dû à la contraction marquée des emprunts en euro-monnaies des entreprises allemandes après la décision de laisser flotter le deutsche mark, à la cessation des emprunts — et, en fait, à un désendettement — des entreprises publiques italiennes et, en général, aux diverses mesures qui ont dissuadé les résidents de faire appel aux ressources de l'euro-marché. On estime que les banques ont accru de \$4,7 milliards leurs propres emplois en euro-monnaies. En dehors de l'incidence de la réévaluation comptable et de l'expansion assez prononcée des emprunts contractés en euro-sterling et en euro-francs français respectivement par les banques britanniques et françaises, cette expansion a surtout reflété le rôle de marché monétaire interbancaire joué, d'une façon générale, par l'euro-marché.

Du côté des origines, on estime que les ressources fournies par les pays de la zone se sont accrues de \$5 milliards. Sur ce montant, \$1,7 milliard représente l'augmentation des créances du secteur non bancaire, dont le total des encours s'est élevé à \$15,2 milliards; ces deux chiffres comprennent toutefois des fonds en comptes fiduciaires transmis par les banques suisses à d'autres banques de la zone et, comme ces capitaux ont probablement une origine en grande partie extra-européenne, les chiffres tendent à donner une idée exagérée du rôle de fournisseurs de ressources joué par la zone des pays européens recensés.

L'accroissement de \$1,6 milliard des engagements à l'égard des Etats-Unis, le plus fort qui, sauf en 1968, ait jamais été enregistré en un an sur ce poste, tient à la fois à la liquidité de l'économie américaine et à l'importance de la prime dégagée par les taux des euro-dollars — notamment pendant les crises monétaires — par rapport aux rendements du marché monétaire américain.

Les dépôts des banques centrales semblent avoir joué un rôle prépondérant dans l'augmentation de \$7,5 milliards des fonds reçus des autres pays extérieurs à la zone. Cela est vrai, en particulier, de l'expansion respective de \$2,2 milliards et \$2 milliards des engagements envers les «Autres pays d'Europe occidentale» et le Moyen-Orient (y compris la Libye).

En chiffres nets, les mouvements les plus importants en 1971 – en dehors du reflux de \$6,4 milliards des Etats-Unis – ont été les flux dirigés du Moyen-Orient et du Canada vers les banques recensées (respectivement \$1,5 milliard et \$0,7 milliard) et celui de \$2,7 milliards depuis ces banques vers les pays et zones groupés sous la rubrique «Divers», ainsi que ceux de \$0,8 milliard vers l'Amérique latine et de \$0,7 milliard à destination de l'Europe de l'Est.

Au sein de la zone, les positions extérieures des banques en monnaies étrangères (cf. tableau de la page 187) ont fait ressortir, comme à l'accoutumée, une expansion considérable des engagements nets à l'égard de la Suisse mais qui, avec \$1,1 milliard, a été inférieure toutefois aux accroissements de \$4,5 milliards et de \$3,9 milliards enregistrés respectivement en 1969 et en 1970. On note en outre, en 1971, une progression de \$0,7 milliard des engagements nets à l'égard des Pays-Bas. Les banques ont, en revanche, renforcé de \$2,4 milliards leur position créditrice nette vis-à-vis de l'Allemagne fédérale, en majeure partie pendant le premier semestre de l'année; de plus les prêts nets au Royaume-Uni et à la France se sont gonflés chacun de \$0,5 milliard. Une augmentation de \$1,1 milliard des créances nettes détenues sur la Belgique par les banques recensées ne signifie pas que l'intégralité des fonds a été utilisée dans ce pays; elle illustre surtout le rôle d'intermédiaire joué par les banques belges, qui ont reçu des fonds provenant d'autres banques situées à l'intérieur de la zone pour les reprêter au secteur non bancaire en dehors de la Belgique.

#### **Analyse par pays recensés.**

Du fait de la position centrale de Londres dans l'euro-marché, les *banques du Royaume-Uni* ont, comme à l'accoutumée, enregistré l'accroissement de loin le plus élevé dans leur position extérieure en devises. Elles sont intervenues pour 42% dans l'expansion globale des engagements et pour 36% dans celle des avoirs. Toutefois leur part totale du marché, qui s'était déjà contractée de 50 à 47% en 1970, a encore fléchi, pour se situer à 45%. Comme en 1970, ce recul résulte principalement de l'entrée en jeu de trois facteurs.

Le premier a été l'importance croissante prise par la composante non dollar, pour laquelle la prédominance de Londres est beaucoup moins prononcée que dans le cas du dollar. En effet, la situation se présente fort différemment si l'on considère séparément ces deux compartiments du marché. On voit ainsi que la part des banques du Royaume-Uni dans le total des positions en dollars n'a fléchi que de 51 à 50% en 1971, tandis que leur contribution aux opérations en autres monnaies étrangères s'est élargie de 32 à 33%.

Le deuxième facteur a été le déclin du rôle des succursales londoniennes des banques américaines. Tandis que les «Autres banques d'outre-mer» et les maisons

d'acceptation ont enregistré ensemble une progression de 29% de leurs prêts en devises aux non-résidents, ces crédits n'ont marqué chez les succursales des banques américaines qu'une légère avance de 2,5%; il est à noter toutefois que cette quasi-stagnation masque une substitution, de l'ordre de plusieurs milliards de dollars, des prêts de ces filiales à leurs maisons-mères au profit d'emprunteurs situés principalement en dehors des Etats-Unis. La part de l'ensemble des succursales des banques américaines dans les avances aux non-résidents, qui était déjà tombée de 65 à 57% en 1970, s'est encore amenuisée en 1971, passant à 51%. Ces établissements ont en effet placé en 1971 la majeure partie de leurs nouvelles ressources auprès d'autres banques londoniennes, qui les ont reprêtées à l'étranger en quasi-totalité. La catégorie de banques dont les avances en devises à l'étranger ont connu l'expansion la plus rapide a été celle des « Autres banques étrangères et filiales » à Londres, avec un accroissement de 63,5%.

Le troisième facteur a été l'extension considérable des prêts consentis à des résidents par les banques du Royaume-Uni à l'aide de devises empruntées à des non-résidents, ainsi que le montre le fait que, sur la progression totale de \$1,2 milliard enregistrée en 1971 par les engagements nets en devises des banques britanniques à l'égard des non-résidents, les deux tiers, soit \$0,8 milliard, ont eu pour contrepartie une augmentation des créances nettes en devises sur des résidents. Ces prêts ont servi en majorité à financer les investissements à l'étranger des entreprises britanniques.

Les *banques françaises* se classent juste après les banques du Royaume-Uni pour l'extension de leurs engagements extérieurs en devises, avec \$4,8 milliards, tandis que leurs avoirs se sont accrus de \$3,7 milliards. L'élargissement qui en est résulté dans leur position débitrice nette à l'égard de l'étranger (de \$0,9 milliard à \$2 milliards) a reflété assez fidèlement la crise des marchés des changes. Les engagements extérieurs nets en dollars des banques françaises ont ainsi augmenté de \$0,5 milliard pendant le trimestre d'été; étant donné que leur endettement en autres monnaies étrangères a également progressé — de \$0,1 milliard — et que leurs créances nettes en monnaie américaine sur les résidents ont fléchi, il semble que ces fonds aient été convertis en totalité en francs français. Il est probable que les banques ont cédé les dollars en question principalement à l'effet de couvrir leurs achats à terme de dollars à leurs clients. En outre, leurs engagements extérieurs nets en monnaie nationale se sont accrus de \$0,6 milliard, de sorte que les entrées nettes effectuées par le canal des banques se sont élevées à \$1,2 milliard au troisième trimestre.

Pendant ce même trimestre, les *banques néerlandaises* ont liquidé une partie de leurs avoirs nets en dollars, à concurrence de \$0,4 milliard, mais elles ont utilisé le produit de cette opération pour réduire leur position débitrice nette en autres monnaies étrangères.

Les *banques italiennes*, au contraire, ont pour ainsi dire nagé à contre-courant; entre mars et septembre, elles ont amélioré leur position extérieure nette en dollars qui, de débitrice à raison de \$0,3 milliard, est devenue créditrice de \$0,8 milliard, tandis que leur position en autres monnaies étrangères passait de \$0,2 milliard d'avoirs à \$0,3 milliard d'engagements.

En Europe continentale, les *banques belges et luxembourgeoises* occupent une place de premier plan dans deux domaines: elles traitent le plus gros volume d'opérations en euro-monnaies autres que les dollars, et ce sont elles également qui accordent le plus de prêts directs aux résidents étrangers du secteur non bancaire. En 1971, le montant brut de leurs avoirs en monnaies étrangères autres que des dollars a progressé de 88%, celui des avoirs en deutsche marks passant à lui seul du simple au double. De plus, elles ont absorbé d'importantes quantités de ressources provenant de banques étrangères, qu'elles ont reprêtées à des étrangers du secteur non bancaire, de sorte que si leur position extérieure nette n'a guère varié au total, leurs créances nettes sur les emprunteurs étrangers du secteur non bancaire sont passées de \$1,5 milliard à \$2,5 milliards. Le montant brut de leurs créances a enregistré une augmentation de \$1,4 milliard, dont près de la moitié à l'égard de l'Allemagne fédérale.

Dans le cas de ce dernier pays, dont la monnaie est largement utilisée pour les opérations en euro-devises et dans lequel les réglementations officielles, contrairement à la plupart des autres pays, ne distinguent pas les positions extérieures en monnaie nationale de celles en monnaies étrangères, il convient de considérer l'ensemble des positions des banques à l'égard de l'étranger. En 1971, l'endettement extérieur net à court terme des *banques allemandes*, dont la quasi-totalité est exprimée en deutsche marks, s'est alourdi de \$0,5 milliard, pour se situer à \$4,2 milliards. Cette expansion a été, en majeure partie, la traduction statistique des modifications de taux de change; la modicité de l'accroissement réel — environ \$0,1 milliard — s'explique, en grande partie, par l'interdiction de rémunérer les dépôts de non-résidents et par l'imposition de coefficients de réserve élevés sur les fonds importés. Les capitaux étrangers sont quand même entrés en quantités appréciables sous forme d'emprunts et de ventes d'actifs à long terme, opérations qui ne sont pas réglementées.

Les *banques suisses* sont les plus gros fournisseurs nets de fonds en euro-monnaies. Pendant le premier semestre de 1971, elles ont accru de \$0,7 milliard leurs avances nettes à l'étranger en devises autres que le dollar. Leurs avoirs nets en dollars n'ont pratiquement pas varié, mais cette stabilité a été due uniquement à une forte réduction des placements de la B.R.I. en euro-dollars, qui sont inclus dans les positions extérieures des banques suisses. Les chiffres du troisième trimestre ne reflètent pas fidèlement la situation, en raison de l'interruption de série dont il a été question précédemment; certains signes prouvent néanmoins l'existence, pendant cette période, d'une tendance à détenir des avoirs extérieurs en francs suisses plutôt qu'en dollars. Au quatrième trimestre, toutefois, la situation est redevenue normale. Les banques ont renforcé leurs avoirs extérieurs nets en devises de \$1,1 milliard, principalement sous forme de dollars. Sont exclus des variations du quatrième trimestre et aussi, dans une très large mesure, des chiffres du premier semestre de 1971, les fonds placés par les banques suisses sur l'euro-marché aux risques et périls de leurs clients, c'est-à-dire les fonds en comptes fiduciaires.

Contrairement aux tableaux précédents, ceux des pages 192 et 193 comprennent les positions extérieures des banques canadiennes et japonaises.

Les *banques canadiennes* ont réduit leur position créditrice nette à l'égard des Etats-Unis de \$1,5 milliard en 1971, de sorte que si l'on regroupait le Canada avec

**Engagements et avoirs extérieurs, en monnaie nationale et  
en monnaies étrangères, des banques des divers pays recensés.**

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 . . .	1970 décembre	4.930	2.900	1.840	2.320	— 3.090	— 580	— 3.670
	1971 mars	4.460	2.760	2.380	2.560	— 2.080	— 200	— 2.280
	juin	4.150	2.320	2.790	2.370	— 1.360	— 50	— 1.310
	septembre	4.150	2.340	2.740	2.230	— 1.410	— 110	— 1.520
	décembre	6.050	3.110	2.160	2.790	— 3.890	— 320	— 4.210
Belgique-Luxembourg	1970 décembre	620	6.810	390	6.300	— 230	— 510	— 740
	1971 mars	670	7.670	390	7.160	— 280	— 510	— 790
	juin	720	8.020	450	7.580	— 270	— 440	— 710
	septembre	790	8.970	470	8.560	— 320	— 410	— 730
	décembre	890	10.500	480	10.120	— 410	— 380	— 790
France . . . . .	1970 décembre	1.290	9.150	340	8.260	— 950	— 890	— 1.840
	1971 mars	1.350	9.550	270	8.620	— 1.080	— 930	— 2.010
	juin	1.310	11.320	370	9.990	— 940	— 1.330	— 2.270
	septembre	2.110	12.430	520	10.510	— 1.590	— 1.820	— 3.510
	décembre	1.810	13.900	570	11.950	— 1.240	— 1.950	— 3.190
Italie . . . . .	1970 décembre	580	9.390	350	9.340	— 230	— 50	— 280
	1971 mars	720	8.730	330	8.630	— 390	— 100	— 490
	juin	800	8.880	360	8.980	— 440	— 100	— 340
	septembre	800	9.240	260	9.660	— 540	— 420	— 120
	décembre	890	12.410	230	12.550	— 660	— 140	— 520
Pays-Bas . . . . .	1970 décembre	1.110	4.020	620	4.270	— 490	— 250	— 240
	1971 mars	1.150	4.420	530	4.700	— 620	— 280	— 340
	juin	1.100	4.520	580	4.820	— 520	— 300	— 220
	septembre	1.220	4.610	560	5.070	— 660	— 460	— 200
	décembre	1.270	4.940	660	5.610	— 610	— 670	— 60
Royaume-Uni . . . . .	1970 décembre	4.430	36.410	1.000	35.290	— 3.430	— 1.120	— 4.550
	1971 mars	4.590	36.870	950	35.530	— 3.740	— 1.340	— 5.080
	juin	4.650	39.440	1.060	37.800	— 3.590	— 1.640	— 5.230
	septembre	5.500	41.230	850	39.550	— 4.650	— 1.680	— 6.330
	décembre	6.860	45.920	1.070	43.620	— 5.790	— 2.300	— 8.090
Suède . . . . .	1970 décembre	280	470	160	740	— 120	— 270	— 150
	1971 mars	260	620	140	860	— 120	— 240	— 120
	juin	270	620	130	910	— 140	— 290	— 150
	septembre	250	630	100	940	— 150	— 310	— 160
	décembre	290	640	120	950	— 170	— 310	— 140
Suisse <sup>1</sup> . . . . .	1970 décembre	5.460	6.140	5.120	11.730	— 340	— 5.590	— 5.250
	1971 mars	5.890	6.980	5.640	13.620	— 250	— 6.640	— 6.390
	juin	6.450	7.210	5.840	13.380	— 610	— 6.170	— 5.560
	septembre <sup>2</sup>	6.320	5.630	6.010	10.830	— 310	— 5.200	— 4.890
	décembre	6.800	6.510	6.290	12.820	— 510	— 6.310	— 5.800
Total . . . . .	1970 décembre	18.700	75.290	9.820	78.250	— 8.880	— 2.960	— 5.920
	1971 mars	19.090	77.600	10.530	81.680	— 8.560	— 4.080	— 4.480
	juin	19.450	82.330	11.580	85.830	— 7.870	— 3.500	— 4.370
	septembre <sup>2</sup>	21.140	85.080	11.510	87.350	— 9.630	— 2.270	— 7.360
	décembre	24.860	97.930	11.580	100.410	— 13.280	— 2.480	— 10.800
Canada . . . . .	1970 décembre	750	5.500	190	7.600	— 560	— 2.100	— 1.540
	1971 mars	790	5.350	430	6.760	— 360	— 1.410	— 1.050
	juin	800	5.450	270	6.750	— 530	— 1.300	— 770
	septembre	760	5.790	190	6.780	— 570	— 990	— 420
	décembre	830	6.280	230	6.990	— 600	— 710	— 110
Japon . . . . .	1970 décembre	540	5.000	10	7.320	— 530	— 2.320	— 1.790
	1971 mars	680	4.740	10	6.990	— 670	— 2.250	— 1.580
	juin	850	4.960	20	7.670	— 830	— 2.710	— 1.880
	septembre	910	5.880	30	7.150	— 880	— 1.270	— 390
	décembre	940	6.560	60	6.620	— 880	— 260	— 620

<sup>1</sup>Y compris les avoirs et engagements de la B.R.I. en euro-monnaies.    <sup>2</sup> Nouvelle série à partir de septembre 1971.

**Engagements et avoirs extérieurs, en dollars et en autres monnaies étrangères, des banques des divers pays recensés.**

Pays	En fin de mois	Dollars E. U.			Ensemble des autres monnaies étrangères		
		En-gagements	Avoirs	Position nette	En-gagements	Avoirs	Position nette
en millions de dollars E. U.							
Allemagne fédérale . . . . .	1970 décembre	2.690	2.050	- 640	200	260	60
	1971 mars	2.570	2.270	- 300	190	290	100
	juin	2.100	2.020	- 80	220	350	130
	septembre	2.070	1.780	- 290	270	440	170
	décembre	2.680	2.200	- 480	430	590	160
Belgique-Luxembourg . . . . .	1970 décembre	3.730	3.330	- 400	3.080	2.970	- 110
	1971 mars	4.340	3.710	- 630	3.320	3.450	130
	juin	4.310	3.950	- 360	3.710	3.630	- 80
	septembre	4.590	4.110	- 480	4.380	4.450	70
France . . . . .	1970 décembre	5.090	4.530	- 560	5.410	5.590	180
	1971 mars	6.650	6.010	- 640	2.500	2.250	- 250
	juin	6.950	6.270	- 680	2.590	2.350	- 240
	septembre	8.250	7.340	- 910	3.080	2.650	- 430
Italie . . . . .	1970 décembre	9.030	7.610	-1.420	3.410	2.900	- 510
	1971 mars	10.060	8.600	-1.460	3.840	3.350	- 490
	juin	6.930	6.650	- 280	2.460	2.690	230
	septembre	6.570	6.290	- 280	2.170	2.340	170
Pays-Bas . . . . .	1970 décembre	6.330	6.740	410	2.550	2.240	- 310
	1971 mars	6.240	6.990	750	3.000	2.670	- 330
	juin	8.150	8.650	510	4.260	3.890	- 370
	septembre	2.090	2.970	880	1.930	1.300	- 630
Royaume-Uni . . . . .	1970 décembre	2.340	3.320	980	2.080	1.380	- 700
	1971 mars	2.250	3.470	1.220	2.260	1.350	- 910
	juin	2.290	3.140	850	2.320	1.940	- 380
	septembre	2.450	3.170	720	2.490	2.440	- 50
Suède . . . . .	1970 décembre	31.400	29.250	-2.150	5.010	6.040	1.030
	1971 mars	31.080	29.350	-1.730	5.790	6.180	390
	juin	32.860	30.940	-1.920	6.580	6.860	280
	septembre	33.420	31.070	-2.350	7.810	8.490	680
	décembre	36.930	34.140	-2.790	8.990	9.480	490
Suisse <sup>1</sup> . . . . .	1970 décembre	320	520	200	160	230	70
	1971 mars	420	600	180	210	260	50
	juin	440	610	170	170	300	130
	septembre	430	620	190	200	320	120
Canada . . . . .	1970 décembre	410	600	190	230	350	120
	1971 mars	4.890	9.590	4.700	1.250	2.140	890
	juin	5.330	10.650	5.320	1.650	2.970	1.320
	septembre <sup>2</sup>	5.390	10.010	4.620	1.830	3.370	1.540
Total . . . . .	décembre	4.360	8.120	3.760	1.260	2.700	1.440
	1970 décembre	5.050	9.820	4.770	1.460	3.000	1.540
	1971 mars	58.700	60.370	1.670	16.590	17.880	1.290
	juin	59.600	62.460	2.860	18.000	19.220	1.220
Japon . . . . .	septembre <sup>2</sup>	61.930	65.080	3.150	20.400	20.750	350
	décembre	62.430	63.440	1.010	22.650	23.910	1.260
	1970 décembre	70.820	71.720	900	27.110	28.690	1.580
	1971 mars	5.370	7.430	2.060	130	170	40
Canada . . . . .	1971 mars	5.230	6.570	1.340	120	190	70
	juin	5.270	6.520	1.250	180	230	50
	septembre	5.600	6.520	920	190	260	70
	décembre	6.010	6.680	670	270	310	40
Japon . . . . .	1970 décembre	4.680	6.870	2.190	320	450	130
	1971 mars	4.460	6.520	2.060	280	470	190
	juin	4.700	7.200	2.500	260	480	220
	septembre	5.690	6.680	990	190	470	280
décembre	6.320	6.220	- 100	240	600	360	

<sup>1</sup> Y compris les avoirs et engagements de la B.R.I. en euro-monnaies.    <sup>2</sup> Nouvelle série à partir de septembre 1971.

la zone des pays européens recensés, on pourrait évaluer à près de \$8 milliards le flux de fonds qui se sont dirigés des Etats-Unis vers l'euro-marché. La contraction des avoirs nets des banques canadiennes à l'égard des Etats-Unis a toutefois trouvé presque intégralement sa contrepartie dans une réduction des engagements nets en devises de ces établissements de crédit à l'égard des résidents, tandis que leur position nette envers le reste du monde n'a guère varié.

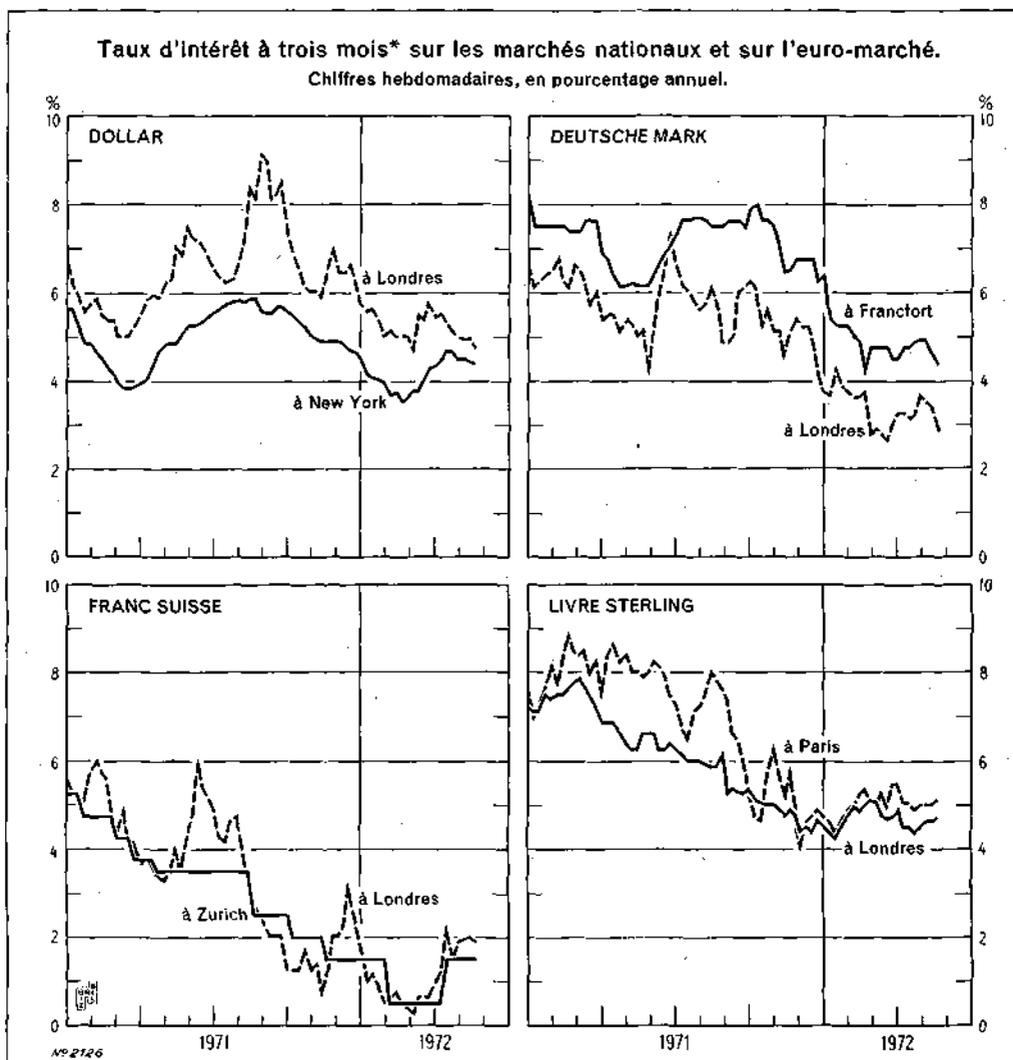
Les positions créditrices nettes en devises des *banques japonaises* envers l'étranger sont passées de \$2,3 milliards à \$2,7 milliards pendant le premier semestre de 1971, pour tomber à \$0,3 milliard au second semestre. Cependant, ce fléchissement de \$2,4 milliards a été imputable, à raison de \$1,8 milliard, à une diminution des créances sur les Etats-Unis, tandis que les emprunts nets aux banques du Royaume-Uni sur l'euro-marché ne se sont accrus que de \$0,3 milliard environ.

#### **Evolution des taux d'intérêt.**

La tendance fondamentale des taux d'intérêt des euro-dollars en 1971 a été, comme d'habitude, essentiellement fonction des événements aux Etats-Unis, tandis que les crises monétaires ont été les principales responsables des fluctuations autour de cette tendance.

En même temps que fléchissaient les taux d'intérêt aux Etats-Unis, le taux de l'euro-dollar à trois mois sur le marché de Londres est tombé en mars à 5%, niveau le plus bas de l'année; il se trouvait alors exactement à 7½% au-dessous des niveaux maximums atteints en 1969, bien qu'il ait continué à dégager une prime confortable par rapport aux taux pratiqués aux Etats-Unis pour des échéances comparables. Vu l'importance considérable des remboursements opérés par les banques américaines, cette chute aurait été encore plus prononcée sans la forte demande venant d'Allemagne fédérale et les opérations d'épongeage effectuées par les autorités américaines.

Au second trimestre cependant, avec le raffermissement de la situation du marché monétaire aux Etats-Unis, les taux de l'euro-dollar n'ont pas tardé à remonter et, sous l'influence conjuguée de l'agitation monétaire et de facteurs saisonniers, ils ont touché le niveau de 8¼% au début de juin. L'accalmie temporaire sur les marchés des changes et le dénouement des opérations du milieu de l'année ont ramené les cours à un niveau inférieur à 6½% vers la mi-juillet mais, vers la fin du mois, la brusque recrudescence de l'agitation monétaire a déclenché une nouvelle poussée en hausse des taux d'intérêt. En août et au début de septembre, le taux à trois mois a dépassé par moments 9% mais, vers la fin septembre, les cotations ont amorcé un recul très sensible qui s'est poursuivi en octobre, pour tomber à un peu moins de 6% au début de novembre. Diverses supputations sur le résultat des réunions du Groupe des Dix à Rome et à Washington, ainsi que les influences habituelles de fin d'année, ont contribué à un certain raffermissement des taux pendant la seconde quinzaine de novembre. Toutefois, les importants remboursements opérés par les Etats-Unis — entre le 17 novembre et le 15 décembre les engagements des banques américaines envers leurs filiales à l'étranger se sont contractés de \$3,4 milliards à \$1,4 milliard — ont permis de contenir les pressions à la hausse.



\* Taux des dépôts interbancaires, sauf pour le dollar à New York (certificats de dépôt) et la livre sterling à Londres (dépôts des collectivités locales).

A la suite du réajustement monétaire, les taux de l'euro-dollar se sont détendus pendant la seconde partie du mois de décembre et, en janvier 1972, le mouvement de baisse a été accentué par le renversement des opérations de fin d'année et par le climat de large aisance qui a régné sur le marché monétaire américain. Cependant, vers la fin du mois, un nouvel accès de nervosité sur les marchés des changes a commencé à freiner la tendance au fléchissement. Si, dans un premier temps, les taux d'intérêt américains continuaient à reculer, la cote de l'euro-dollar à trois mois s'est stabilisée aux alentours de 5%; les taux de l'euro-deutsche mark et de l'euro-franc suisse ont atteint, en revanche, de nouveaux creux dans le courant de février. En mars, du fait de l'orientation un peu plus ferme de la politique monétaire des Etats-Unis, les emprunts sur l'euro-marché sont devenus temporairement attrayants pour les banques de ce pays, et le taux de l'euro-dollar à trois mois, après une chute jusqu'à environ

4¾% début mars, s'est redressé à 5<sup>5</sup>/<sub>8</sub>% vers la fin du mois. Vers le milieu de mai, néanmoins, la cote était retombée au-dessous de 5%.

Il est bon de noter que, si on le compare aux gains et aux pertes potentiels liés aux modifications de taux de change, le mouvement des taux de l'euro-dollar en 1971 a été en réalité fort modeste, ce qui prouve la stabilité intrinsèque du marché. Par exemple, pour compenser une dévaluation de 5% du dollar, les taux à trois mois auraient dû augmenter de plus de 20 points sur une base annuelle, alors que les plus fortes hausses intervenues en réalité en période de crise ont été de l'ordre de 3 points.

Le désengagement en dollars ayant été, dans une très large mesure, lié à un mouvement de repli vers le deutsche mark et le franc suisse, les facteurs qui ont agi à la hausse des taux de l'euro-dollar ont eu parfois tendance à faire baisser ceux de l'euro-deutsche mark et de l'euro-franc suisse. Ainsi, les taux de l'euro-deutsche mark sont passés par des minimums au début de juin et vers la fin d'août, aux moments où ceux de l'euro-dollar ont atteint leurs maximums. Au quatrième trimestre toutefois, le mouvement descendant du taux de l'euro-deutsche mark a principalement reflété l'évolution des taux d'intérêt pratiqués en Allemagne fédérale et le fléchissement des taux de l'euro-dollar.

L'effritement des cours a été particulièrement marqué dans le cas du franc suisse, pour lequel le taux à trois mois est tombé d'environ 5½% pour les deux premiers mois de 1971 à un minimum de ¼% au début de mars 1972. L'une des principales raisons de cet effondrement a été la forte demande de francs suisses à terme contre dollars, due elle-même aux importants placements en dollars effectués par des résidents suisses. Le franc suisse à terme s'est traité, de ce fait, avec un report élevé, ce qui a fait disparaître l'écart favorable au dollar sur arbitrages entre taux d'intérêt; les conversions en francs suisses qui en sont résultées ont évidemment exercé une pression correspondante à la baisse sur les taux des dépôts en francs suisses. En effet, le taux des dépôts en euro-francs suisses à échéance inférieure ou égale à un mois, ainsi que les taux de l'argent au jour le jour en Suisse, ont été parfois cotés à des niveaux très voisins de zéro, voire à zéro, pendant le quatrième trimestre de 1971 et le premier trimestre de 1972. Cette période a été caractérisée par une situation quelque peu inhabituelle, en ce sens que les taux du franc suisse sur l'euro-marché ont été, par moments, sensiblement inférieurs à ceux qui étaient cotés en Suisse même. Cette structure des taux d'intérêt a été la conséquence des diverses mesures prises par les autorités helvétiques pour contenir les entrées de capitaux étrangers. Si, pour le franc suisse, il s'agit là d'une relative nouveauté, en revanche le deutsche mark n'a pas cessé depuis 1968 de connaître une telle situation.

## VI. ACCORD MONÉTAIRE EUROPÉEN.

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

### Examen de l'Accord.

En 1968, à la suite d'un examen général, l'Accord avait été prorogé sans changement pour une période de trois ans se terminant le 31 décembre 1971. Depuis lors, en attendant qu'il soit procédé à un examen général de son fonctionnement et de son avenir, l'Accord a été prorogé sans changement pour une nouvelle période d'un an.

### Opérations effectuées au titre de l'Accord.

*Fonds Européen.* A la fin de mars 1971, les crédits en cours atteignaient un total de u/c 130 millions\*, qui ont été accordés en totalité à la Turquie.

En octobre 1970, le Conseil avait décidé d'accorder à la Turquie (voir à ce sujet le dernier Rapport annuel, pages 209 et 210) des crédits de u/c 115 millions au total, dont u/c 75 millions de crédits de refinancement destinés à la consolidation de la dette de la Turquie envers le Fonds Européen. Un de ces crédits - le treizième - de u/c 10 millions, a été accordé en deux tranches de u/c 5 millions, qui ont été mises à disposition le 31 mai 1971 et le 30 octobre 1971 respectivement, et se rapportent aux remboursements exigibles à ces dates.

\* En application de l'article 24 de l'Accord, les comptes du Fonds Européen sont tenus en terme d'unités de compte (u/c), une unité de compte étant égale à 0,88867088 gramme d'or fin, soit à la valeur-or d'un dollar E.U. avant le relèvement de \$E.U. 35 à \$E.U. 38 du prix officiel de l'or par once de fin, déclaré par le F.M.I. avec effet au 8 mai 1972. Jusqu'à cette date, le dollar E.U. était considéré, dans les documents comptables du Fonds Européen, comme ayant une valeur égale à l'unité de compte.

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

A la date de valeur des règlements du mois	Grèce		Irlande		Espagne		Turquie		Totaux		
	Disponible et non utilisé	Utilisé et non remboursé	Disponible et non utilisé	Utilisé et non remboursé	Disponible et non utilisé	Utilisé et non remboursé	Disponible et non utilisé	Utilisé et non remboursé	Disponible et non utilisé	Utilisé et non remboursé	Total des crédits accordés
en millions d'unités de compte											
<b>1959</b>											
février . . . .	15,0	—	—	—	—	—	21,5	—	36,5	—	36,5
décembre . . . .	—	—	—	—	51,0	24,0	0,5	21,0	51,5	45,0	96,5
<b>1960</b>											
décembre . . . .	—	—	5,0	7,0	76,0	24,0	15,0	21,5	96,0	52,5	148,5
<b>1961</b>											
décembre . . . .	—	—	7,0	5,0	—	—	—	50,0	7,0	55,0	62,0
<b>1962</b>											
décembre . . . .	—	—	5,0	—	—	—	—	80,0	5,0	80,0	85,0
<b>1963</b>											
décembre . . . .	—	—	—	—	—	—	—	95,0	—	95,0	95,0
<b>1964</b>											
décembre . . . .	—	—	—	—	—	—	—	105,0	—	105,0	105,0
<b>1965</b>											
décembre . . . .	—	—	—	—	—	—	—	90,0	—	90,0	90,0
<b>1966</b>											
décembre . . . .	—	30,0	—	—	—	—	—	80,0	—	110,0	110,0
<b>1967</b>											
décembre . . . .	—	30,0	—	—	—	—	—	95,0	—	125,0	125,0
<b>1968</b>											
décembre . . . .	—	30,0	—	5,0	—	—	—	110,0	—	145,0	145,0
<b>1969</b>											
décembre . . . .	—	25,0	—	—	—	—	—	105,0	—	130,0	130,0
<b>1970</b>											
janvier . . . . .	—	15,0	—	—	—	—	—	105,0	—	120,0	120,0
mars . . . . .	—	15,0	—	—	—	—	—	100,0	—	115,0	115,0
mai . . . . .	—	15,0	—	—	—	—	—	95,0	—	110,0	110,0
juillet . . . . .	—	15,0	—	—	—	—	—	90,0	—	105,0	105,0
octobre . . . . .	—	15,0	—	—	—	—	—	115,0	—	130,0	130,0
<b>1971</b>											
janvier . . . . .	—	—	—	—	—	—	—	115,0	—	115,0	115,0
février . . . . .	—	—	—	—	—	—	—	130,0	—	130,0	130,0
octobre . . . . .	—	—	—	—	—	—	—	125,0	—	125,0	125,0
décembre . . . . .	—	—	—	—	—	—	—	127,4	—	127,4	127,4
<b>1972</b>											
mars . . . . .	—	—	—	—	—	—	—	127,4	—	127,4	127,4

L'année dernière, en raison des difficultés d'obtenir de l'or monétaire du fait de la suspension de la convertibilité en or du dollar E.U., la Turquie a bénéficié de deux nouveaux crédits destinés à lui permettre de différer pour de courtes périodes certains versements d'or dus au Fonds Européen. Un de ces crédits - le quatorzième - d'un montant de u/c 5 millions, mis à disposition le 30 octobre 1971 et remboursable

le 31 mai 1972, a été accordé par décision du Comité Directeur. L'autre — le quinzième — de u/c 7,4 millions, mis à disposition le 31 décembre 1971 et remboursable le 30 juin 1972, a été accordé par décision du Conseil. Ces deux crédits sont assortis d'un intérêt de 3 et 2% l'an respectivement. Par ailleurs, le Conseil a décidé en mars 1972 de différer jusqu'à la fin de mai 1972 le remboursement de u/c 5 millions — correspondant au second versement du onzième crédit — dû par la Turquie à la fin de mars 1972.

Par suite d'une décision prise par le Conseil en mars 1972, la Turquie a bénéficié d'un nouveau crédit de refinancement de u/c 25 millions aux fins de consolidation de la fraction des crédits qui n'était pas couverte par l'opération de consolidation d'octobre 1970. Ce crédit — le seizième — mis à disposition le 31 mai 1972, est remboursable en quatre versements égaux de u/c 6,25 millions à la fin de chacun des trimestres de 1976. Il est assorti d'un taux d'intérêt de 3½% l'an.

Le 31 mai 1971, la Turquie a remboursé le second versement — u/c 5 millions — du septième crédit et a prélevé un montant égal, correspondant à la première tranche du treizième crédit.

Le 30 octobre 1971, la Turquie a remboursé u/c 15 millions au total correspondant au dernier versement — u/c 5 millions — du sixième crédit et au premier versement — u/c 10 millions — du onzième crédit. A la même date, elle a prélevé u/c 10 millions correspondant à la dernière tranche (u/c 5 millions) du treizième crédit et à la totalité du quatorzième crédit.

Enfin, le 31 décembre 1971, la Turquie a remboursé le premier versement du douzième crédit (u/c 5 millions) et prélevé la totalité du quinzième crédit (u/c 7,4 millions).

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 1969, et pour chacun des mois de la période décembre 1969-mars 1972 au cours desquels des opérations ont été effectuées.

Quarante-deux tirages s'élevant à u/c 541,9 millions au total ont été opérés sur les divers crédits accordés entre juin 1959 (date du premier tirage) et le mois de mars 1972. Les remboursements se sont élevés à u/c 414,5 millions. A la fin de mars 1972, le montant non encore remboursé s'élevait ainsi à u/c 127,4 millions. Compte tenu des crédits de refinancement consentis en mars 1972, dont il a été question précédemment, la Turquie est tenue de rembourser u/c 32,4 millions en 1972, u/c 20 millions en 1973, u/c 25 millions en 1974, u/c 25 millions en 1975 et u/c 25 millions en 1976.

*Système Multilatéral de Règlements.* Les dispositions du Système Multilatéral de Règlements ont dû être aménagées à plusieurs reprises au cours de la période de douze mois se terminant le 31 mars 1972. Toutefois aucun montant n'a en réalité fait l'objet de règlement, étant donné que les cours applicables au titre du Système pour les conversions en dollars — c'est-à-dire les derniers cours vendeur pour le dollar E.U. notifiés par les pays membres — étaient moins avantageux que les taux pratiqués sur

les marchés des changes. Le montant cumulatif des règlements s'élève toujours, par conséquent, au niveau de \$E.U. 82,6 millions atteint en août 1969.

a) A la suite de la crise monétaire de mai 1971, l'Autriche et la Suisse ont réévalué leur monnaie de 5,05 et 7,07% respectivement et ont notifié les nouveaux cours acheteur et vendeur en vigueur à partir du 10 mai 1971. En même temps, l'Allemagne fédérale et les Pays-Bas ont décidé de laisser flotter leur monnaie et de suspendre les cours acheteur et vendeur pour le dollar E.U. Conformément à la procédure suivie en septembre 1969, lorsque l'Allemagne fédérale a pour la première fois suspendu temporairement ses cours acheteur et vendeur, des règlements spéciaux ont été effectués, en application de l'article 13, en ce qui concerne les soldes détenus dans ces deux monnaies.

A la suite de la suspension par l'Allemagne fédérale et les Pays-Bas des cours vendeur pour le dollar E.U., les pays membres ne disposaient plus de taux de conversion prédéterminés entre le deutsche mark et le florin néerlandais d'une part, et le dollar d'autre part. Par ailleurs si, en septembre 1969, la garantie de change stipulée dans l'Accord a été assez rapidement rétablie grâce à la notification de nouveaux cours acheteur et vendeur, il était à prévoir que la période de flottement serait plus longue cette fois-ci. A la session de juin 1971, au cours de laquelle le Comité Directeur a examiné la situation, les représentants des deux pays en question ont déclaré que malgré la suspension, par leurs pays, du cours vendeur pour le dollar E.U. contre leurs monnaies, ce cours continuerait à s'appliquer aux fins de la garantie de change stipulée dans l'Accord - avec limitation, dans le cas des Pays-Bas, aux montants non encore réglés avant la suspension des limites de fluctuation tandis que, dans le cas de l'Allemagne fédérale, il s'appliquerait également aux soldes acquis après la suspension. Le texte de ces déclarations a été communiqué par l'Agent à toutes les banques centrales membres.

b) A la suite de la suspension de la convertibilité en or du dollar E.U. en août 1971, il a fallu procéder à des règlements spéciaux en application de l'article 14 de l'Accord. Cet article stipule qu'en cas de restriction de la politique d'achat et de vente de l'or suivie par les autorités financières des Etats-Unis à l'égard d'un pays membre, tous les pays membres sont en droit de notifier les soldes détenus dans les monnaies des autres pays de l'A.M.E. aux fins de règlements multilatéraux.

A la suite des mesures américaines, la plupart des membres ont pris immédiatement des dispositions en ce qui concerne leurs cours acheteur et vendeur notifiés au titre de l'article 9.

L'Autriche, le Danemark, la Norvège, le Portugal, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse ont suspendu leur cours acheteur pour le dollar E.U., sans modifier cependant leur cours vendeur.

Trois autres pays (outre l'Allemagne fédérale et les Pays-Bas - voir plus haut sous a)), à savoir la Belgique, l'Espagne et l'Italie, ont suspendu leurs cours acheteur et vendeur, mais ont déclaré que le cours vendeur pour le dollar E.U. resterait en vigueur aux fins de la garantie de change stipulée dans l'A.M.E., avec toutefois une limitation analogue à celle applicable aux soldes en florins néerlandais, à savoir que la

garantie ne s'appliquerait que jusqu'à concurrence des montants non encore réglés avant la suspension du cours vendeur.

L'Islande, tout en maintenant la parité de la couronne islandaise avec le dollar E.U., a élargi les marges de fluctuation de son taux de change, qui sont passées de 0,114 à 1% exactement de part et d'autre de la parité.

La France a annoncé qu'en raison de l'institution d'un double marché des changes, la garantie de change ne s'appliquait qu'aux soldes détenus en comptes étrangers en francs, à l'exclusion des soldes en comptes financiers.

Lors de la session qu'il a tenue en août 1971, le Comité Directeur a examiné les mesures prises par divers pays membres à la suite de la suspension de la convertibilité en or du dollar des Etats-Unis. Le Comité a décidé que dans les cas mentionnés précédemment, où la garantie de change était maintenue soit par la conservation du même cours vendeur, soit par une déclaration spécifique faite au moment de sa suspension, il n'était pas nécessaire de procéder à des règlements spéciaux au titre de l'article 13, étant donné qu'il était possible d'inclure les soldes officiels dans les règlements effectués à la fin de chaque mois aux mêmes cours vendeur que précédemment.

c) En décembre 1971, à l'occasion du réaligement monétaire, tous les pays membres, sauf la Grèce et l'Islande, ont notifié de nouveaux cours acheteur et vendeur. A la fin de l'année, par conséquent, tous les pays membres de l'A.M.E. avaient de nouveau notifié des marges au-delà desquelles ils ne laisseraient pas fluctuer leurs monnaies. A l'exception de la Grèce, de l'Islande et de la Turquie, tous les pays membres appliquent maintenant des marges d'environ 2¼% de part et d'autre du cours central ou de la parité.

Dès la notification de nouveaux cours acheteur et vendeur, les restrictions quantitatives imposées temporairement aux soldes en francs belges, en pesetas espagnoles, en liras italiennes et en florins néerlandais ont cessé de s'appliquer. En conséquence, les seules limitations quantitatives encore en vigueur au titre de la garantie de change de l'Accord sont celles qui furent instituées en 1963 dans les relations entre la Banque d'Angleterre et chacune des autres banques centrales membres de l'A.M.E. Dans le cas des soldes en francs belges et en francs français, il subsiste des limitations concernant l'origine des fonds qui bénéficient de la garantie de change. Cette garantie ne s'applique donc pas aux francs français détenus en «comptes financiers». En ce qui concerne les francs belges, conformément à la règle applicable depuis l'entrée en vigueur de l'Accord, les soldes couverts par la garantie de change ne comprennent pas ceux qui résultent des transactions sur le marché libre.

#### **Situation des comptes.**

Les opérations du Fonds Européen, telles qu'elles sont décrites dans les pages précédentes, ressortent clairement du tableau ci-après qui résume la situation des comptes.

Les crédits et créances en cours, qui s'élevaient à l'ouverture des comptes à u/c 35 millions (montant des créances à long terme sur la Norvège et la Turquie

transférées de l'Union Européenne de Paiements), atteignaient u/c 139,3 millions à fin mars 1971, dont u/c 130 millions représentaient le montant des crédits non encore remboursés et u/c 9,3 millions le solde des créances à long terme sur la Norvège et la Turquie. En octobre 1971, l'encours a fléchi de u/c 5 millions, pour s'établir à u/c 134,3 millions, à la suite d'un remboursement de la Turquie. Comme on l'a déjà signalé, ce remboursement a été le seul à n'être pas accompagné de tirages d'un montant équivalent. En décembre 1971, le total a enregistré une diminution de u/c 0,6 million, résultat net de trois opérations: onzième versement effectué par la Norvège et la Turquie au titre de leur dette à long terme - u/c 3 millions - remboursement, signalé précédemment, de crédits consentis à la Turquie - u/c 5 millions - et tirage effectué par ce pays - u/c 7,4 millions - sur d'autres crédits. Le montant restant à rembourser à fin mars 1972 s'élevait donc à u/c 133,7 millions, dont u/c 127,4 millions au titre des crédits en cours et u/c 6,3 millions représentant les créances à long terme sur la Norvège et la Turquie.

Les avoirs non liquides du Fonds ont ainsi enregistré un fléchissement de u/c 5,6 millions pendant la période d'un an s'achevant en mars 1972. Compte tenu du revenu net non distribué, qui s'est élevé à u/c 6,9 millions pendant la période considérée, les ressources liquides du Fonds ont progressé de u/c 106,9 millions à fin mars 1971 à u/c 119,5 millions à fin mars 1972.

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 u/c 297,9 millions. A la fin de mars 1972, les contributions versées par les pays membres s'élevaient à u/c 38 millions au total; compte tenu du capital effectif de l'ancienne U.E.P. (u/c 148 millions), le capital de fonctionnement du Fonds ressortait à u/c 186 millions. Le montant de u/c 607,5 millions qui figurait au poste «Capital» du passif de la situation des comptes, comprenait également les sommes non appelées mentionnées précédemment et le solde non utilisé du capital de l'U.E.P., équivalant à \$E.U. 123,5 millions.

Le montant des revenus nets au titre de l'année civile 1971 a atteint u/c 8,3 millions, chiffre inférieur de u/c 0,3 million seulement au total de 1970, qui constitua un record. Le fléchissement, par rapport à 1970, du rendement des placements liquides du Fonds en dollars n'a pas été entièrement compensé par la progression, par suite de l'accroissement des encours, du revenu provenant des intérêts des créances et des crédits utilisés. De ce fait, le montant cumulatif du revenu net reçu depuis l'ouverture des opérations a atteint u/c 78,8 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 à laquelle ce pays aurait droit sur le revenu net du Fonds, si celui-ci était liquidé à la fin de la période au titre de laquelle l'intérêt est payé. Le montant versé au titre de l'année 1971 s'élève à u/c 1,2 million, ce qui porte le montant cumulatif de l'intérêt réglé en or aux pays membres à u/c 12,3 millions. Ce chiffre correspond à un taux d'intérêt annuel moyen de 2,6% sur les contributions appelées (u/c 38 millions). A la fin de janvier 1972, après paiement de l'intérêt sur les contributions au titre du second semestre de 1971, le revenu net non distribué s'élevait à u/c 66,8 millions. Sur ce montant, u/c 58,6 millions représentaient la part imputable, dans le revenu net

**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	320,4	35,0	600,0	600,0	—
1959 décembre . . . . .	104,4	123,5	302,9	90,0	610,9	607,5	3,4
1960 décembre . . . . .	106,4	123,5	297,9	87,5	615,3	607,5	7,0
1961 décembre . . . . .	109,2	123,5	297,9	87,8	618,4	607,5	10,9
1962 décembre . . . . .	90,4	123,5	297,9	110,5	622,3	607,5	14,8
1963 décembre . . . . .	82,1	123,5	297,9	123,1	626,6	607,5	19,1
1964 décembre . . . . .	79,3	123,5	297,9	130,6	631,4	607,5	23,9
1965 décembre . . . . .	101,3	123,5	297,9	113,1	635,8	607,5	28,3
1966 décembre . . . . .	89,4	123,5	297,9	130,5	641,3	607,5	33,8
1967 décembre . . . . .	82,6	123,5	297,9	142,8	646,9	607,5	39,4
1968 décembre . . . . .	71,8	123,5	297,9	160,1	653,3	607,5	45,8
1969 décembre . . . . .	96,6	123,5	297,9	142,2	660,3	607,5	52,8
1970 décembre . . . . .	106,8	123,5	297,9	139,3	667,6	607,5	60,1
1971 janvier . . . . .	121,5	123,5	297,9	124,3	667,3	607,5	59,8
février . . . . .	106,8	123,5	297,9	139,3	667,6	607,5	60,1
mars . . . . .	106,9	123,5	297,9	139,3	667,7	607,5	60,2
avril . . . . .	107,2	123,5	297,9	139,3	668,0	607,5	60,5
mai . . . . .	107,4	123,5	297,9	139,3	668,2	607,5	60,7
juin . . . . .	110,0	123,5	297,9	139,3	670,8	607,5	63,3
juillet . . . . .	109,7	123,5	297,9	139,3	670,4	607,5	62,9
août . . . . .	109,9	123,5	297,9	139,3	670,7	607,5	63,2
septembre . . . . .	110,2	123,5	297,9	139,3	671,0	607,5	63,5
octobre . . . . .	115,6	123,5	297,9	134,3	671,3	607,5	63,8
novembre . . . . .	115,9	123,5	297,9	134,3	671,7	607,5	64,2
décembre . . . . .	119,5	123,5	297,9	133,7	674,7	607,5	67,2
1972 janvier . . . . .	119,1	123,5	297,9	133,7	674,3	607,5	66,8
février . . . . .	119,4	123,5	297,9	133,7	674,5	607,5	67,0
mars . . . . .	119,5	123,5	297,9	133,7	674,6	607,5	67,1

du Fonds, aux u/c 148 millions du capital effectif transféré de l'U.E.P. au Fonds. Le reliquat représentait presque en totalité le solde de 10% du revenu net non distribué du Fonds.

**Administration de l'Accord Monétaire Européen.**

Le Comité Directeur de l'A.M.E. veille à l'exécution de l'Accord et donne son avis au Conseil de l'O.C.D.E. sur toutes les questions ayant trait à son fonctionnement. En outre, il suit l'évolution de la situation économique et financière des pays membres sur la base des rapports présentés par le Secrétariat, par les différents comités de l'Organisation et, occasionnellement, par des missions spéciales. Le Comité, pour s'acquitter

de ces fonctions, se réunit chaque fois qu'il est nécessaire; ces dernières années, il s'est réuni environ six fois par an. En décembre 1971, le Conseil a nommé de nouveau pour une année M. Hay, Vice-Président de la Direction générale de la Banque Nationale Suisse, au poste de Président du Comité.

En sa qualité d'Agent, la Banque des Règlements Internationaux présente des rapports mensuels 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.

## VII. ACTIVITÉS DE LA BANQUE.

### 1. Développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales.

La Banque a encore joué cette année un rôle primordial de centre de promotion de la coopération entre les banques centrales. Elle a travaillé en étroite liaison avec ces institutions pour la mise en œuvre des dispositions arrêtées en commun et participé à de nombreux comités techniques; elle s'est également associée, quand il y avait lieu de le faire, à des actions visant à atténuer des tensions sur divers marchés. Dans d'autres domaines, l'extension des relations d'affaires de la Banque avec les banques centrales s'est poursuivie.

En plus des réunions régulières des gouverneurs des banques centrales des pays membres du Groupe des Dix, et de la Suisse, et des séances du Conseil d'administration, la Banque a continué d'organiser des rencontres périodiques de représentants de banques centrales pour l'examen de questions telles que l'évolution des marchés de l'or, des changes et des euro-monnaies, ainsi que pour l'étude et l'échange de renseignements portant sur d'autres problèmes économiques et monétaires intéressant les banques centrales. La Banque assure en outre le secrétariat du Comité des gouverneurs des banques centrales des pays membres de la Communauté Economique Européenne, ainsi que de ses groupes de travail et sous-comités, qui se réunissent régulièrement, le plus souvent à Bâle. Récemment, les banques centrales du Danemark, d'Irlande, de Norvège et du Royaume-Uni ont commencé à participer à ces réunions, au sein de la C.E.E. Il convient enfin de signaler les réunions de divers groupes d'experts de banques centrales consacrées à des échanges de vues sur diverses questions techniques et juridiques intéressant les instituts d'émission.

La Banque a continué d'assumer, au cours de l'année, les fonctions qui lui ont été confiées en août 1964 par les ministres des pays du Groupe des Dix, et qui consistent à recueillir et à communiquer à tous les membres du Groupe, ainsi qu'au Groupe de Travail No 3 de l'O.C.D.E., des données statistiques relatives au financement des excédents ou des déficits des comptes extérieurs des pays du Groupe des Dix. Elle assure également la collecte et la diffusion de données statistiques sur le marché des euro-monnaies. De plus, la Banque a été de nouveau associée à d'autres travaux poursuivis par le Groupe des Dix et par l'O.C.D.E.

### 2. Opérations du Département bancaire.

Le bilan de la Banque et le compte de profits et pertes au 31 mars 1972, contrôlés par les commissaires-vérificateurs, figurent à la fin du présent Rapport; tous deux sont exprimés en francs or\*.

\* Dans le texte ci-après, l'expression « francs » (en abrégé F) signifiera francs or, sauf indications contraires. 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 différente de celle des années précédentes; elles se fonde, selon la monnaie, sur la parité-or ou sur le « taux central » par rapport au dollar E.U., celui-ci étant calculé sur la base de \$E.U. 38,- à l'once d'or fin.

La présentation du bilan a subi une importante modification; en effet, le passif est cette fois-ci scindé en deux colonnes, à savoir avant répartition du bénéfice net et après répartition, selon les recommandations qui seront faites par le Conseil d'administration à l'Assemblée générale ordinaire du 12 juin 1972. Cette nouvelle présentation a pour but de faciliter la compréhension du bilan par incorporation des éléments qui sont repris dans les annexes figurant à la fin du Rapport.

\* \* \*

Le total du bilan au 31 mars 1972 s'établit au chiffre maximum, pour une fin d'exercice, de	F 29.362.151.157
contre, au 31 mars 1971,	F 23.856.469.498
L'augmentation de	F 5.505.681.659

soit l'équivalent de 23%, est donc très importante.

Il convient toutefois de signaler qu'une partie appréciable de cet accroissement est le résultat d'un dépôt de courte durée passant la fin de l'exercice. En sens inverse, les ajustements monétaires intervenus au cours de l'exercice, particulièrement à la suite de l'accord de Washington en décembre 1971, se sont traduits par une réduction nette parallèle tant des passifs que des actifs, de l'ordre de 1.150 millions de francs.

Au cours de l'exercice, le total de la situation mensuelle a progressé assez régulièrement jusqu'à fin novembre 1971, pour atteindre un chiffre record de 30.655 millions de francs; il est revenu dès fin décembre 1971 à un niveau voisin de celui de la fin d'exercice.

**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	
1963 . . . . .	4.950	+ 218	+ 5
1964 . . . . .	5.778	+ 828	+ 17
1965 . . . . .	7.850	+ 2.072	+ 36
1966 . . . . .	7.892	+ 32	—
1967 . . . . .	8.232	+ 350	+ 4
1968 . . . . .	12.041	+ 3.809	+ 46
1969 . . . . .	14.843	+ 2.602	+ 22
1970 . . . . .	20.699	+ 6.056	+ 41
1971 . . . . .	23.856	+ 3.157	+ 15
1972 . . . . .	29.362	+ 5.506	+ 23

Ne sont pas inclus dans le bilan:

- l'or sous dossier, les effets et autres titres détenus en garde pour le compte de banques centrales ou d'autres déposants;
- les actifs (or sous dossier, avoirs en banque, effets et autres titres) détenus par la Banque en sa qualité d'Agent de l'Organisation de Coopération et

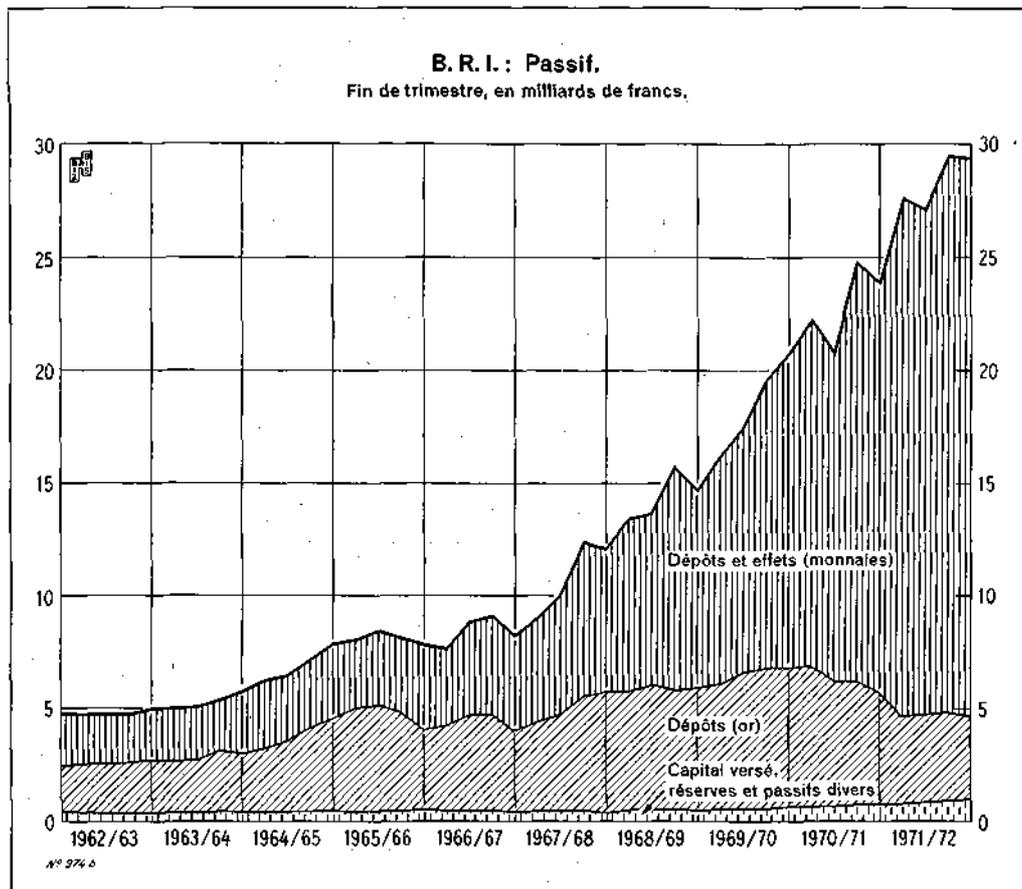
de Développement Economiques (Accord Monétaire Européen), de Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier, ainsi que de Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux.

Comme au 31 mars 1971, les montants dont il s'agit sont indiqués au bas de la colonne de l'actif 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		Différences
	1971	1972	
	en millions de francs		
Or sous dossier . . . . .	958	969	+ 11
Avoirs en banque . . . . .	15	19	+ 4
Effets et autres titres sous dossier . . . . .	499	400	- 99
<b>Total hors bilan . . . . .</b>	<b>1.472</b>	<b>1.388</b>	<b>- 84</b>

**PASSIF (COMPOSITION DES RESSOURCES).**



A. Capital, réserves, provisions et passifs divers.

a) Capital libéré

F 300.703.125

contre 290,5 millions de francs au 31 mars 1971, soit une progression de 10,2 millions.

En effet, conformément aux dispositions de l'article 6 des Statuts, la Banque a procédé, à la fin de juin 1971, à une nouvelle émission d'actions de la troisième tranche du capital, tranche dont la souscription est réservée aux banques centrales. A la suite de cette émission, la South African Reserve Bank est devenue membre de la B.R.I. En outre, conformément aux dispositions de l'article 9 des Statuts, les banques centrales fondatrices ayant exercé le droit qui leur était conféré par l'article 8, alinéa 2, de souscrire une proportion déterminée de toute nouvelle émission, ont mis certaines des actions ainsi souscrites à la disposition de la Banque pour annulation. Dès lors, le Conseil d'administration a pu réémettre un nombre équivalent d'actions au profit d'autres banques centrales actionnaires.

A l'occasion de cette nouvelle émission d'actions, 16.400 actions au total ont été souscrites. Le Conseil d'administration a fixé le prix de souscription à 1.125 francs par action. Les actions étant libérées à raison de 25%, soit 625 francs par action, le prix de souscription comprenait ainsi une prime d'émission de 500 francs par action, soit 80% du montant libéré. Le total des primes encaissées à l'occasion de cette émission d'actions de la troisième tranche s'est donc élevé à 8,2 millions de francs. Cette somme a été affectée à raison de 1.025.000 francs au «Fonds de réserve légale» et de 7.175.000 francs au «Fonds de réserve générale».

Ces opérations ont eu pour résultat de porter le nombre d'actions émises, libérées de 25%, de 464.725 à 481.125. De ce fait, le «Capital émis» de la Banque est passé de 1.161,8 millions de francs à 1.202,8 millions; quant au capital restant à libérer, il s'est trouvé porté de 871,4 millions de francs à 902,1 millions.

b) Réserves.

1) *Fonds de réserve légale*

F 30.070.313

contre 29 millions de francs au 31 mars 1971; l'augmentation de 1,1 million provient de l'affectation précitée

à ce fonds d'une partie des primes encaissées, ceci de manière à le maintenir à 10% du «Capital libéré».

2) *Fonds de réserve générale*

- avant répartition du bénéfice net de 1971-72 F 144.133.210  
contre 100 millions de francs au 31 mars 1971; l'accroissement de 44,1 millions est dû pour 7,1 millions à l'affectation déjà mentionnée de la plus grosse partie des primes encaissées, ainsi que pour 37 millions à un transfert sur le bénéfice net de 1970-71;
- après répartition du bénéfice net de 1971-72 F 205.133.210  
le transfert par prélèvement sur ce bénéfice étant prévu pour 61 millions de francs.

3) *Fonds spécial de réserve de dividendes*

- avant répartition du bénéfice net de 1971-72 F 36.807.964  
contre 22 millions de francs au 31 mars 1971, l'attribution par prélèvement sur le bénéfice net de 1970-71 ayant été de 14,8 millions;
- après répartition du bénéfice net de 1971-72 F 61.207.964  
un transfert de 24,4 millions de francs à imputer sur ce bénéfice ayant été recommandé.

4) *Fonds de réserve libre*

- avant répartition du bénéfice net de 1971-72 F 120.200.000  
contre 98 millions de francs au 31 mars 1971, l'attribution par prélèvement sur le bénéfice net de 1970-71 ayant été de 22,2 millions;
- après répartition du bénéfice net de 1971-72 F 156.800.000  
l'affectation proposée par imputation sur ce bénéfice étant de 36,6 millions de francs.

Les réserves totales de la Banque s'établissent ainsi:

- avant répartition du bénéfice net de 1971-72, à F 331.211.487  
contre 249 millions de francs au 31 mars 1971, soit une majoration de 82,2 millions;
- après répartition du bénéfice de 1971-72, à F 453.211.487  
soit un accroissement supplémentaire de 122 millions de francs.

c) Le poste «Divers» se monte à F 98.419.824

contre 50,7 millions de francs, soit une majoration de 47,7 millions.

d) Provision pour immeubles F 82.065.109

contre 80,7 millions de francs; cette légère progression résulte d'une différence de change. Il est à remarquer que le Conseil d'administration a jugé qu'il n'y avait pas lieu, cette année-ci, d'alimenter la provision en question.

e) Compte de profits et pertes F 148.832.656

chiffre qui correspond au bénéfice net de l'exercice 1971-72; celui-ci est en hausse de 49,4 millions de francs par rapport à celui de l'exercice précédent, qui s'établissait à 99,4 millions; la section 6 ci-après donne, pour le bénéfice 1971-72, les détails de la répartition proposée; cette répartition, dont il a déjà été fait diverses mentions à propos de l'évolution des réserves, recommande en particulier d'affecter, le 1er juillet 1972, une somme de 26.832.656 francs au paiement du dividende.

**B. R. I.: Evolution de la composition des ressources  
au cours des dix derniers exercices.**

Exercice clos le 31 mars	Capital versé et réserves	Fonds empruntés	Passifs divers	Total du bilan
	en millions de francs			
1963 . . . . .	150	4.561	239	4.950
1964 . . . . .	150	5.370	258	5.778
1965 . . . . .	151	7.417	282	7.850
1966 . . . . .	151	7.449	282	7.882
1967 . . . . .	151	7.764	317	8.232
1968 . . . . .	170	11.548	323	12.041
1969 . . . . .	200	14.133	310	14.643
1970 . . . . .	463	20.060	176	20.699
1971 . . . . .	539	23.086	231	23.856
1972* . . . . .	754	28.401	207	29.362

\*après répartition.

**B. Fonds empruntés.**

Les tableaux ci-après indiquent l'origine, la durée et la nature des ressources empruntées par la Banque.

**B. R. I.: Fonds empruntés d'après leur origine.**

Origine	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1971	1972	
en millions de francs			
Dépôts des banques centrales . . . . .	22.104	27.125	+ 5.021
Dépôts des autres déposants . . . . .	515	792	+ 277
Effets . . . . .	467	484	+ 17
<b>Total . . . . .</b>	<b>23.086</b>	<b>28.401</b>	<b>+ 5.315</b>

Toutes les catégories de fonds empruntés se sont accrues; la forte progression des «Dépôts des banques centrales» (+23%, soit le même pourcentage que pour le précédent exercice) est à l'origine de la plus grosse partie de l'augmentation du total du bilan et résulte principalement d'un dépôt de courte durée, qui a chevauché la fin de l'exercice; l'expansion des «Dépôts des autres déposants» est très marquée en valeur relative (+54%); le très léger accroissement des «Effets», tous exprimés en francs suisses, provient uniquement de la réévaluation dont cette monnaie a été l'objet en cours d'exercice.

Il est remarquable que la part de chacune des trois rubriques en question par rapport au total des fonds empruntés n'a pas sensiblement varié d'une fin d'exercice à l'autre, la première continuant à en constituer la quasi-totalité.

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

Durée	Dépôts en or			Dépôts en monnaies			Effets		
	Exercice clos le 31 mars		Différences	Exercice clos le 31 mars		Différences	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1971	1972		1971	1972		1971	1972	
en millions de francs									
A vue . . . . .	2.846	3.219	+ 373	96	69	- 27	-	-	-
A 3 mois au maximum . . . . .	1.691	112	- 1.579	16.748	21.767	+ 5.019	-	-	-
A plus de 3 mois . . . . .	402	369	- 33	836	2.381	+ 1.545	467	484	+ 17
<b>Total . . . . .</b>	<b>4.939</b>	<b>3.700</b>	<b>- 1.239</b>	<b>17.680</b>	<b>24.217</b>	<b>+ 6.537</b>	<b>467</b>	<b>484</b>	<b>+ 17</b>

a) Dépôts en or

F 3.700.032.951

contre 4.939 millions de francs; la baisse ainsi enregistrée est de 1.239 millions ou 25%; elle est due à la diminution des dépôts à terme, surtout de ceux à trois mois au maximum qui tombent à un très faible niveau; cette diminution a pour origine:

- de gros retraits opérés par une banque centrale, qui en a affecté les montants au dénouement d'opérations qu'elle avait traitées avec la Banque;
- des conversions de dépôts à terme en dépôts à vue, la Banque voyant graduellement se restreindre ses possibilités d'utiliser de l'or de manière rémunératrice; ces transferts expliquent la progression des dépôts à vue, qui cependant ont également subi quelques retraits.

b) Dépôts en monnaies

F 24.217.208.314

contre 17.680 millions de francs, soit en plus 6.537 millions équivalant à une progression de 37%. A nouveau, la cause principale de cette majoration est le dépôt de fin d'exercice dont il a déjà été fait mention plus haut, et qui explique l'accroissement des fonds à trois mois au maximum; les autres nouvelles ressources se traduisent surtout par une augmentation des fonds à plus de trois mois, qui triplent pratiquement.

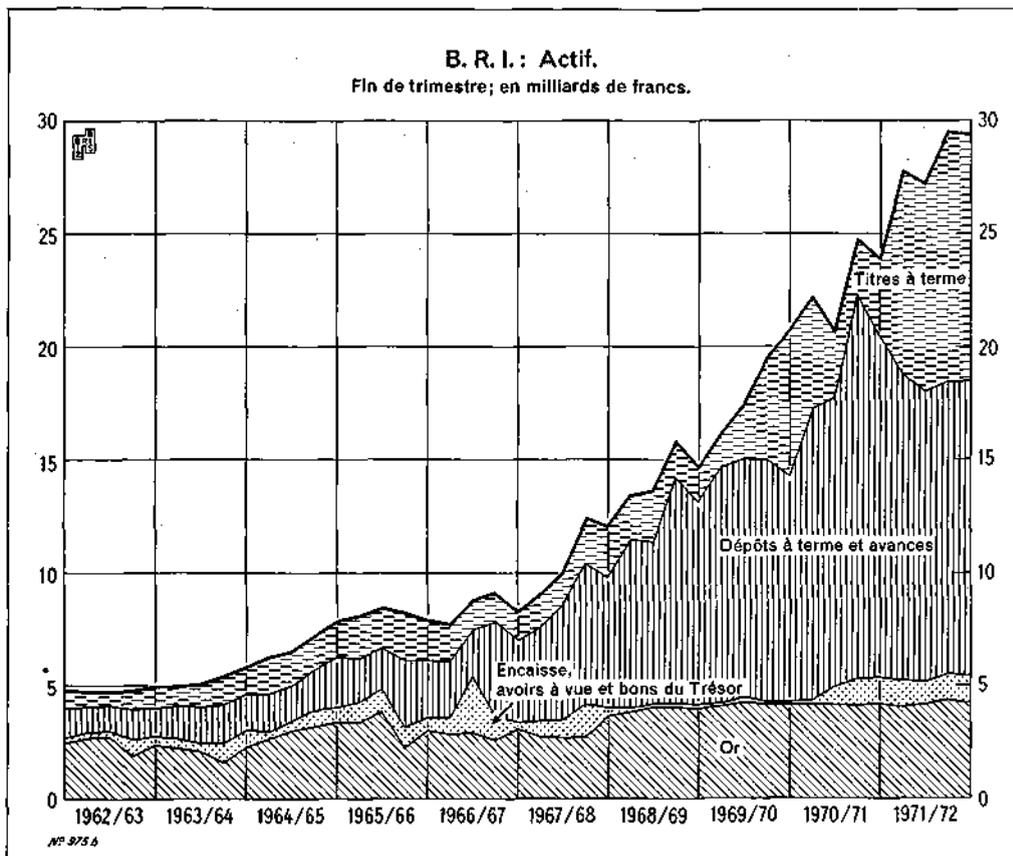
c) Effets

F 483.677.691

contre 467 millions de francs; la raison de cette progression de 17 millions a été donnée plus haut.

Au début de l'exercice, les «Dépôts en or» représentaient 21% du total des ressources empruntées, les «Dépôts en monnaies» 77% et les «Effets» 2%; au 31 mars 1972, les pourcentages respectifs étaient de 13, 85 et 2%. Ainsi la part des ressources en or continue-t-elle à s'amenuiser au profit de celle des moyens d'action en monnaies.

ACTIF (UTILISATION DES RESSOURCES).



Le tableau suivant montre la répartition d'après leur *nature* des principaux postes de l'actif:

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

Nature	Exercice clos le 31 mars		en millions de francs		Différences	
	1971	1972	1971	1972		
<b>Avoirs à vue</b>						
Or . . . . .	4.202		4.253		+ 51	
Monnaies . . . . .	53	4.255	75	4.328	+ 22	+ 73
<b>Bons du Trésor</b>						
Monnaies . . . . .	1.058	1.058	1.117	1.117	+ 59	+ 59
<b>Dépôts à terme et avances</b>						
Or . . . . .	90		252		+ 162	
Monnaies . . . . .	14.969	15.059	12.780	13.032	- 2.189	- 2.027
<b>Titres à terme</b>						
Or . . . . .	424		279		- 145	
Monnaies . . . . .	3.059	3.483	10.605	10.884	+ 7.546	+ 7.401
<b>Total</b>						
Or . . . . .	4.716		4.784		+ 68	
Monnaies . . . . .	19.139	23.855	24.577	29.361	+ 5.438	+ 5.506

La répartition de ces actifs appelle les commentaires suivants:

a) Or F 4.252.402.814

Il s'agit uniquement d'or en barres; la progression de ce poste est très modérée - 51 millions de francs - et est légèrement supérieure à celle des avoirs nets en or de la Banque; ceux-ci, passant de 654 millions à 691 millions, se sont en effet accrus de 37 millions, majoration dont la moitié est le résultat de la nouvelle émission d'actions.

b) Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue F 75.445.317  
en augmentation de 22 millions de francs.

c) Bons du Trésor F 1.117.052.805  
chiffre qui représente le maximum atteint pendant l'exercice et qui est supérieur de 59 millions de francs à celui du 31 mars 1971.

Le total des actifs à vue ou mobilisables sur demande, qui comprend les trois postes ci-dessus, s'établissait au 31 mars 1971 à 5.313 millions de francs, soit à 22,3% du total du bilan; au 31 mars 1972, les chiffres

correspondants étaient de 5.445 millions et de 18,5%. Pendant la même période, les dépôts à vue figurant au passif se sont trouvés portés de 2.942 millions de francs à 3.288 millions, mais leur pourcentage dans les ressources est tombé de 12,3 à 11,2%. Au total, le rapport entre les actifs et passifs de ce type s'est ainsi quelque peu réduit.

d) Dépôts à terme et avances F 13.031.993.155

contre 15.059 millions de francs au 31 mars 1971, soit une régression de 2.027 millions. Alors que la fraction exprimée en or s'accroissait de 162 millions en passant de 90 millions à 252 millions, la rubrique des monnaies se contractait assez fortement en revenant de 14.969 millions à 12.780 millions; la réduction ainsi enregistrée, soit 2.189 millions ou 15%, résulte de gros retraits nets opérés sur l'euro-marché; en effet, d'importants montants de dollars E.U. ont été désinvestis de ce marché et n'ont été que très partiellement compensés par des placements faits en d'autres monnaies.

e) Titres à terme F 10.884.313.375

contre 3.483 millions de francs au 31 mars 1971, soit une augmentation considérable de 7.401 millions. Tandis que le poste concernant l'or s'est réduit de 145 millions en tombant de 424 millions à 279 millions, la rubrique en monnaies – passant de 3.059 millions à 10.605 millions – s'est accrue de 7.546 millions et a ainsi largement triplé. Cette augmentation est essentiellement le résultat des opérations suivantes, qui ont eu pour effet un fort gonflement des avoirs de la Banque sur le marché des Etats-Unis:

- d'une part, un gros investissement qui correspond, du côté de l'actif, au dépôt reçu pour une courte durée et déjà cité; cet investissement explique l'accroissement des fonds placés à trois mois au maximum (voir tableau ci-après);
- d'autre part, des placements importants qui ont été effectués principalement sous forme de certificats de dépôt; ces placements ont été réalisés au moyen des fonds retirés de l'euro-marché (voir poste précédent), ainsi que de dépôts reçus en dollars E.U. de banques centrales aux fins d'investissement par la Banque sur le marché des Etats-Unis.

Le tableau ci-après donne la répartition, d'après leur *durée*, des dépôts à terme et avances, ainsi que des titres à terme:

**B. R. I.: Dépôts à terme et avances, titres à terme, d'après leur durée.**

Durée	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1971	1972	
	en millions de francs		
A 3 mois au maximum . . . . .	14.107	18.141	+ 4.034
A plus de 3 mois . . . . .	4.435	5.775	+ 1.340
Total . . . . .	18.542	23.916	+ 5.374

**Opérations à terme sur or.**

Ce poste figure au bilan sous la rubrique « Compte d'ordre a ». Les opérations qu'il incorpore se traduisent par un solde net *négatif* (or à livrer) de F 393.075.329 contre un solde net *positif* de 877 millions de francs, soit une fluctuation de 1.270 millions du début à la fin de l'exercice. Ce mouvement est dû à des échéances de swaps or (cédé au comptant et racheté à terme) contre monnaies, ainsi qu'à la conclusion de swaps or (acheté au comptant et revendu à terme) contre monnaies.

\* \* \*

L'année financière 1971-72 s'est caractérisée par une très forte activité; on en retrouve les effets dans la forte progression du total du bilan et surtout dans une expansion considérable du volume des opérations.

Ce volume a de fait atteint le chiffre record de 433 milliards, contre 250 milliards pour 1970-71 et 213 milliards pour 1969-70.

**3. La Banque comme Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux.**

Conformément aux accords en vigueur, la Banque a continué d'assumer, au cours de l'exercice sous revue, les fonctions de Trustee pour les nouvelles obligations de l'Emprunt extérieur allemand 1924 (Emprunt Dawes) et de l'Emprunt international 1930 du gouvernement allemand (Emprunt Young), émises par le gouvernement de la République fédérale d'Allemagne en exécution de l'Accord de Londres du 27 février 1953 sur les dettes extérieures allemandes. En ce qui concerne l'Emprunt Dawes, il ne reste actuellement en circulation que les obligations de consolidation, qui viendront à échéance le 15 octobre 1972. Quant à l'Emprunt Young, les obligations de consolidation arriveront à échéance le 1er décembre 1972, alors que l'échéance finale des obligations de conversion est fixée au 1er juin 1980.

L'exercice 1971-72 a été clos pour l'Emprunt Dawes le 15 avril 1972 et pour l'Emprunt Young le 1er juin 1972. Les intérêts au titre de l'exercice 1971-72 se montent à l'équivalent d'environ 900.000 francs pour l'Emprunt Dawes, et à l'équivalent d'environ 32,4 millions de francs pour l'Emprunt Young; ils ont été dûment versés à la Banque qui les a répartis entre les Agents-payeurs. L'amortissement au titre de l'exercice 1971-1972 a été assuré uniquement par rachats en bourse pour l'Emprunt Dawes, alors que l'on a également eu recours au tirage au sort pour l'Emprunt Young.

La question de savoir si la garantie de change dont l'Emprunt Young est assorti, conformément aux dispositions de l'Accord de Londres, est applicable au cas des

réévaluations du deutsche mark, n'a pas encore été réglée. Le litige a été porté en mai 1971 devant la Cour d'arbitrage prévue par ledit Accord; la procédure arbitrale suit son cours. Quant à la question soulevée par la libération temporaire du cours du deutsche mark, elle a été soumise aux gouvernements des pays dans lesquels les tranches ont été émises.

La situation actuelle des Emprunts Dawes et Young est résumée dans les tableaux ci-après.

**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 1970-71	1971-72	
américaine . . .	\$	8.211.000	3.191.000	281.000	4.739.000
belge . . . . .	£	157.800	64.800	5.600	87.400
britannique . . .	£	2.232.700	909.700	79.600	1.243.400
française . . . .	£	489.100	204.800	19.400	274.900
néerlandaise . .	£	291.700	110.000	10.800	170.900
suisse . . . . .	£	115.000	46.200	4.200	64.600
suisse . . . . .	FS	418.000	150.000	14.000	254.000

\* Les obligations de conversion encore en circulation ont été remboursées à leur échéance finale, le 15 octobre 1969.

**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 1970-71	1971-72	
<b>Obligations de conversion</b>					
allemande . . . .	DM	14.505.000	2.499.000	258.000	11.748.000
américaine . . .	\$	55.524.000	9.895.000	1.133.000	44.496.000
belge . . . . .	FB	202.852.000	35.538.000	3.920.000	163.494.000
britannique . . .	£	20.664.500	3.592.800	404.000	16.667.700
française . . . .	FF	501.716.000	87.768.000	9.761.000	404.187.000
néerlandaise . .	FL	52.577.000	9.007.000	981.000	42.589.000
suédoise . . . .	KRS	92.780.000	16.183.000	1.785.000	74.811.000
suisse . . . . .	FS	58.387.000	10.164.000	1.059.000	47.164.000
<b>Obligations de consolidation</b>					
allemande . . . .	DM	416.000	68.000	6.000	342.000
américaine . . .	\$	9.015.000	1.512.000	146.000	7.357.000
belge . . . . .	FB	45.683.000	7.765.000	749.000	37.169.000
britannique . . .	£	4.930.600	828.500	79.800	4.022.300
française . . . .	FF	110.503.000	18.450.000	1.787.000	90.266.000
néerlandaise . .	FL	8.500.000	1.428.000	137.000	6.935.000
suédoise . . . .	KRS	6.014.000	1.014.000	98.000	4.902.000
suisse . . . . .	FS	1.405.000	235.000	22.000	1.148.000

\* Valeur nominale au 1er mai 1972, 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, ni d'autres mesures monétaires analogues.

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 1970	1971	
américaine . . . .	\$	1.667.000	903.000	99.000	665.000
anglo-néerlandaise	£	856.600	454.800	43.300	358.500
suisse . . . . .	FS	7.102.000	3.217.000	363.000	3.522.000

**4. La Banque comme Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier.**

Le tableau ci-après indique les soldes des emprunts garantis, émis entre 1954 et 1961 par la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier, pour lesquels la Banque exerce les fonctions de Tiers convenu conformément aux dispositions du Contrat de nantissement conclu le 28 novembre 1954 avec la Communauté.

Au cours de l'exercice 1971-72, les sommes reçues par la Banque pour le service des emprunts garantis et réparties entre les Agents-payeurs se sont élevées à l'équivalent d'environ 17 millions de francs au titre des intérêts et d'environ 39 millions de francs au titre de l'amortissement. A la fin de l'exercice, le montant total qui reste dû s'est trouvé ramené à l'équivalent d'environ 312 millions de francs.

**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».

**Emprunts garantis de la Communauté Européenne du  
Charbon et de l'Acier.**

Séries de titres garantis	Date de l'émission	Pays d'émission	Bailleurs de fonds	Montant initial des emprunts	Montant non remboursé au 1 <sup>er</sup> avril 1972	Taux d'intérêt %	Année de la dernière échéance ou du remboursement
1 <sup>re</sup>	1954	Etats-Unis	Gouvernement des Etats-Unis	\$ 100.000.000	46.300.000	3%	1979
2 <sup>e</sup>	1955	Belgique	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Bruxelles	FB 200.000.000	110.600.000	3%	1982
3 <sup>e</sup>	1955	Allemagne	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf et Münster <sup>1</sup>	DM 50.000.000	22.407.200	3%	1981
4 <sup>e</sup>	1955	Luxembourg	Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg	FB 20.000.000 FLUX 5.000.000	11.060.000 —	3 1/2 % 3 1/2 %	1982 1961
5 <sup>e</sup>	1956	Sarre	Landesbank und Girozentrale Saar, Sarrebruck	DM 2.977.450 <sup>2</sup>	1.143.341	4 1/2 %	1977
6 <sup>e</sup>	1956	Suisse	Emission publique	FS 50.000.000	12.500.000	4 1/2 %	1974
7 <sup>e</sup>	1957	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	6.000.000	5 1/2 %	1975
8 <sup>e</sup>			Emission publique	\$ 7.000.000	—	5	1962
9 <sup>e</sup>			Prêts bancaires	\$ 3.000.000	—	5	1962
10 <sup>e</sup>	1957	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	65.643.032	5 1/2 %	1982
11 <sup>e</sup>	1958	Etats-Unis	Emission publique	\$ 35.000.000	16.600.000	5	1978
12 <sup>e</sup>			Emission publique	\$ 15.000.000	—	4 1/2 %	1963
13 <sup>e</sup>	1960	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	15.100.000	5 1/2 %	1980
14 <sup>e</sup>			Emission publique	\$ 3.300.000	—	4 1/4 %	1963
			Emission publique	\$ 3.300.000	—	4 1/4 %	1964
			Emission publique	\$ 3.400.000	—	5	1965
15 <sup>e</sup>	1961	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	77.667.019	5 1/2 %	1986
16 <sup>e</sup>	1961	Pays-Bas	Emission publique	FL 50.000.000	33.250.000	4 1/2 %	1981

<sup>1</sup> Les bailleurs de fonds d'origine, à savoir la Rheinische Girozentrale und Provinzialbank et la Landesbank für Westfalen Girozentrale, ont fusionné à dater du 1<sup>er</sup> janvier 1969 pour former la Westdeutsche Landesbank Girozentrale.  
<sup>2</sup> Cet emprunt, qui a été contracté en francs français a été converti en deutsche marks en 1959. Le montant initial était de 350.000.000 d'anciens francs français.

**6. Bénéfice net et répartition.**

Les comptes du quarante-deuxième exercice clos le 31 mars 1972 ont fait apparaître un excédent de 156.364.072 francs. L'excédent de l'exercice 1970-71 était de 133.049.026 francs. Cette très forte augmentation s'explique principalement, cette

année encore, par l'accroissement considérable des ressources de la Banque en monnaies et par le développement notable du volume de ses opérations.

En considération du montant élevé des profits, le Conseil d'administration a décidé de transférer 7.531.416 francs à la «Provision pour frais d'administration exceptionnels»; en revanche, aucun versement n'est fait cette année à la «Provision pour immeubles». A la suite de ces décisions, le bénéfice net atteint 148.832.656 francs, contre 99.448.906 francs pour l'exercice précédent. Sa répartition est réglée par l'article 51 des Statuts.

Conformément à cette disposition, le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale de répartir le bénéfice net de 148.832.656 francs de la manière suivante:

- 1) une somme de 17.888.437 francs est affectée au paiement du dividende prioritaire de 6% par an, ce dividende étant fixé à 37,50 francs par action en ce qui concerne 464.725 actions et à 28,125 francs par action en ce qui concerne 16.400 actions émises fin juin 1971;
- 2) une somme de 8.944.219 francs est prélevée sur le solde du bénéfice net, dans le cadre de la limite statutaire de 20%, et affectée au paiement du dividende supplémentaire maximum de 3% par an, ce dividende étant fixé à 18,75 francs par action en ce qui concerne 464.725 actions et à 14,0625 francs par action en ce qui concerne 16.400 actions émises fin juin 1971;
- 3) une somme de 61.000.000 de francs est transférée au «Fonds de réserve générale»;
- 4) une somme de 24.400.000 francs, soit le maximum autorisé par les Statuts, est transférée au «Fonds spécial de réserve de dividendes»; à la suite de ce versement, ce fonds atteindrait un montant de 61.207.964 francs, correspondant au dividende prioritaire pour trois exercices; enfin,
- 5) le reliquat du bénéfice net disponible, soit 36.600.000 francs, est transféré au «Fonds de réserve libre». Le Conseil d'administration a le droit d'utiliser ce fonds pour tout objet conforme aux dispositions des Statuts.

Si ces propositions sont acceptées, le dividende global s'élèvera à 56,25 francs par action en ce qui concerne les 464.725 actions qui ont droit au dividende pour l'exercice entier, et à 42,1875 francs par action en ce qui concerne les actions émises fin juin 1971. Il sera payé le 1er juillet 1972 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 20 juin 1972 et atteindra FS 76,60 par action, contre FS 75,05 par action l'an dernier, dans le cas où la répartition se rapporte à un exercice complet, et FS 57,45 par action, dans le cas où la répartition se rapporte à une période de neuf mois. Pour le calcul du dividende de cette année, la conversion en francs suisses n'a pas été faite sur la base de la parité officielle de cette monnaie, comme ce fut le cas dans le passé, mais sur la base de la nouvelle parité-or du dollar des Etats-Unis et du taux central du franc suisse par rapport au dollar des Etats-Unis, déclaré en décembre 1971.

On trouvera, à la fin du présent Rapport, le bilan, le compte de profits et pertes et un état indiquant l'évolution, au cours de l'exercice, du capital versé, des fonds de réserve et des provisions. Les comptes de la Banque ont été dûment vérifiés par MM. Price Waterhouse & Co., Zurich, qui ont confirmé que le bilan et le compte de profits et pertes donnent une présentation sincère et régulière de l'état des affaires de la Banque au 31 mars 1972 et de ses bénéfices pour l'exercice clos à cette date. Le rapport de MM. Price Waterhouse & Co. est apposé au bas du bilan.

#### **7. Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction.**

M. Henri Deroy, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 31 mars 1972, a été nommé de nouveau à ce poste, conformément à l'article 27 (2) des Statuts, par M. Olivier Wormser, Gouverneur de la Banque de France, en mars 1972.

M. Per Åsbrink, qui avait été élu au Conseil, conformément à l'article 27 (3) des Statuts, et dont le mandat venait à expiration le 31 mars 1972, a été réélu à la séance du Conseil du 13 mars 1972.

M. M. J. Babington Smith, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 6 mai 1972, a été nommé de nouveau à ce poste, conformément à l'article 27 (2) des Statuts, par le Rt. Hon. Sir Leslie O'Brien, Gouverneur de la Banque d'Angleterre, à la séance du Conseil du 10 avril 1972.

A la même séance, Sir Leslie O'Brien a nommé M. Michael J. Balfour pour être son suppléant en l'absence de M. C. Jeremy Morse. M. Balfour succède à M. Rupert G. Raw, qui a pris sa retraite à la Banque d'Angleterre à la même époque. Le Président a exprimé à M. Raw la gratitude de la Banque pour les précieux services qu'il lui a rendus pendant près de neuf ans.

A sa séance du 14 juin 1971, le Conseil a nommé M. Maurice Toussaint Directeur à la Banque. Cette nomination a pris effet à partir du 1er juillet 1971.

## CONCLUSION.

Il y a un an, l'expansion économique des pays industriels se ralentissait dans la plupart d'entre eux, tandis que dans certains apparaissait la stagnation, voire une vraie récession. Cette situation avait été provoquée par les mesures restrictives auxquelles les autorités avaient eu recours précédemment pour tenter — sans grand succès d'ailleurs — de juguler l'inflation des prix et de maîtriser les hausses excessives de salaires.

Dans l'ensemble, l'année dernière a été caractérisée par un affaiblissement encore plus marqué de la production. Si certains pays ont poursuivi une politique monétaire restrictive pour lutter contre une inflation persistante, la politique générale a été de plus en plus orientée vers la relance de l'activité — non sans une certaine déception à l'égard du problème non résolu de l'inflation. Le premier pays à enregistrer un changement de cap a été le Canada, où la production s'est développée à bonne allure à partir du début de 1971. En revanche, les mesures expansionnistes prises l'an dernier par le Royaume-Uni n'ont eu que peu d'effet. Aussi de puissants stimulants ont-ils été administrés à l'économie dans le cadre du budget de mars 1972, et il n'est pas douteux que la reprise s'affirmera sans tarder.

Aux Etats-Unis, la politique a commencé dès le début de 1970 à évoluer de la restriction à l'expansion, malgré la persistance de l'inflation par les coûts, mais la récession s'est prolongée. L'an dernier, les incitations budgétaires et l'aisance monétaire ont été fortement accentuées, là encore sans grands résultats, jusqu'à ce que le Président Nixon présente, le 15 août 1971, son nouveau programme de lutte contre l'inflation. En novembre toutefois, il était apparent que le point bas de cette récession coriace avait été atteint, et la reprise de l'expansion s'est confirmée dans les mois suivants.

La France et l'Italie ont constitué des exceptions, chacune d'un genre différent. En France, le rythme d'expansion de la production, bien qu'en légère baisse au cours des deux années passées, s'est maintenu au-dessus de 5%. En Italie, il a fortement fléchi au cours de l'an dernier, mais ce recul s'explique essentiellement par une agitation sociale considérable et non par l'attitude restrictive des autorités. En Allemagne, un certain regain d'activité s'est produit spontanément dès le début de 1972, et l'amélioration des perspectives a conduit à différer une partie des mesures d'encouragement proposées. Des signes de reprise se sont également manifestés dans plusieurs pays plus petits.

La période de ralentissement de la croissance et même de récession a été également marquée par une évolution fort inquiétante sur le front de l'inflation. Malgré une nette détente sur le marché du travail, la hausse des prix et les augmentations de salaires, d'une ampleur exceptionnelle, obtenues lors du renouvellement des conventions collectives, se sont poursuivies sans rémission notable. On a même constaté au Royaume-Uni et aux Etats-Unis une franche accélération du rythme d'inflation en

pleine période de sous-utilisation caractérisée des ressources. Si l'inflation des salaires n'a guère cessé de poser des problèmes dans nombre de pays depuis la fin de la guerre, c'est la première fois que le taux élevé de progression des salaires et des prix a si peu répondu au ralentissement de l'activité économique.

Cet état de choses a généralement continué l'an dernier. Au printemps de 1972 les salaires étaient encore, dans la plupart des pays d'Europe, supérieurs d'environ 10% à leur niveau de la période correspondante de l'an dernier et les prix de détail marquaient une hausse de 5 à 8%. Au Japon et au Canada également, la pression des salaires ne s'est guère relâchée. En Allemagne fédérale cependant, les conditions de concurrence ayant été aggravées par une forte réévaluation, l'industrie a réussi à résister dans une certaine mesure aux revendications ouvrières: vers la fin de l'année dernière, les augmentations de salaires n'ont en effet pas dépassé 7 à 8% alors qu'elles atteignaient auparavant le double de ce chiffre. En Italie aussi, la progression des rémunérations s'est récemment ralentie. Il n'en reste pas moins que, dans cette situation caractérisée en général par des salaires en forte hausse face à une demande affaiblie, le problème de l'inflation par les coûts a pris une nouvelle importance.

Au Royaume-Uni, les autorités ont tenté de freiner la spirale des salaires et des prix en ramenant les augmentations de salaires dans le secteur public à environ 7-8% et en faisant face, victorieusement, à quelques grèves. Au début de cette année toutefois, un grave conflit dans les charbonnages n'a pu être terminé qu'en majorant les salaires de 16% ce qui, bien entendu, n'améliore pas les perspectives de maîtriser l'inflation.

C'est aux Etats-Unis que les autorités ont fait front le plus résolument à l'inflation des salaires et des prix, prenant clairement conscience de la réalité du problème et n'hésitant pas à renverser complètement leur politique précédente. Il n'est guère douteux que, pendant le premier semestre de l'an dernier, les efforts déployés par l'administration américaine pour stimuler la demande ont été annihilés par la poussée des salaires et des prix. C'est pourquoi le 15 août le Président Nixon a décrété le blocage temporaire des prix et des salaires et institué un mécanisme de surveillance appelé à entrer en opération à l'issue de la période de blocage. Le rythme de l'inflation s'est notablement réduit depuis lors, mais les autorités doivent lutter contre une forte opposition syndicale, de sorte qu'il est impossible de mesurer avec certitude les chances de succès de leurs efforts. Les autres possibilités d'action n'offrent pas de perspectives réjouissantes. Comme quelqu'un l'a dit avec profondeur: «Quand une nation laisse son économie sombrer dans l'inflation, les responsables de la politique n'ont plus d'option possible entre de bonnes solutions. C'est la dure rançon de l'inflation, et aussi son principal danger».

Bien que le problème du contrôle de l'inflation ait peut-être une signification sociale et politique plus profonde, ce sont les convulsions du système monétaire international qui ont tenu, l'an dernier, le devant de la scène. Le dénouement de 1971 se préparait depuis de nombreuses années. Il était évident que le déséquilibre persistant du système or-dollar, et du dollar lui-même, ne pouvait être toléré indéfiniment, et la nécessité s'imposait de procéder à un ajustement radical — en dépit de résistances obstinées.

Le premier pas vers l'aboutissement de ce processus en 1971 a résulté des fortes divergences apparues, sur le plan de la politique monétaire, entre les Etats-Unis et plusieurs pays d'Europe. Le contraste entre l'aisance monétaire régnant aux Etats-Unis et la politique de resserrement en Europe a donné naissance à un puissant courant de fonds à travers l'Atlantique, comparable à une masse d'eau cherchant son niveau d'équilibre. Ce mouvement, basé sur l'arbitrage des taux d'intérêt, s'est amorcé en 1970 pour se poursuivre pendant le premier trimestre de 1971. Il a été particulièrement fort dans le cas de l'Allemagne. Enfin, la spéculation sur l'éventualité d'une nouvelle réévaluation du deutsche mark s'est déclenchée fin mars, et s'est progressivement développée en avril. L'afflux de dollars dans les premiers jours de mai a été tel que les autorités allemandes ont dû cesser de soutenir le taux de change et laisser leur monnaie flotter librement. Les autorités néerlandaises ont emboîté le pas afin de ne pas se trouver submergées par les dollars et la Suisse, comme l'Autriche, ont profité de l'occasion pour réévaluer légèrement leur monnaie.

Du fait des leçons à en tirer pour l'avenir, il convient de souligner le rôle joué dans la crise de mai par la divergence de politiques monétaires nationales, chacune fortement orientée vers des objectifs d'ordre interne. Sans nul doute, le dollar était surévalué et le deutsche mark sous-évalué, mais la crise ne peut s'expliquer sans l'influence supplémentaire des mouvements massifs de fonds déclenchés précédemment par les arbitrages de taux d'intérêt. Il suffit pour s'en rendre compte de comparer le cas du yen qui, bien qu'étant beaucoup plus sous-évalué que le deutsche mark, n'a été soumis à une pression spéculative notable qu'à partir du 15 août.

De toute façon cependant, une crise du dollar n'aurait pas tardé à éclater. La balance commerciale des Etats-Unis s'était fortement détériorée en 1968 et en 1969, en grande partie à cause de l'inflation provoquée par la guerre au Viêt-nam. Après avoir enregistré une reprise modeste en 1970, année de récession, la situation du commerce extérieur a révélé, à la fin de mai 1971, que les comptes s'étaient effectivement soldés par un déficit en avril. Cette tendance défavorable s'étant confirmée au cours des mois suivants, la confiance dans le dollar a été de plus en plus ébranlée. La fuite devant la monnaie américaine a atteint de telles proportions pendant la première quinzaine d'août que, le 15 du mois, le Président Nixon a annoncé la suspension de la convertibilité du dollar. Les réserves des Etats-Unis étaient alors tombées à \$12 milliards, alors que les engagements officiels atteignaient environ \$40 milliards. Evoquant la suspension de la convertibilité du dollar, l'ancien Secrétaire d'Etat au Trésor, John B. Connally, a récemment déclaré: «Ce que nous avons fait, il y a bien longtemps que nous aurions dû le faire». Cette phrase lapidaire exprime une opinion largement répandue.

Pour donner un aperçu plus complet de la situation, et dans la perspective des arrangements monétaires futurs, il importe de distinguer les nombreux facteurs qui n'ont cessé de saper la position de réserve des Etats-Unis au cours des deux décennies précédentes. A la vérité, l'excès de la demande et l'inflation interne ont joué un rôle déterminant à partir de 1966. Ces facteurs n'expliquent pourtant pas la détérioration accentuée de la position de réserve des Etats-Unis survenue antérieurement. Pour compléter le tableau, il convient de tenir compte de trois autres considérations. En premier lieu, le développement des besoins de réserve des autres pays — condition

essentielle du maintien de taux de change fixes, compte tenu de l'expansion des échanges commerciaux et des règlements – devait inévitablement engendrer un déficit quasi-permanent chez le principal pays à monnaie de réserve, étant donné que les apports d'or monétaire ne suffisaient même pas – tant s'en faut – à couvrir la demande minimale pour l'augmentation des réserves globales. En second lieu, les règles de Bretton Woods ne faisaient pas obligation, aux quelques pays qui, pour une raison ou une autre, voyaient s'accroître leurs excédents – ce qui accentuait l'affaiblissement du dollar – d'ajuster la parité de leur monnaie. Enfin, les apports d'or monétaire au prix officiel en vigueur de \$35 l'once de fin ne permettaient même pas de satisfaire la demande officielle de métal des autres pays, de sorte que la différence était fournie par des conversions de dollars en or auprès du Trésor américain.

La première et la troisième de ces conditions ont placé les autorités devant l'alternative suivante: relever le prix de l'or à l'égard de l'ensemble des monnaies ou changer fondamentalement le système de Bretton Woods. La surévaluation relative du dollar et la sous-évaluation de plusieurs autres monnaies ont préparé le terrain pour un réajustement de la structure des taux de change.

A la suite de la suspension de la convertibilité en or du dollar les principaux pays, à l'exception de la France, ont pris la décision de laisser flotter leur monnaie sur le marché, la Banque du Japon ayant toutefois maintenu pendant deux semaines encore le taux fixe du yen.

Les moyens d'action mis en œuvre le 15 août, et notamment l'imposition d'une surtaxe de 10% à l'importation, constituent de prime abord une entorse à l'esprit de coopération internationale qui avait été entretenu avec un succès considérable pendant la période d'après-guerre. Au sein de la C.E.E., des efforts ont été entrepris en vue de l'établissement d'une nouvelle structure des taux de change au niveau intra-communautaire, afin de réaliser une libre fluctuation concertée des monnaies par rapport au dollar. Mis à part l'accord sur le flottement commun du franc belge et du florin néerlandais, ces efforts n'ont toutefois pas abouti. Bien que tous les autres grands pays se soient prononcés en faveur d'une nouvelle structure de taux de change fixes, les Etats-Unis se sont montrés réticents pendant un certain temps à se joindre au mouvement. Cette attitude s'est toutefois rapidement modifiée par suite des appréhensions de plus en plus vives suscitées dans les milieux d'affaires par le flottement des monnaies. Aux termes d'une période d'après discussions, un accord a été conclu le 18 décembre sur un réajustement des taux de change assorti d'un projet de dévaluation du dollar de 7,9% et d'une réévaluation de plusieurs autres monnaies.

L'accord de Washington a immédiatement eu plusieurs effets favorables dont le plus important est peut-être la réaffirmation, par les principaux pays, de leur intention d'aborder dans un esprit de coopération et de compromis les problèmes posés par la gestion des affaires monétaires et économiques à l'échelle internationale. En second lieu, cet arrangement a mis un terme aux désordres nés de l'épisode des taux flottants et, partant, aux effets nocifs qui auraient pu en résulter à plus longue échéance. Enfin, il a ouvert la voie à un important processus d'ajustement permettant d'améliorer la situation antérieure caractérisée par de sérieux déséquilibres en matière de commerce et de règlements.

Un certain nombre de questions importantes n'ont pas été réglées dans l'accord de Washington, leur solution devant être trouvée dans le cadre d'une « réforme du système monétaire ». Cependant, comme la portée et le contenu de cette réforme ne sont pas encore clairement définis, on ignore dans quelle mesure elle remettra en cause les règles du système de Bretton Woods, et ceci indépendamment du comportement des monnaies à l'intérieur de ces règles. Ainsi, certains sujets semblent devoir être évoqués au cours des négociations.

L'un d'entre eux est le rétablissement de la convertibilité du dollar en or, étant donné que l'innovation essentielle intervenue par rapport au système de Bretton Woods est le rattachement des différentes monnaies à un dollar inconvertible. La convertibilité du dollar est jugée souhaitable afin d'assujettir les Etats-Unis, en matière de balance des paiements, à la même discipline que leurs partenaires et aussi de procurer à tous les autres pays une certaine liberté dans la composition de leurs réserves. Pour les Etats-Unis cependant, le problème sera de renforcer suffisamment leurs réserves pour pouvoir faire face à un retour à la convertibilité et d'obtenir des sauvegardes assez solides pour prévenir l'apparition d'excédents trop importants dans les autres pays. A cet égard, les autorités américaines devraient faire preuve d'esprit constructif, étant donné qu'une inconvertibilité permanente du dollar risque de scinder le monde en plusieurs blocs monétaires repliés sur eux-mêmes.

L'ensemble du problème des réserves et les formes que ces dernières devront prendre constitueront également un important sujet de discussions. On affirme fréquemment que le rôle de l'or est appelé à diminuer et celui des D.T.S. à augmenter. Cela se conçoit aisément si l'on entend par là que le règlement des déficits et des excédents s'effectuera de plus en plus en D.T.S. et de moins en moins en or. A l'heure actuelle, toutefois, l'or n'a pas pour rôle essentiel, dans le système, de servir de moyen de règlement, mais plutôt d'étalon pour les parités des monnaies et de garantie de valeur pour les D.T.S. eux-mêmes et pour les positions créditrices et débitrices au F.M.I. Il semble peu probable que le rôle de l'or soit, à cet égard, modifié dans un proche avenir.

En matière de réserves, le problème du dollar se pose aussi. Selon certains, la détention de dollars dans les réserves a cessé d'être utile, et il conviendrait de s'entendre pour y mettre un terme. Comme toutefois le dollar est appelé à demeurer la principale monnaie d'intervention et qu'un grand nombre de pays sont très heureux d'en conserver en grande quantité, il n'est pas évident qu'un tel changement apporté au statut du dollar soit praticable, ni même qu'il constitue une réforme. Néanmoins, l'intérêt général commande que, dans une certaine mesure, la croissance future des réserves en dollars soit le fruit d'une politique délibérée.

Un troisième domaine sur lequel porteront les discussions sera le rôle que devront jouer dans le processus d'ajustement les modifications de taux de change. Dans l'ensemble, les autorités monétaires ne sont guère disposées à abandonner la règle des parités fixes, et elles estiment que ces dernières ne doivent être altérées qu'en cas de déséquilibre fondamental. Fort heureusement cependant, elles reconnaissent qu'en cas de nécessité les changements de parités devraient intervenir plus rapidement que dans le passé et que, d'une façon ou d'une autre, ils devraient s'accomplir dans des conditions plus souples et moins douloureuses.

C'est donc en grande partie une question d'état d'esprit. Il est à espérer qu'après les expériences de ces dernières années les ajustements de parités, même assortis d'une phase transitoire de flottement, ne seront plus considérés comme un péché mais plutôt comme une contribution à la réalisation de certains objectifs fondamentaux tels que le maintien du plein emploi et la libre circulation des marchandises et des capitaux. On ne peut évidemment ignorer que, dans le passé, certaines modifications de parités ont, dans tel ou tel pays, soulevé de graves difficultés sur le plan politique. Ces difficultés n'ont-elles toutefois pas été provoquées dans une large mesure par les autorités elles-mêmes à la suite des démentis maintes fois opposés, selon le cas, à toute idée de dévaluation ou de réévaluation, alors qu'on se trouvait manifestement dans une situation de déséquilibre fondamental? Est-ce trop demander aux hommes politiques que d'éclairer l'opinion sur les avantages du rétablissement de parités de change équilibrées, sans même parler des difficultés inutiles que cela leur évite?

Une étape importante en matière de coopération monétaire internationale a été la décision prise par les membres de la Communauté Economique Européenne de réaliser progressivement l'union monétaire entre eux. Certains aspects de ce projet avaient déjà fait l'objet de négociations avant la crise de 1971, mais leur mise à exécution a été relancée par les événements de l'été dernier.

Quoique de portée limitée, les mesures intra-communautaires ont ouvert des voies nouvelles, et cela à trois égards. En premier lieu, les marges de fluctuation entre les taux de change de deux monnaies communautaires, qui étaient deux fois plus larges que l'écart par rapport au dollar, sont à présent les mêmes. Ensuite, les banques centrales des pays de la Communauté qui, précédemment, intervenaient uniquement en dollars sur le marché des changes, utiliseront également, désormais, les autres monnaies communautaires comme moyen d'intervention. Enfin, alors que les déficits et les excédents quotidiens étaient auparavant réglés en dollars - le recours à d'autres monnaies de réserve ne revêtant qu'un caractère exceptionnel - les pays de la Communauté ont maintenant adopté le principe d'ajuster périodiquement leurs soldes réciproques à l'aide d'un assortiment prédéterminé d'avois de réserve comprenant notamment le dollar, l'or, les D.T.S., les positions vis-à-vis du F.M.I.

On peut s'interroger sur la manière dont ces arrangements se développeront dans l'avenir: pour le moins ils introduisent un facteur à prendre en considération dans les prochaines négociations sur la réforme du système monétaire international, dans la mesure où ils procurent un nouveau mécanisme d'intervention et de règlement entre banques centrales et permettent un resserrement des relations de change au sein d'un groupe important de pays.

RENÉ LARRE  
Directeur Général

**BILAN ET COMPTE DE PROFITS ET PERTES**

**AU 31 MARS 1972**

ACTIF

**BILAN AU**

(Avant et après répartition)

	<u>Francs or</u>
<b>Or</b> ... ..	4.252.402.814
<b>Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue</b> ... ..	75.445.317
<b>Bons du Trésor</b> ... ..	1.117.052.805
<b>Dépôts à terme et avances</b>	
<b>Or</b>	
A 3 mois au maximum ... ..	252.042.834
<b>Monnaies</b>	
A 3 mois au maximum ... ..	8.680.895.553
A plus de 3 mois ... ..	<u>4.119.054.768</u>
	13.031.993.155
<b>Titres à terme</b>	
<b>Or</b>	
A 3 mois au maximum ... ..	41.333.328
A plus de 3 mois ... ..	237.825.165
<b>Monnaies</b>	
A 3 mois au maximum ... ..	9.187.134.469
A plus de 3 mois ... ..	<u>1.418.020.413</u>
	10.605.154.882
<b>Divers</b> ... ..	943.690
<b>Terrain, immeubles et installations</b> ... ..	1
	<u>29.362.151.167</u>
Le franc or équivaut à 0,290 322 58... gramme d'or fin — Article 4 des Statuts.	
<b>COMPTES D'ORDRE</b>	<u>Francs or</u>
a) Opérations à terme sur or:	
Solde net: or à livrer (monnaies à recevoir) ... ..	393.075.329
b) Fonds, effets et autres titres gérés ou détenus par la Banque pour le compte de tiers:	
Or sous dossier ... ..	969.089.272
Avoirs en banque ... ..	19.399.296
Effets et autres titres sous dossier ... ..	399.463.462

31 MARS 1972

du bénéfice net de l'exercice)

PASSIF

		<u>Avant répartition</u>	<u>Après répartition</u>
		<u>Francs or</u>	<u>Francs or</u>
<b>Capital</b>			
Autorisé: 600.000 actions de 2.500 francs or chacune	1.500.000.000		
Emis: 481.125 actions ... ..	1.202.812.500		
libérées de 25% ... ..		300.703.125	300.703.125
<b>Réserves</b>			
Fonds de réserve légale ... ..	30.070.313		30.070.313
Fonds de réserve générale ... ..	144.133.210		205.133.210
Fonds spécial de réserve de dividendes ... ..	36.807.964		61.207.964
Fonds de réserve libre ... ..	120.200.000		156.800.000
		331.211.487	453.211.487
<b>Dépôts (or)</b>			
<b>Banques centrales</b>			
A vue ... ..	3.052.089.200		
A 3 mois au maximum ... ..	111.953.071		
A plus de 3 mois ... ..	369.109.135		
<b>Autres déposants</b>			
A vue ... ..	166.881.545		
		3.700.032.951	3.700.032.951
<b>Dépôts (monnaies)</b>			
<b>Banques centrales</b>			
A vue ... ..	46.432.491		
A 3 mois au maximum ... ..	21.292.188.676		
A plus de 3 mois ... ..	2.253.106.985		
<b>Autres déposants</b>			
A vue ... ..	22.170.678		
A 3 mois au maximum ... ..	475.175.947		
A plus de 3 mois ... ..	128.133.537		
		24.217.208.314	24.217.208.314
<b>Effets</b>			
A plus de 3 mois ... ..		483.677.691	483.677.691
<b>Divers</b>			
		98.419.824	98.419.824
<b>Provision pour immeubles</b>			
		82.065.109	82.065.109
<b>Compte de profits et pertes</b>			
		148.832.656	
<i>Dividende payable le 1er juillet 1972</i> ... ..			26.832.656
		<u>29.362.151.157</u>	<u>29.362.151.157</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 1972 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 26 avril 1972.

PRICE WATERHOUSE & CO.

# COMPTE DE PROFITS ET PERTES

pour l'exercice social clos le 31 mars 1972

	<u>Francs or</u>
Revenu net provenant des Intérêts et autres ressources ... ..	172.741.185
Moins: Frais d'administration:	
Conseil d'administration ... ..	265.915
Direction et personnel ... ..	12.561.590
Frais de bureau et divers ... ..	<u>3.549.608</u>
	<u>16.377.113</u>
Excédent net d'exploitation ... ..	156.364.072
Moins: Montant transféré à la Provision pour frais d'administration exceptionnels... ..	<u>7.531.416</u>
Bénéfice net de l'exercice clos le 31 mars 1972... ..	148.832.656

Le Conseil d'Administration recommande à l'Assemblée Générale annuelle de répartir le bénéfice net comme suit, en application de l'Article 51 des Statuts:

Dividende de 6% l'an sur le capital versé	
37,50 francs or par action sur 464.725 actions pour douze mois ... ..	17.427.187
28,125 francs or par action sur 16.400 actions pour neuf mois ... ..	<u>461.250</u>
	<u>17.888.437</u>
	130.944.219
Dividende supplémentaire (maximum statutaire) de 3% l'an sur le capital versé	
18,75 francs or par action sur 464.725 actions pour douze mois ... ..	8.713.594
14,0625 francs or par action sur 16.400 actions pour neuf mois ... ..	<u>230.625</u>
	<u>8.944.219</u>
	122.000.000
Transfert au Fonds de réserve générale ... ..	<u>61.000.000</u>
	61.000.000
Transfert au Fonds spécial de réserve de dividendes (maximum statutaire) ...	<u>24.400.000</u>
	38.600.000
Transfert au Fonds de réserve libre ... ..	<u>36.600.000</u>
	<u>          </u>
	<u>          </u>

## Évolution du Capital versé, des Fonds de réserve et des Provisions

En francs or

### Capital versé

Solde au 1er avril 1971:		
464.725 actions, de 2.500 francs or chacune, libérées de 25% ... ..	290.453.125	
Plus: 16.400 actions, de 2.500 francs or chacune, libérées de 25%, émises pendant l'exercice social 1971-72 ... ..	10.250.000	
Solde au 31 mars 1972, selon bilan ... ..	300.703.125	

### Fonds de réserve

(Après répartition du bénéfice net)

	Fonds de réserve légale	Fonds de réserve générale	Fonds spécial de réserve de dividendes	Fonds de réserve libre
Soldes au 1er avril 1971 ... ..	29.045.313	99.958.210	22.007.964	98.000.000
Plus: Répartition au titre des exercices:				
1970-71 ... ..		37.000.000	14.800.000	22.200.000
1971-72 ... ..		61.000.000	24.400.000	36.600.000
Affectation de la prime reçue sur l'émission de 16.400 actions nouvelles ... ..	1.025.000	7.175.000		
Soldes au 31 mars 1972, selon bilan ...	30.070.313	205.133.210	61.207.964	156.800.000

### Provision pour immeubles

Solde au 1er avril 1971 ... ..		80.671.000
Plus: Différence de change ... ..		2.742.583
		83.413.583
Moins: Amortissement des dépenses encourues pendant l'exercice social ... ..		1.348.474
Solde au 31 mars 1972, selon bilan ... ..		82.065.109

## CONSEIL D'ADMINISTRATION

Dr J. Zijlstra, Amsterdam      Président du Conseil d'administration,  
Président de la Banque  
Henri Deroy, Paris              Vice-Président

Baron Ansiaux, Bruxelles  
M. J. Babington Smith, Londres  
Dr Guido Carli, Rome  
Dr Leonhard Gleske, Brême  
Dr Karl Klasen, Francfort-sur-le-Main  
Dr Donato Menichella, Rome  
The Rt. Hon. Sir Leslie O'Brien, Londres  
Dr Edwin Stopper, Zurich  
Robert Vandeputte, Bruxelles  
Olivier Wormser, Paris  
Per Åsbrink, Stockholm

### Suppléants

Dr Paolo Baffi, Rome, ou  
Prof. Francesco Masera, Rome  
Bernard Clappier, Paris, ou  
Marcel Théron, Paris  
Dr Otmar Emminger, Francfort-sur-le-Main, ou  
Johannes Tüngeler, Francfort-sur-le-Main  
Georges Janson, Bruxelles  
C. J. Morse, Londres, ou  
M. J. Balfour, Londres

### DIRECTION

René Larre	Directeur Général
Dr Milton Gilbert	Conseiller Economique, Chef du Département Monétaire et Economique
Dr Antonio d'Aroma	Secrétaire Général, Chef de Département
Dr Hans H. Mandel	Chef du Département Bancaire
D. H. Macdonald	Directeur
Henri Guisan	Conseiller juridique
Dr Antonio Rainoni	Directeur
Maurice Toussaint	Directeur

---

D. H. Stapleton	Directeur Adjoint
Prof. Dr F. E. Klein	Directeur Adjoint
A. N. Barltrop	Sous-Directeur
Dr Warren D. McClam	Sous-Directeur
M. G. Dealtry	Sous-Directeur
Robert Chaptinel	Sous-Directeur