

**BANQUE DES
RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX**

QUARANTE-TROISIÈME RAPPORT ANNUEL

1^{ER} AVRIL 1972 – 31 MARS 1973

BÂLE

18 JUIN 1973

TABLE DES MATIÈRES.

	Page
Introduction	1
I. Examen de l'évolution de la conjoncture et des politiques économiques, 1972-73	3
<p><i>Production et demande (p. 3); le problème de l'inflation (p. 9); monnaie, crédit et taux d'intérêt (p. 17); l'évolution de la situation postérieurement à l'Accord de Washington et la crise monétaire de 1973 (p. 23); évolution de la situation sur les marchés des changes (p. 24); le processus d'ajustement (p. 30); Etats-Unis (p. 31), Japon (p. 34), Allemagne fédérale (p. 35); modifications effectives des taux de change (p. 36); réforme du système monétaire international (p. 37)</i></p>	
II. Examen de la situation économique et monétaire et des politiques suivies dans les différents pays	45
<p><i>Etats-Unis (p. 47), Canada (p. 53), Japon (p. 55), Royaume-Uni (p. 58), Allemagne fédérale (p. 64), France (p. 69), Italie (p. 72), Belgique (p. 77), Pays-Bas (p. 79), Suisse (p. 82), Autriche (p. 84), Danemark (p. 86), Norvège (p. 87), Suède (p. 89), Finlande (p. 91), Espagne (p. 92), Portugal (p. 94), Yougoslavie (p. 95), Australie (p. 96), Afrique du Sud (p. 98); Europe de l'Est: Union Soviétique (p. 99), République démocratique allemande (p. 100), Pologne (p. 101), Tchécoslovaquie (p. 101), Hongrie (p. 102), Roumanie (p. 102), Bulgarie (p. 103)</i></p>	
III. Echanges et paiements internationaux	104
<p><i>Commerce international (p. 104); balances des paiements (p. 106): Etats-Unis (p. 108), Canada (p. 112), Japon (p. 114), Royaume-Uni (p. 116), Allemagne fédérale (p. 119), France (p. 122), Italie (p. 124), Union Economique Belgo-Luxembourgeoise (p. 127), Pays-Bas (p. 128), Suisse (p. 129), Autriche (p. 130), Espagne (p. 132), Danemark (p. 132), Norvège (p. 133), Suède (p. 134), Finlande (p. 135); autres pays d'Europe: Islande (p. 136), Irlande (p. 136), Portugal (p. 136), Grèce (p. 137), Turquie (p. 137), Yougoslavie (p. 137), Europe de l'Est (p. 138)</i></p>	
IV. Or, réserves monétaires et changes	141
<p><i>Or: production, marchés et réserves (p. 141); réserves monétaires globales (p. 145); Fonds Monétaire International (p. 149); mouvements monétaires: Etats-Unis (p. 151), Royaume-Uni (p. 153), Allemagne fédérale (p. 156), Japon (p. 158), Espagne (p. 159), France (p. 159), Pays-Bas (p. 160), Union Economique Belgo-Luxembourgeoise (p. 160), Canada (p. 161), Autriche (p. 161), Portugal (p. 161), Suède (p. 162), Norvège (p. 162), Danemark (p. 162), Finlande (p. 162), Italie (p. 162), Suisse (p. 163), autres pays d'Europe (p. 164); marchés des changes (p. 164): dispositions arrêtées entre les membres de la Communauté Economique Européenne en matière de change (p. 165), livre sterling (p. 167), deutsche mark (p. 169), franc français (p. 170), franc belge et florin (p. 170), lire (p. 171), franc suisse (p. 172), yen (p. 173), dollar canadien (p. 174), schilling autrichien (p. 174), autres monnaies (p. 174); autres événements dans le domaine des changes (p. 175)</i></p>	

	Page
V. Les marchés des euro-monnaies et des euro-obligations	185
<p>Le marché des euro-monnaies (p. 185); <i>remarques générales</i> (p. 185), <i>positions extérieures globales</i> (p. 190), <i>décomposition par monnaies</i> (p. 192), <i>catégories d'emprunteurs et de prêteurs</i> (p. 194), <i>répartition géographique</i> (p. 197), <i>évolution des taux d'intérêt</i> (p. 201); le marché des euro-obligations (p. 204)</p>	
VI. Accord Monétaire Européen	209
<p>Examen et terminaison de l'Accord (p. 209); opérations effectuées au titre de l'Accord: <i>Fonds Européen</i> (p. 209), <i>Système Multilatéral de Règlements</i> (p. 212); <i>situation des comptes</i> (p. 212); <i>liquidation du Fonds Européen</i> (p. 214); <i>administration de l'Accord Monétaire Européen</i> (p. 216); <i>nouvel accord concernant l'institution d'une garantie de change</i> (p. 217)</p>	
VII. Activités de la Banque	218
<p>Développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales (p. 218); opérations du Département bancaire (p. 219): <i>passif (composition des ressources)</i> (p. 220), <i>actif (utilisation des ressources)</i> (p. 224); la Banque comme Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux (p. 226); la Banque comme Agent de l'O.C.D.E. (Accord Monétaire Européen) (p. 228); la Banque comme Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier (p. 228); la Banque comme Agent du Fonds Européen de Coopération Monétaire (p. 230); <i>bénéfice net et répartition</i> (p. 230); <i>modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction</i> (p. 231)</p>	
Conclusion	233

* * *

Bilan et compte de Profits et Pertes au 31 mars 1973.

LISTE DES TABLEAUX ET DES GRAPHIQUES.

(Les graphiques sont indiqués par un astérisque)

	Page
I. Examen de l'évolution de la conjoncture et des politiques économiques, 1972-73	
Origine et emplois des ressources	5
Part des investissements bruts dans la variation du produit national brut en volume*	7
Cours des matières premières sur les marchés mondiaux*	10
Prix et salaires*	12
Masse monétaire	18
Volume global et composantes du crédit bancaire*	20
Taux d'intérêt à court et à long terme*	22
Pays du Groupe des Dix: Soldes des échanges commerciaux avec l'étranger	30
Estimation des modifications effectives des taux de change	37
 II. Examen de la situation économique et monétaire et des politiques suivies dans les différents pays	
Production industrielle*	46
Etats-Unis: Origine et emplois des ressources collectées sur les marchés du crédit	50
Canada: Volume des fonds recueillis sur les marchés du crédit	54
Japon: Variations des actifs et exigibilités de caractère financier	56
Royaume-Uni:	
Epargne, investissements et variations des actifs et exigibilités de caractère financier	60
Expansion du crédit intérieur	61
Allemagne fédérale: Epargne, investissements et variations des actifs et exigibilités de caractère financier	66
Modifications des taux d'escompte officiels depuis 1971	73
Italie: Epargne, investissements et variations des actifs et exigibilités de caractère financier	75
Pays-Bas: Variations des actifs et exigibilités de caractère financier	80
Suède: Flux nets de crédits	90
Economies des pays de l'Europe de l'Est: Production par secteur et revenu national «produit»	100
 III. Echanges et paiements internationaux	
Commerce international	104
Progression des exportations des principales zones industrielles	105
Balances des paiements:	
Principales zones industrielles	107
Etats-Unis	110
Canada	113
Japon	114
Royaume-Uni	117
Allemagne fédérale	121
France	123
Italie	125
Union Economique Belgo-Luxembourgeoise	127
Pays-Bas	129
Autres pays d'Europe	131
Europe de l'Est: Echanges commerciaux	138

	Page
IV. Or, réserves monétaires et changes	
Production d'or dans le monde	141
Origines et emplois de l'or (estimations)	142
Cours de l'or sur le marché et ventes d'or sud-africain*	143
Encaisses-or dans le monde	144
Variations des réserves monétaires globales	146
Evolution des réserves monétaires globales, 1958-72*	148
Fonds Monétaire International: Tirages et rachats de monnaies en 1972	150
Etats-Unis: Mouvements monétaires avec l'étranger	152
Royaume-Uni: Mouvements monétaires avec l'étranger	154
Pays d'Europe continentale, Canada et Japon: Positions monétaires extérieures	157
Flottement concerté des monnaies européennes*	166
Taux de change du dollar E.U. entre 1971 et 1973	168
V. Les marchés des euro-monnaies et des euro-obligations	
Engagements extérieurs en monnaies étrangères des banques de huit pays d'Europe*	185
Engagements et avoirs extérieurs en monnaie nationale et en monnaies étrangères des banques des divers pays recensés	189
Engagements et avoirs extérieurs, en dollars et en autres monnaies étrangères, des banques des divers pays recensés	191
Positions extérieures en dollars et en autres monnaies étrangères des banques européennes recensées	193
Positions en monnaies étrangères des banques européennes recensées envers des non-résidents	198
Estimation des dimensions du marché des euro-monnaies	200
Taux des dépôts interbancaires à trois mois en euro-monnaies et des certificats de dépôt aux Etats-Unis*	201
Emissions obligataires étrangères ou internationales placées ou non dans le public	205
Rendements des émissions, sur le marché national et international, d'obligations en dollars E.U. et en deutsche marks*	208
VI. Accord Monétaire Européen	
Fonds Européen:	
Utilisation des crédits consentis	210
Paiements effectués dans le cadre du Système Multilatéral de Règlements	211
Situation des comptes	213
Opérations de liquidation	215
Contributions remboursées et revenus nets distribués aux pays membres	215
VII. Activités de la Banque	
Evolution du total du bilan	219
Passif*	220
Composition des ressources	221

	Page
Fonds empruntés:	
d'après leur origine	222
d'après leur durée et leur nature	223
Actif*	224
Avoirs à vue et autres placements	224
Dépôts à terme et avances, titres à terme	226
Emprunt extérieur allemand 1924 (Emprunt Dawes)	227
Emprunt international 1930 du gouvernement allemand (Emprunt Young)	227
Emprunt international de la République fédérale d'Autriche 1930	228
Emprunts garantis de la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier	229

QUARANTE-TROISIÈME RAPPORT ANNUEL

soumis à

L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE

de la

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

tenue à

Bâle, le 18 juin 1973.

Messieurs,

J'ai l'honneur de vous soumettre le quarante-troisième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux, relatif à l'exercice commencé le 1er avril 1972 et clos le 31 mars 1973.

Après déduction de 3.984.995 francs or transférés à la «Provision pour frais d'administration exceptionnels» et de 10.000.000 de francs or transférés à la «Provision pour immeubles», le bénéfice net s'élève à 122.063.281 francs or, contre 148.832.656 francs or pour le précédent exercice et 99.448.906 francs or pour l'exercice 1970-1971.

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 18.042.187 francs or au paiement du dividende prioritaire de 6% par an, soit 37,50 francs or par action, puis de prélever la somme de 9.021.094 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.

Le Conseil recommande en outre de transférer 47.500.000 francs or au «Fonds de réserve générale», 13.967.817 francs or au «Fonds spécial de réserve de dividendes» (dont le montant sera ainsi porté au maximum statutaire, soit un quart du capital versé) et le reliquat du bénéfice net, soit 33.532.183 francs or, au «Fonds de réserve libre».

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende global de la Banque pour l'exercice 1972-73 s'élèvera à 56,25 francs or par action. Cette somme sera payable aux actionnaires le 1er juillet 1973 en francs suisses.

Le Chapitre I du présent Rapport examine l'évolution de la conjoncture et des politiques économiques en 1972-73, et plus particulièrement le problème de l'inflation, l'expansion de la monnaie et du crédit, les crises monétaires et les perspectives de réforme du système monétaire international. Le Chapitre II analyse l'évolution de divers pays en ce qui concerne la production, les prix et les politiques monétaires et budgétaires. Les deux chapitres suivants passent en revue les événements survenus l'an dernier dans les domaines du commerce et des paiements extérieurs, de la production d'or, des réserves globales et des marchés des changes. Le Chapitre V examine l'évolution des marchés des euro-monnaies et des euro-obligations, et le Chapitre VI traite du fonctionnement et de la terminaison 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. EXAMEN DE L'ÉVOLUTION DE LA CONJONCTURE ET DES POLITIQUES ÉCONOMIQUES, 1972-73.

L'aspect le plus spectaculaire de l'évolution économique dans le monde l'an dernier a été l'effondrement de la structure des taux de change mise en place à Washington en décembre 1971. Dès le troisième trimestre de 1972, il était clair que le réaligement monétaire n'aboutirait pas à un processus d'ajustement des déséquilibres de paiements — si tant est qu'il permit d'obtenir un résultat quelconque dans ce sens. La crise des changes qui devait éclater prit une forme violente; elle ébranla à tel point la confiance du marché qu'une nouvelle dévaluation du dollar n'y apporta aucun remède; taux flottants et contrôles des changes furent de nouveau à l'ordre du jour.

Peu après que, en août 1971, l'édifice des taux de change eut craqué une première fois, on observa dans l'économie mondiale les premiers signes d'incertitude et de crainte de répercussions défavorables sur le commerce et la production. Cette fois-ci, en revanche, aucun de ces symptômes ne s'est encore manifesté, la reprise générale de l'activité au second semestre de 1972 s'étant même fortement accélérée depuis six à huit mois. L'intensité de ce mouvement a été telle que les autorités de plusieurs pays ont déjà pris des mesures pour parer à la menace d'un excédent de la demande.

Avec ou sans excédent de la demande, l'inflation est demeurée aiguë dans la plupart des pays, avec une aggravation assez générale au second semestre, et c'est seulement en soumettant les salaires et les prix d'abord au blocage, puis à un contrôle par la voie réglementaire que les Etats-Unis et le Royaume-Uni ont réussi à freiner quelque peu le développement de la spirale inflationniste. Outre la pression constante des salaires, la tendance des prix s'est encore dégradée sous l'effet de la hausse considérable des cours des matières premières. Or, il se trouve — et c'est là qu'est le dilemme — que ce phénomène d'accélération est apparu à une période où l'économie, dans nombre de pays, n'avait pas encore atteint le stade du plein emploi.

Production et demande.

La reprise conjoncturelle amorcée aux Etats-Unis et au Canada au début de 1971 s'est progressivement étendue à la plupart des autres pays industriels dans le courant de 1972. L'expansion de la production aux Etats-Unis a été particulièrement rapide tout au long de l'année dernière, et cette tendance s'est poursuivie au premier semestre de 1973; au Canada également, le taux de croissance se maintient à un niveau élevé. Ailleurs, la situation, bien que caractérisée dans l'ensemble par un renouveau de l'expansion, a évolué pendant un temps de façon fort diverse. Quelques pays, dont la France et la Suisse, qui n'avaient guère souffert de la récession en 1971, ont connu l'an dernier un développement assez régulier, avec des taux de progression satisfaisants dans une optique à plus long terme, mais c'est dans les autres pays, où la production avait plafonné en 1971, que le retournement de la conjoncture s'est manifesté l'an dernier avec le plus de netteté.

Au Japon, par exemple, l'activité s'est ranimée au début de 1972 et le rythme du mouvement s'est accentué depuis l'automne; l'économie semble bien partie pour réaliser une fois encore, en 1973, des performances exceptionnelles. Au Royaume-Uni, le second trimestre de 1972 a été marqué par une nouvelle phase d'expansion, et la production a progressé très rapidement depuis lors — à une cadence toutefois moins soutenue qu'au Japon. En Belgique et en Espagne, l'activité a eu nettement tendance à s'accélérer dès le début de 1972, voire depuis les derniers mois de 1971, et les progrès enregistrés jusqu'au premier semestre de cette année sont considérables. En Allemagne, aux Pays-Bas et en Suède, en revanche, le redressement a tardé à se manifester, l'économie n'ayant guère donné de signes de franche reprise avant le dernier trimestre de 1972; depuis lors, c'est surtout en Allemagne qu'elle s'est ressaisie avec une vigueur extraordinaire. En Italie aussi, la production s'est quelque peu ranimée depuis octobre dernier, mais l'activité est encore loin d'avoir retrouvé ses taux de croissance antérieurs.

Par suite du réalignement monétaire de décembre 1971, la demande extérieure n'a pas été, comme dans les précédents cycles économiques, le ressort principal de la relance de la production. Mis à part l'Allemagne, la Belgique, l'Espagne et la Norvège, les exportations n'ont généralement pas connu au premier semestre de 1972 l'essor saisonnier habituel. Par la suite, on a toutefois observé une vive progression dans un grand nombre de pays, dont le Canada, les Etats-Unis, la France, le Japon, le Royaume-Uni et la Suède. Aux Pays-Bas, où l'augmentation de la production en volume a été du même ordre que l'année précédente, le développement des ventes à l'étranger a contribué à soutenir l'activité économique. Dans un certain nombre de pays, le décalage par rapport à l'étranger dans la phase ascendante du cycle et les différences de vitesse d'expansion de l'économie interne ont contrecarré les nécessités de l'ajustement des comptes extérieurs. Tel a été certainement le cas des Etats-Unis et du Royaume-Uni, où l'accroissement des importations a été bien supérieur à celui des exportations.

Si l'on considère les éléments de la demande interne, on constate que la consommation des particuliers a joué un rôle capital dans la progression ou la reprise de l'activité économique. Au Royaume-Uni surtout, mais aussi aux Etats-Unis et au Canada, la consommation en termes réels s'est accrue en 1972 à un rythme bien supérieur à la moyenne de la période 1961-70, ce qui traduit un retour de la confiance chez les consommateurs, l'élévation des revenus disponibles et une relative facilité d'accès au crédit. Il est également clair que, dans certains cas, les particuliers ont été motivés par le désir de devancer la hausse des prix. Au Japon, l'augmentation de la consommation a marqué une reprise et retrouvé à peu près sa cadence moyenne à long terme. En Europe continentale, l'Autriche, la Belgique, la Finlande et la Suisse se sont signalées par la rapidité de la progression au regard de l'évolution des années précédentes, tandis qu'en France le mouvement ascendant se poursuivait assez régulièrement. Dans d'autres pays, et notamment en Espagne, en Italie, aux Pays-Bas et en Suède, la consommation a fait l'an dernier un bond notable par rapport aux faibles niveaux enregistrés antérieurement, mais son taux d'accroissement s'est maintenu sensiblement au-dessous de celui de la décennie 1960-69.

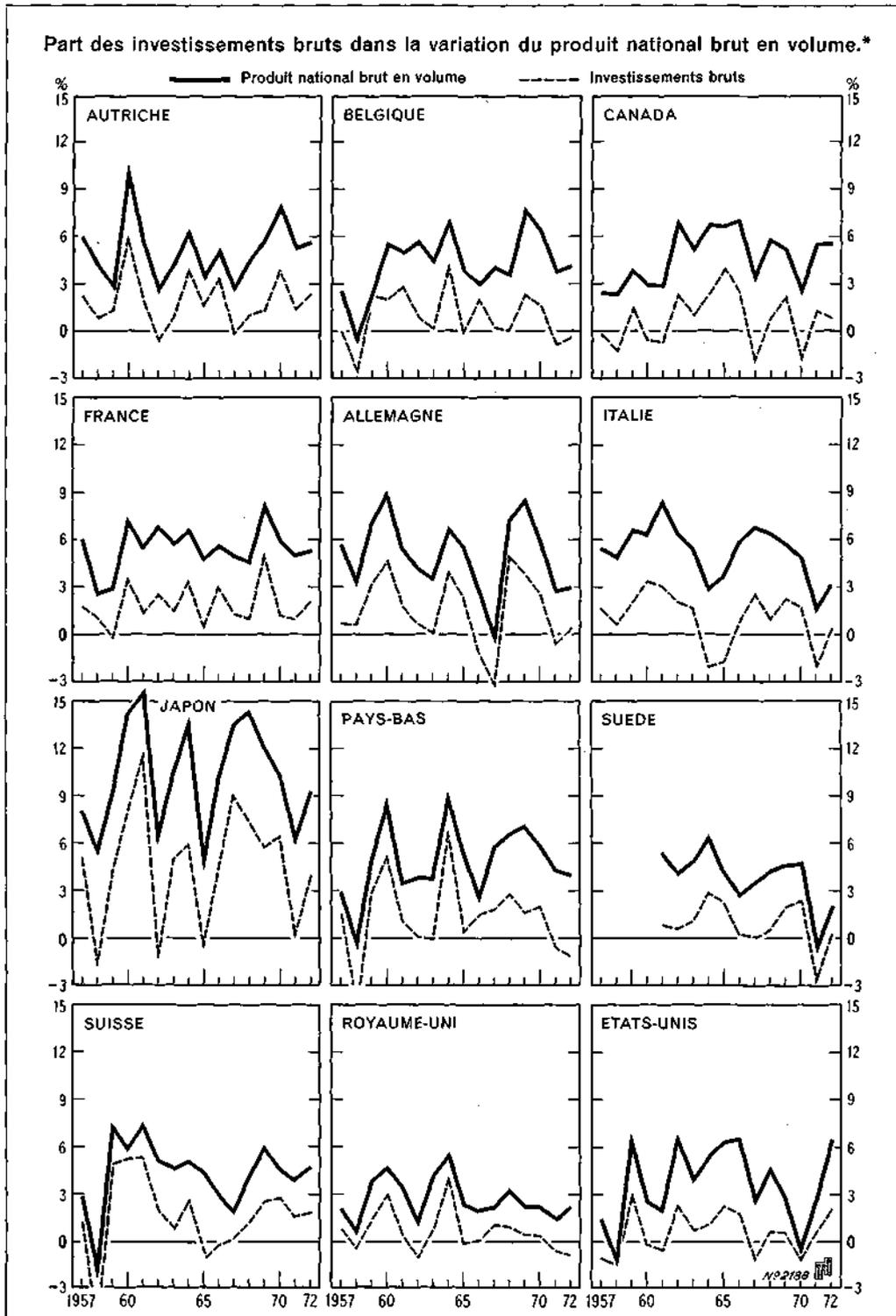
Origine et emplois des ressources.

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 la moyenne annuelle ou du volume annuel, en pourcentage									
Allemagne fédérale	1961-70	5,0	4,3	5,7	6,6	3,1	8,5	9,9	4,8
	1971	5,6	7,3	4,5	3,7	8,3	6,5	9,8	2,7
	1972	3,5	4,4	1,9	- 0,8	12,8	7,6	8,1	2,9
Autriche . . .	1961-70	4,4	3,0	6,0	.	.	8,5	8,4	4,7
	1971	6,6	2,6	12,9	.	.	4,8	5,9	5,6
	1972	7,3	6,0	4,4	.	.	10,3	11,2	6,4
Belgique . . .	1961-70	4,0	5,7	5,3	6,1	2,9	9,4	8,6	4,9
	1971	4,6	4,8	- 2,8	- 2,6	- 4,9	8,1	6,2	3,7
	1972	4,7	7,4	- 0,6	.	.	9,2	8,3	4,1
Canada	1961-70	4,5	5,9	5,2	5,6	3,4	9,1	7,2	5,2
	1971	5,5	5,3	5,7	3,3	16,1	5,2	8,2	5,5
	1972	7,6	5,0	4,1	2,6	9,6	6,2	10,9	5,5
Danemark . . .	1961-70	4,8	6,1	7,4	7,2	8,0	7,1	8,2	4,8
	1971	1,9	8,9	1,9	2,0	1,7	4,2	1,0	3,1
	1972	3,0	7,2	9,0	.	.	7,0	4,5	4,6
Espagne	1961-70	7,2	5,5	10,3	12,2	4,1	12,3	17,4	7,5
	1971	3,4	6,4	- 6,1	- 6,2	- 5,7	14,5	0,6	4,6
	1972	6,5	4,5	13,6	.	.	12,2	18,6	7,3
Etats-Unis . . .	1961-70	4,2	4,2	3,7	4,4	0,2	6,9	8,1	4,0
	1971	3,9	- 1,6	5,2	- 0,4	29,6	0,8	5,0	2,7
	1972	5,9	4,9	10,0	7,2	19,5	8,0	11,8	6,4
Finlande	1961-70	4,9	5,8	4,0	3,3	6,4	7,6	8,3	5,1
	1971	3,0	4,5	2,7	4,2	1,1	- 1,1	- 0,4	2,3
	1972	5,2	5,4	2,9	1,3	8,0	15,1	4,1	4,9
France	1961-70	5,7	3,6	8,9	9,2	8,3	9,6	10,8	5,8
	1971	6,0	3,5	5,9	5,9	5,8	11,7	11,6	5,0
	1972	5,4	2,4	8,1	7,0	11,0	12,5	12,4	5,3
Italie	1961-70	6,1	4,0	5,0	4,6	5,9	12,1	11,9	5,7
	1971	2,8	5,2	- 3,5	- 0,1	- 11,7	6,2	1,7	1,6
	1972	3,8	4,2	- 0,2	- 1,0	2,0	11,2	13,2	3,2
Japon	1961-70	9,1	6,8	14,9	14,8	15,4	15,3	14,8	11,1
	1971	7,1	8,1	7,7	8,6	3,9	17,9	3,4	6,2
	1972	9,3	7,8	10,7	10,0	14,3	7,4	8,5	9,2
Norvège	1961-70	4,1	6,4	5,4	5,1	6,6	7,8	8,0	5,0
	1971	5,0	7,5	19,6	20,2	11,5	2,6	6,1	5,4
	1972	1,6	5,3	- 5,7	- 7,4	2,5	14,1	1,5	4,2
Pays-Bas	1961-70	5,9	3,2	7,0	7,1	6,4	8,9	10,1	5,1
	1971	3,1	3,5	1,7	0,1	8,6	11,1	6,8	4,3
	1972	4,0	1,3	- 5,0	- 8,6	10,2	9,1	5,7	4,2
Royaume-Uni . .	1961-70	2,4	2,1	4,5	5,0	2,9	4,9	4,0	2,7
	1971	2,6	3,9	- 0,6	- 1,0	1,8	5,7	5,8	1,6
	1972	6,8	3,5	0,7	- 0,6	7,2	2,9	9,3	2,2
Suède	1961-70	3,7	5,4	5,0	5,0	5,2	7,6	7,3	4,4
	1971	0,9	4,0	- 2,1	- 1,8	- 3,2	6,4	- 2,3	0,0
	1972	2,3	1,0	5,5	6,3	2,7	5,8	4,7	2,2
Suisse	1961-70	4,7	4,8	6,0	6,8	3,9	7,7	9,0	4,5
	1971	5,5	3,7	7,8	8,3	6,7	3,7	6,9	3,9
	1972	5,7	4,5	7,5	7,1	9,0	4,5	6,8	4,7

Depuis que la phase de reprise est amorcée dans le monde, les dépenses d'installations et d'équipement des entreprises n'ont généralement pas été un élément moteur. Les Etats-Unis, il est vrai, font exception: cette catégorie d'investissements y a marqué une forte progression dont le rythme, d'ailleurs, s'accéléra sans doute cette année. Le dynamisme général de l'expansion, l'amenuisement de la marge disponible de capacités productives et l'amélioration des résultats d'exploitation sont autant d'éléments qui ont contribué à renforcer la confiance des milieux d'affaires. Au Japon, en revanche, les investissements en capital fixe dans les industries de transformation ont fléchi, mais ils ont fortement augmenté dans les autres branches industrielles. En Europe occidentale, les seuls pays à avoir affiché de bons résultats dans ce secteur de l'économie ont été la France, la Suède et la Suisse. Ailleurs, les progrès intervenus ont été modestes, et l'on a même noté un fléchissement sensible aux Pays-Bas. Les investissements sous forme de stocks n'ont pas suivi non plus le mouvement ascendant: leur accroissement est généralement resté faible, quand il n'y a pas eu contraction comme dans le cas du Royaume-Uni et de la Suède.

Dans le secteur de la construction à usage d'habitation, la situation a été fort différente. Dans nombre de pays a régné une activité intense, qui traduisait la vigueur de la demande de logements, l'aisance relative du crédit pendant la majeure partie de 1972 et aussi, dans une certaine mesure, la course aux actifs réels par désir de se protéger de l'érosion monétaire. Aux Etats-Unis, la construction résidentielle s'est accrue de 20% en 1972, après avoir progressé de 30% l'année précédente; le même phénomène s'est produit au Canada, mais à une échelle moindre. Au Japon, la croissance négligeable enregistrée en 1971 a fait place à un essor vigoureux l'an dernier, la construction s'étant développée de 14%. En Europe occidentale, c'est au Royaume-Uni que l'accélération de l'activité dans ce secteur a été la plus forte, mais l'expansion a été également vive, ou même plus rapide que l'année précédente, en Allemagne, au Danemark, en France, aux Pays-Bas et en Suisse. En Italie, en revanche, la récession s'est poursuivie dans le bâtiment pour la troisième année de suite, du fait, en grande partie, d'entraves d'ordre juridique et administratif, tandis qu'en Suède, où le marché du logement était devenu temporairement saturé, la reprise de l'activité, après deux ans de recul, a été seulement modeste. Ces derniers temps, le rythme de la construction paraît s'être accéléré en Belgique et en Suède, mais il a plafonné aux Etats-Unis et au Canada.

Pour ce qui concerne la formation de capital fixe, les pouvoirs publics ont quelque peu modifié l'orientation de leurs efforts. Au Japon, les autorités visent à réduire l'ampleur des investissements dans les industries de transformation, à laquelle on doit relier le développement exceptionnellement rapide des exportations ces dernières années, et à favoriser les dépenses d'amélioration de l'infrastructure sociale, le logement et les activités de service. Dans certains pays au contraire, pour des raisons tant internes qu'externes, on souhaiterait voir le volume des investissements productifs s'accroître sensiblement à long terme; c'est le cas notamment de l'Italie, du Royaume-Uni et de la Suède, mais aussi, semble-t-il, des Etats-Unis. Ailleurs, comme en Belgique et aux Pays-Bas, les investissements dans les industries de transformation ont également suscité des préoccupations, moins toutefois à cause des répercussions sur la balance des paiements qu'en raison des contraintes que font peser sur ce secteur



* Les chiffres relatifs aux investissements bruts représentent la part, exprimée en pourcentage, dans la variation annuelle (également en %) du produit national brut en volume.

de l'activité la montée des coûts et l'amenuisement antérieur des marges bénéficiaires. En France, par contre, les efforts déployés ces dernières années par les pouvoirs publics pour maintenir les investissements industriels à un niveau élevé ont donné des résultats assez substantiels.

En raison de ces changements de politique, ainsi que des décalages d'un pays à l'autre dans l'évolution conjoncturelle, il est intéressant d'examiner dans une perspective à plus long terme les résultats de l'an dernier en matière d'investissements. La formation brute de capital fixe (à savoir les dépenses d'installations et d'équipement, de construction de maisons d'habitation et d'accroissement des stocks) est traditionnellement la composante la plus instable de la demande, et elle a parfois exercé une influence prépondérante sur les variations cycliques de la production globale. Le graphique de la page 7 indique la part, exprimée en pourcentage, des investissements bruts dans la variation annuelle (également en %) du produit national brut en volume pour les grands pays industriels depuis 1957.

Le graphique fait apparaître clairement que le taux de croissance de la production en termes réels et celui des investissements bruts sont étroitement liés. Il montre aussi la diversité d'aspect des fluctuations cycliques selon les pays: fortes oscillations de l'activité au Japon par exemple, progression assez régulière en France, tendance relativement stationnaire ces dernières années au Royaume-Uni. En 1972, la contribution des investissements bruts au produit national en volume a été «modérée à forte» en Autriche, au Canada, aux Etats-Unis, en France, au Japon et en Suisse, et l'on constate que la croissance globale réelle dans ces pays, bien que certains de ceux-ci se soient trouvés au stade initial de la phase ascendante, se compare favorablement à la moyenne des résultats sur une plus longue période. Dans d'autres pays, notamment en Allemagne, en Belgique, en Italie, aux Pays-Bas, au Royaume-Uni et en Suède, la contribution des investissements bruts, malgré l'amélioration notée dans la plupart des cas par rapport à 1971, a été très faible, comme en Allemagne, ou est restée négative. Presque partout, on escompte dans le courant de 1973 une reprise ou une persistance du mouvement d'expansion des investissements fixes et un redressement sensible des dépenses d'accroissement des stocks.

Depuis un an ou deux, il semble que de nombreuses entreprises industrielles aient changé d'attitude en ce qui concerne les nouveaux investissements et donné la préférence à l'amélioration de la productivité sur l'extension de la capacité de production. Cette évolution, qui s'explique évidemment par la charge que font peser des coûts salariaux croissants, a eu pour résultat, entre autres, de freiner quelque peu la diminution du chômage. Ce fut le cas aux Etats-Unis et surtout au Canada, mais dans la plupart des pays d'Europe occidentale également on a dû constater un retard analogue dans l'amorce de régression du chômage vers la fin de 1972. Presque tous les pays, à l'exception principalement de l'Italie, ont continué d'enregistrer pendant cette phase du cycle conjoncturel d'importants gains de productivité, allant de 5 à 10% environ, mais approchant 15% au Japon. Etant donné la persistance des problèmes d'inflation par les coûts, il est certain que très généralement les entreprises donneront encore la priorité, en matière d'investissements, à ceux qui contribuent à améliorer la productivité.

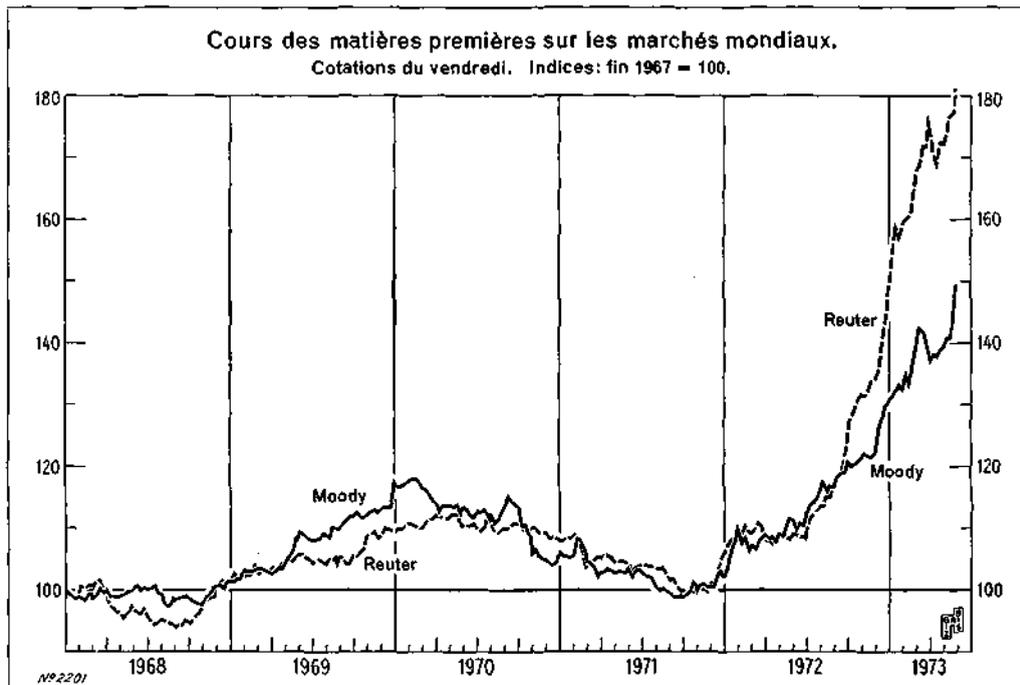
Les données disponibles à la fin du printemps de 1973 confirment la vigueur et l'ampleur de l'expansion économique. Si, dans nombre de pays, la demande n'exerce pas encore une forte pression sur les ressources, le rythme de progression est aujourd'hui si rapide que le monde ne semble plus très loin d'un état généralisé d'excès de la demande. Pour cette raison, un certain nombre de pays ont adopté une politique restrictive propre à freiner le rythme d'expansion. L'étude des différents pays, dans le prochain chapitre, mettra en lumière ces changements d'orientation.

Le problème de l'inflation.

Une fois de plus, le taux élevé d'inflation a constitué l'un des traits caractéristiques de l'économie mondiale au cours de l'année passée. Alors que, d'une manière générale, la cadence de progression des prix marquait une très légère détente au premier semestre de 1972, celle-ci a fait place un peu partout, durant le reste de l'année, à une nette accélération qui s'est poursuivie en 1973. Au mois d'avril de l'année en cours, le taux annuel d'augmentation des prix à la consommation se situait dans la plupart des pays entre 6 et 10%. L'un des principaux facteurs de cette accélération a été la montée rapide des cours des produits de base à travers le monde, ce phénomène s'étant traduit directement par l'essor des prix de gros qu'on a commencé d'observer vers le milieu de l'année 1972. Presque partout, depuis quelque temps, la hausse est beaucoup plus rapide au stade du gros qu'à celui du détail — situation peu courante qui menace de porter les prix à la consommation à un niveau encore plus élevé au fur et à mesure que ses effets se diffuseront plus largement à travers les économies.

Chez les nations européennes, la similitude des taux d'inflation des prix reflète non seulement l'influence générale des cours mondiaux des matières premières, mais encore le haut degré auquel est parvenue leur interdépendance économique. Le renchérissement des biens faisant l'objet de transactions internationales affecte les prix des marchandises qui leur font concurrence et ce, tant sur les marchés intérieurs que dans les opérations de commerce extérieur. Dans ce phénomène de transmission, un rôle majeur est revenu aux relèvements considérables de salaires résultant des accords conclus dans les industries à vocation exportatrice. Dans les petits pays où le secteur des relations économiques avec l'étranger occupe une place relativement importante, le niveau des prix est particulièrement sensible à ces influences extérieures.

La hausse des cours des matières premières a atteint un ordre de grandeur que le monde n'avait pas connu depuis l'époque de la guerre de Corée, dans les premières années cinquante. Durant les quinze mois écoulés jusqu'à fin mars 1973, l'indice Moody des cours en dollars aux Etats-Unis a progressé de 35%, tandis que l'indice Reuter, qui couvre les prix en sterling, en Grande-Bretagne, d'un ensemble de matières premières dont la composition diffère quelque peu du précédent, marquait une hausse de 65%, la tendance générale des deux derniers mois étant restée orientée à la hausse. Si la dépréciation du dollar et celle de la livre sterling ont affecté les cours aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, l'évolution des prix dans les autres pays n'a pas été sensiblement différente. Les principaux facteurs de la progression de ces indices ont été les produits agricoles, à usage alimentaire ou industriel. Le coût de la



nourriture a monté très rapidement à partir du milieu de l'année 1972, et depuis lors il intervient pour moitié environ dans la hausse de l'indice des prix à la consommation.

Les céréales et la viande ont constitué les cas les plus typiques de hausse brutale des prix. L'augmentation des cours des céréales a été la conséquence plus ou moins directe, sur le marché, des mauvaises récoltes en U.R.S.S., ainsi que des médiocres rendements obtenus en Australie et, dans une moindre mesure, au Canada; l'effet à court terme de la contraction de l'offre a toutefois été quelque peu avivé par les programmes de réduction des surfaces cultivées mis en œuvre ces dernières années et par l'insuffisance des incitations à la production de viande dans la politique du Marché commun agricole. Bœuf et porc ont accusé des hausses de cours spectaculaires. Du côté de l'offre, il y a eu pénurie à l'échelle mondiale aussi bien que sur les marchés nationaux, pour des raisons d'ordre structurel et à cause de la relative faiblesse numérique des cheptels cette année-là; pour ce qui concerne la demande, la tendance a été manifestement orientée à la croissance rapide, en partie sous l'effet du degré élevé d'élasticité par rapport au revenu en cette période de retour à l'expansion économique et de fortes augmentations de salaires.

Dans le domaine des produits agricoles à usage industriel, l'accélération de la hausse des prix a été assez générale, mais elle a été particulièrement sensible pour la laine, les peaux et, dans une moindre mesure, le caoutchouc. A titre d'exemple, les cours de la laine ont à peu près quadruplé en Grande-Bretagne pendant les quinze mois écoulés jusqu'à mars 1973 tandis que, aux États-Unis, ils augmentaient d'environ six fois. Les principales causes de ce phénomène ont été l'accroissement de la demande mondiale de textiles, caractérisée par un regain de faveur de la laine, et les besoins

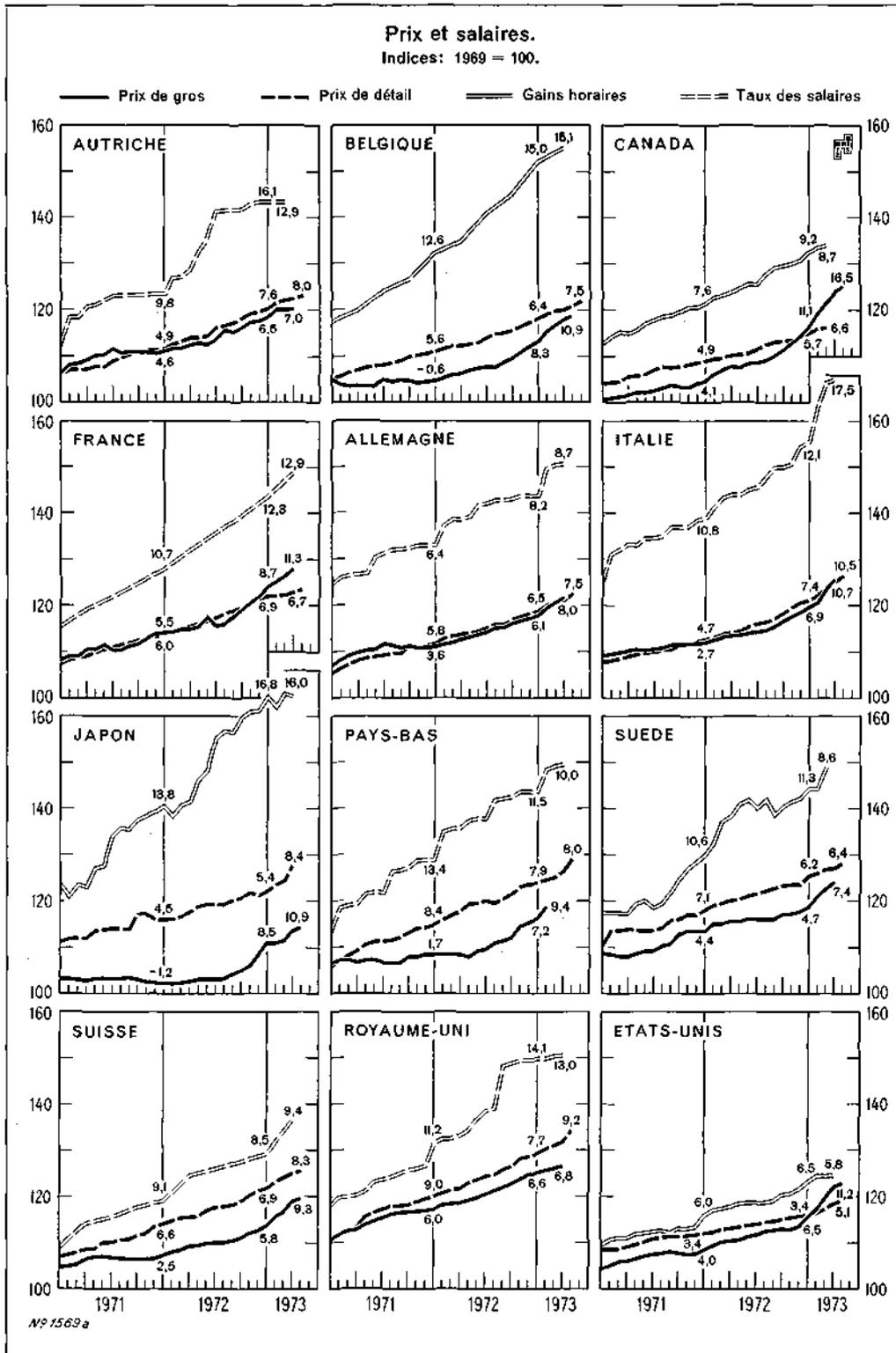
de stockage qui se sont manifestés au Japon. On a enregistré toutefois une vive réaction des cours en avril dernier avec le fléchissement de la demande japonaise. Les prix des cuirs et peaux ont pratiquement doublé durant la période indiquée et ceux du caoutchouc naturel ont monté en moyenne de quelque 60%, la hausse s'étant produite pour l'essentiel à partir du mois d'octobre, avec le gonflement, dans les pays industrialisés, de la demande liée à l'expansion de la production et à la reconstitution des stocks.

Les prix des métaux non ferreux n'ont pas, en moyenne, accusé de mouvement très marqué jusque vers le début de l'année 1973. La progression enregistrée dans ce secteur tient pour une part importante à l'escalade soudaine des cours du cuivre – 50% de hausse à Londres en l'espace de quatre mois – provoquée notamment par l'incertitude de la situation politique dans les deux grands pays producteurs, la Zambie et le Chili. Parmi les autres métaux non ferreux, on peut signaler le cas du zinc, dont le prix a atteint un niveau inconnu à ce jour, sous l'effet conjugué, notamment, de l'insuffisance de l'offre et des réductions de capacité de raffinage aux Etats-Unis.

Bien qu'ils n'entrent dans la composition ni de l'indice Moody, ni de l'indice Reuter, les prix du pétrole brut et des produits pétroliers méritent également d'être mentionnés en raison des nouvelles hausses qu'ils ont accusées. Après être demeurés relativement stables au cours de la précédente décennie, période marquée par un excès de l'offre et par une concurrence plus vive entre les producteurs, ces prix ont monté au cours des dernières années du fait de l'accroissement constant de la demande et de l'âpreté manifestée dans les négociations par ces mêmes producteurs.

En bref, le dynamisme exceptionnel des prix des matières premières au cours de la période recouvrant, en gros, l'année passée peut être attribué à la conjonction d'une demande très soutenue, qui fut l'un des éléments du vigoureux redressement cyclique de l'économie mondiale, et de diverses circonstances inhabituelles – d'ordre politique, climatique et structurel – qui ont contribué à la raréfaction de l'offre. En outre, les cours calculés en dollars ou en livres sterling ont subi le contrecoup de la dépréciation de ces monnaies. Il est encore trop tôt pour supputer un revirement quelconque à long terme de l'équilibre entre l'offre et la demande de produits primaires qui modifierait l'évolution des termes de l'échange dans les pays industriels. La tendance profonde est difficile à apprécier, car on ignore dans quelle proportion exacte le gonflement des stocks a affecté le volume de la demande.

Si l'accélération de la hausse des prix peut s'expliquer par l'évolution des marchés des matières premières, on n'a guère observé de relâchement dans l'allure générale, particulièrement vive, à laquelle l'inflation a progressé l'an dernier et qu'elle maintenait déjà depuis deux ans environ. Ce phénomène était généralement attribué à la pression des coûts, qui s'accompagnait de la rupture manifeste des corrélations relevées antérieurement entre la demande de main-d'œuvre et le taux de croissance des salaires. A la fin de 1972, ceux-ci augmentaient, dans nombre de pays, un peu plus rapidement qu'ils ne le faisaient douze mois auparavant, mais ce changement de rythme peut être imputé à la sensibilité des revendications de salaires à l'évolution des prix des denrées alimentaires autant qu'à l'apparition de tensions sur le marché du travail. Certes, les 17% de hausse des rémunérations enregistrés récemment en Italie et au Japon présentent



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

un caractère exceptionnel; il n'en reste pas moins que, dans la majorité des pays, le taux de relèvement a été de l'ordre de 10%. C'est seulement aux Etats-Unis qu'il n'a pas excédé le niveau de 6%; encore est-il probable que le chiffre sera plus élevé cette année. Dans la plupart des pays, cependant, la reprise économique s'est accompagnée de gains de productivité suffisants pour avoir atténué temporairement la pression des coûts salariaux sur les prix. Enfin, si l'on a constaté ces dernières années que la contraction de la demande est une arme peu efficace dans la lutte contre l'inflation des salaires, il n'en découle pas que ceux-ci seront à l'abri des pressions à la hausse durant les stades ultérieurs de la phase ascendante du cycle.

L'aggravation des perspectives d'inflation a sans doute contribué également à maintenir l'élan de la hausse des prix au cours de la majeure partie de l'année passée. La psychose inflationniste, qui s'est accompagnée de quelques signes de fuite devant la monnaie, est imputable pour une bonne part aux secousses qui ont ébranlé les marchés des changes. Un grand nombre d'investisseurs ont considéré que le dollar n'était pas un havre de sécurité; par ailleurs, l'accès aux devises fortes se trouvait limité par des mesures directes de contrôle des changes. Si le taux de l'épargne individuelle par rapport aux revenus disponibles semble n'avoir fléchi que légèrement, une part croissante de cette épargne pourrait bien s'être tournée vers les actifs réels, tels que maisons, terre et œuvres d'art. Dans ce contexte, l'essor des cours de l'or revêt également une certaine importance. Les biens de consommation durables, eux aussi, ont fait l'objet d'une demande très soutenue dans plusieurs pays. En outre, par l'intermédiaire des mouvements de capitaux spéculatifs, l'incertitude sur l'évolution des changes a alimenté dans quelques cas l'expansion monétaire, qui, à son tour, a aggravé l'inflation.

D'une manière plus banale, les modifications de taux de change ont contribué pour leur part à la montée des prix. Etant donné le caractère oligopolistique du cadre de l'activité industrielle et la résistance des prix à la baisse, les réductions de prix internes (notamment ceux des produits importés) consécutives à l'appréciation de certaines monnaies semblent plus faibles que les révisions en hausse entraînées par la dépréciation des autres. D'une manière générale, il apparaît que la flexibilité accrue des parités tend à exercer un effet inflationniste, outre celui qui peut se produire si les forces poussant à l'ajustement des prix en fonction du taux de change sont de nature à faire de la dépréciation des monnaies un phénomène plus courant que leur appréciation.

Durant la majeure partie de l'année 1972, les politiques budgétaire et monétaire d'un grand nombre de pays ont été généralement axées sur l'expansion. Les gouvernements n'étaient pas disposés à compromettre la reprise économique par des efforts visant à ralentir l'inflation: cette attitude s'explique peut-être, pour partie, par le caractère principalement exogène de la pression à la hausse des prix ou par le scepticisme au sujet de l'influence que peuvent avoir ces politiques sur le taux d'inflation. Dans ces conditions, les autorités ont accordé un intérêt accru au recours à des mesures directes pour contenir les prix et les salaires. Bien que le chapitre suivant retrace, dans toute son ampleur, l'évolution de la politique suivie dans les différents pays, un bref aperçu de ces interventions plus directes sera donné maintenant.

Les Etats-Unis et le Royaume-Uni ont mis en œuvre des mesures de contrôle en bonne et due forme et de portée générale qui marquèrent à l'origine une révision sérieuse de l'attitude de leurs gouvernements respectifs en matière de pilotage de l'économie, le programme américain ayant à peu près un an d'avance sur celui de la Grande-Bretagne. L'inspiration et les méthodes en sont très semblables. C'est ainsi que, dans chacun des deux cas, le programme a commencé par un blocage des prix, des salaires et de certaines autres catégories de revenus. Aux Etats-Unis, ce blocage fut appliqué durant quatre-vingt-dix jours, d'août à novembre 1971, et il a réussi manifestement à réduire le taux d'inflation de manière très sensible. Au Royaume-Uni, il fut en vigueur de novembre 1972 à fin mars 1973 pour ce qui concerne les revenus, et pendant quatre semaines supplémentaires en matière de prix: là aussi, l'objectif limité consistant à endiguer la progression des salaires fut atteint, mais comme on se trouvait en période d'essor des cours des denrées alimentaires et autres matières premières et que le secteur de l'alimentation ainsi que les produits importés étaient exonérés du blocage, le niveau général des prix continua de monter rapidement.

La Phase II du programme anti-inflationniste des Etats-Unis couvrait la période comprise entre novembre 1971 et janvier 1973. Elle assignait une limite générale de 5½% à la hausse annuelle des salaires, fixait un objectif de 2½% pour l'augmentation des prix intérieurs autres que ceux des produits agricoles et plafonnait les relèvements de dividendes. Cette fois encore, la politique officielle, assise sur des textes impératifs, fut largement couronnée de succès, et si le niveau général des prix s'éleva d'environ un point de plus, en pourcentage, que le taux prévu, le fait fut imputable entièrement aux denrées alimentaires exemptes du contrôle.

Cependant, la Phase II était destinée à ne revêtir qu'un caractère temporaire. Indépendamment des arguments portant sur l'efficacité de la répartition des ressources, les autorités reconnaissaient la nécessité d'un cadre plus souple pour les négociations visant au renouvellement, en 1973, de plusieurs accords de salaires à long terme dans des branches importantes; elles craignaient également de voir naître une sérieuse agitation sociale dans le cas où le dispositif de contrôle demeurerait en vigueur bien après le début de l'année. Aussi le mois de janvier 1973 a-t-il vu le passage à la Phase III. Certes, la norme en matière de progression des salaires demeure 5½%, l'objectif pour les prix reste une hausse maximum de 2½% et le plafond des relèvements de dividendes est maintenu à 4%, mais la réglementation limitant les marges bénéficiaires est quelque peu assouplie, la liste des exceptions est allongée dans la plupart des domaines, et l'application du programme relèvera dans une certaine mesure de l'auto-discipline. Le passage à la Phase III s'est fait à un moment où les prix des denrées alimentaires et autres produits primaires subissaient une poussée vigoureuse. Les salaires aussi semblent partis, cette année, pour atteindre un taux de progression supérieur à la norme officielle, étant donné notamment la vive augmentation des bénéfices des entreprises l'an dernier. De ce fait et avec la hausse des cours des matières premières, on est en droit de douter que le dispositif de contrôle prévu au titre de la Phase II fût demeuré efficace. Il apparaît néanmoins que l'instauration de la Phase III a favorisé les ajustements de prix dans le sens de la hausse; les négociations salariales ultérieures en subiront vraisemblablement l'influence. L'Administration, il est vrai, garde en main des pouvoirs de réserve: ainsi que l'a déclaré le Président des Etats-Unis, «le

gouvernement fédéral conservera la faculté... et le devoir... d'intervenir pour interdire toute initiative qui serait incompatible avec nos objectifs anti-inflationnistes». A la fin du mois de mars, les pouvoirs publics ont bloqué les prix de la viande à leur niveau du moment, mais, comme ce niveau était déjà très élevé, l'opinion n'a vu dans cette mesure guère plus qu'un geste symbolique. Au début de mai est intervenue une décision plus importante avec le rétablissement de l'obligation, pour les grandes entreprises, de notifier à l'avance les relèvements de prix de plus de 1,5% par an qu'elles envisageraient.

Au Royaume-Uni, la Phase II est entrée officiellement en vigueur au mois d'avril de l'année en cours. Elle assigne un plafond moyen de 8% aux hausses de salaires, limite en principe les marges bénéficiaires nettes au niveau moyen atteint pendant les deux meilleures des cinq années précédentes et n'autorise les relèvements de prix que dans la mesure où ils compensent l'augmentation de certains coûts, sans permettre la répercussion intégrale de la progression des charges salariales. Les résultats de cette politique semblent, jusqu'à présent, conformes aux prévisions, encore que l'orientation des cours des matières premières maintienne en hausse l'indice des prix à la consommation. Les autorités envisagent de passer à la Phase III plus tard dans l'année, mais ni son contenu ni l'époque de sa mise en application ne sont encore connus.

Sur le continent européen, le Conseil des ministres de la Communauté Economique Européenne a adopté en octobre 1972 un ensemble de résolutions visant à limiter à 4% la hausse des prix de détail dans les pays membres au cours de l'année 1973. La responsabilité des mesures devant concrétiser ces résolutions incombe aux différents pays, et l'on ne saurait guère affirmer que le but ait des chances d'être atteint. Les Pays-Bas ont bien connu le contrôle des revenus et des prix il y a un certain nombre d'années, mais les diverses dispositions adoptées à ce titre s'émoussèrent vers la fin de la précédente décennie. Les efforts vigoureux accomplis plus récemment ont amené la conclusion, en décembre dernier, d'un nouvel accord tripartite entre le salariat, le patronat et le gouvernement. Les conventions collectives demeurent assorties de la clause d'échelle mobile qui permet de compenser finalement, en moyenne, la presque totalité de la hausse du coût de la vie; pourtant le problème des modalités précises de la répartition du bénéfice de ce système a suscité des troubles sociaux au printemps de cette année. En 1973, l'augmentation des salaires en termes réels doit être absorbée en majeure partie par le relèvement des impôts et des cotisations de sécurité sociale, de sorte que la progression des revenus disponibles, toujours en pouvoir d'achat, sera seulement marginale. En matière de prix, les relèvements envisagés sont maintenant assujettis à l'obligation de notification préalable et doivent être justifiés par référence à certaines formules déterminant dans quelle mesure l'évolution des coûts peut être prise en considération.

Que ce soit pour des raisons d'ordre pratique ou pour des motifs politiques, les autres pays adhérant depuis l'origine à la Communauté Economique Européenne n'ont pas donné de caractère officiel à la réglementation des revenus, alors qu'il existe assez généralement, sous une forme ou sous une autre, un contrôle des prix. En mars 1972, il est vrai, à l'expiration des contrats conclus six mois auparavant avec le secteur privé pour limiter la hausse dans le secteur des produits manufacturés,

les autorités françaises assouplirent certains éléments du dispositif de contrôle des prix, mais ce fut, dans la plupart des cas, en échange d'un système qui n'est guère moins rigide, celui des contrats de programme en vertu desquels les entreprises obtiennent la liberté de fixation de leurs prix moyennant assujettissement à une procédure obligatoire d'examen. Le but était de limiter les hausses de tarifs à 3% pour les produits industriels et à 4% pour les services au cours des douze mois suivants. Au mois d'août fut annoncé le blocage des prix dans le secteur public jusqu'à fin mars 1973. En décembre, enfin, furent prises un ensemble de mesures anti-inflationnistes qui comportaient des réductions de taux de la T.V.A. — l'objectif étant de provoquer la baisse de certains prix — ainsi que l'invitation faite aux industriels de limiter à 6% les hausses de salaires et de traitements en 1973. Le système des contrats de programme a été reconduit en avril 1973 pour une nouvelle période de douze mois: les normes fixées sont semblables aux précédentes, mais les conditions retenues en matière de hausse des prix sont légèrement plus libérales. La Belgique, elle, applique depuis plusieurs années un système, couvrant la plupart des produits, qui impose de notifier à une Commission ad hoc les relèvements de prix envisagés. La Commission peut suspendre l'application des hausses pendant une période qui est habituellement de deux mois, mais qui a été portée à quatre mois pour les demandes formulées entre mars et juin 1973 et à trois mois pour celles qui seront présentées en juillet. Des mesures ont été prises récemment pour contrôler plus étroitement le respect des dispositions de la Commission bien que celles-ci n'aient pas, juridiquement, un caractère contraignant. Depuis décembre 1971, en outre, le gouvernement a le pouvoir d'imposer un blocage des prix pour six mois dans tel ou tel cas. L'Italie, pour sa part, s'est dotée d'un système de surveillance des prix, mais le plafonnement n'est autorisé par la loi que pour les différentes formes d'énergie, pour certains services et pour un nombre limité de produits industriels, tels les médicaments, le ciment et le sucre. En Allemagne, enfin, les autorités continuent de se défier des mesures de contrôle direct et s'appuient en toute confiance sur une politique monétaire et budgétaire sévèrement restrictive.

Les pays scandinaves pratiquent depuis longtemps la négociation des conventions collectives au niveau des organismes centraux, les pouvoirs publics se tenant le plus possible à l'écart des discussions. Celles-ci aboutissent habituellement à des accords à l'échelle nationale qui portent sur les salaires de base et couvrent chaque fois une période allant jusqu'à trois ans. En pratique, les taux de hausse réels sont largement supérieurs aux chiffres convenus, du fait du glissement des salaires mais aussi, habituellement, de l'indexation sur le coût de la vie. C'est ainsi qu'en Suède les rémunérations accusent une augmentation excédant considérablement le pourcentage de base de 9% par an fixé dans la convention triennale remontant au milieu de l'année 1971. En Norvège, de même, la clause de l'accord d'avril 1972 limitant à 5,6% l'augmentation globale des salaires sur deux ans doit être jugée conjointement avec les autres dispositions de cet accord concernant les salariés les moins payés, l'indexation, les avantages annexes et les suppléments de rémunération accordés localement. Au Danemark, une nouvelle convention collective nationale valable deux ans a été signée en avril dernier, après que les négociations, dont les clauses relatives à l'échelle mobile constituaient le principal enjeu, eurent provoqué trois semaines de grèves d'une ampleur que le pays n'avait pas connue depuis 1936. L'accord aura pour effet, estime-t-on, de faire

progresser les salaires de 9% par an, compte non tenu du glissement. Dans le domaine des prix, la Norvège et le Danemark appliquent depuis longtemps un système de surveillance, le premier de ces pays ayant d'ailleurs renforcé le sien au début de 1973 à la suite d'un blocage d'une durée de quatre mois. Quant à la Suède, elle a institué un régime analogue au cours du premier semestre de 1972 après une période de quasi-blocage durant laquelle les augmentations de prix ne furent autorisées que si elles étaient véritablement justifiées. Ultérieurement, les pouvoirs publics ont décrété un blocage général des prix de la viande et des produits laitiers pour toute l'année 1973, l'engagement étant pris de subventionner les producteurs.

Parmi les autres pays d'Europe, la Suisse a inauguré en décembre 1972 un système de surveillance des salaires, prix et bénéfices dans le cadre d'une série de mesures anti-inflationnistes reposant, par ailleurs, sur une politique budgétaire et monétaire restrictive; au demeurant, la revalorisation sensible du franc suisse permet d'escompter une certaine atténuation de la demande sur le marché du travail. Le gouvernement autrichien, pour sa part, s'est engagé en novembre 1972 à maintenir les prix à un niveau constant dans différents secteurs, ceux notamment des produits alimentaires et des combustibles, pendant une période de durée variable; le mois suivant, un accord était conclu au sein du secteur privé, aux termes duquel celui-ci acceptait, de son plein gré, de limiter strictement la progression tant des salaires que des prix et ce, pendant une première période de six mois.

Monnaie, crédit et taux d'intérêt.

Pour la seconde année de suite, l'expansion monétaire a pris des proportions considérables, parfois même impressionnantes, sous l'influence de plusieurs facteurs. Presque toutes les banques centrales ont pratiqué une politique d'aisance monétaire depuis le début de 1972, sinon auparavant, pour combattre la mollesse de l'économie. Pourtant le taux d'inflation par les coûts est demeuré élevé l'an passé, et la progression de l'activité a été rapide dans les derniers mois. Cette situation a contribué au raffermissement de la demande de crédits du secteur privé, la nécessité de reconstituer la liquidité après une période de restrictions monétaires ayant agi dans le même sens. La forte demande de produits de consommation durables et de biens immobiliers a également stimulé le crédit bancaire. Sans doute aussi cherchait-on à prévenir un resserrement du crédit qui pouvait intervenir dans un avenir assez proche.

A ces éléments, il convient d'ajouter, dans plusieurs Etats, le financement du déficit du secteur public, procédé auquel on avait également recouru pour relancer l'économie. Enfin, les mouvements internationaux de capitaux ont contribué à inonder les canaux de distribution des liquidités dans les pays excédentaires.

Par suite de la reprise vigoureuse de l'activité économique l'an dernier, le taux de croissance de la masse monétaire, entendue au sens large du terme, est passé à plus de 10% aux Etats-Unis, tandis que dans la plupart des pays d'Europe occidentale, ainsi qu'au Canada et au Japon, sa progression s'est située entre 13 et 28%. Presque partout la croissance de la masse monétaire a excédé de beaucoup celle du produit national brut, non seulement en termes réels, mais également à prix courants. Presque

partout les autorités ont dû revenir, dans le cours de l'année, à une politique monétaire plus restrictive, à la suite de quoi les taux d'intérêt à court terme ont fortement monté.

Le principal facteur de la croissance monétaire a été la progression remarquable des crédits bancaires au secteur privé. Les emprunts effectués par les entreprises se sont fortement accrus pendant toute l'année aux Etats-Unis; ailleurs, leur essor a suivi l'accentuation de la reprise. En outre, la demande de prêts à la construction de logements a généralement été vive dans les grands pays, qui ont connu pour la plupart une poussée du crédit à la consommation. A signaler enfin – ce phénomène traduisant en partie l'extension de la psychose inflationniste – le recours accru à l'emprunt bancaire pour financer des placements en biens immobiliers ou en actions, notamment au Royaume-Uni et au Japon.

Les prêts des banques au secteur public ont également augmenté l'an dernier dans la plupart des nations, les Pays-Bas constituant à cet égard une exception notable: les autorités centrales et les collectivités locales de ce pays ont en effet, les unes et les

Masse monétaire.

Pays		1969	1970	1971	1972			1973	
		Déc.	Déc.	Déc.	Mars	Juin	Sept.	Déc.	Mars
variations en pourcentage sur douze mois									
Etats-Unis	M 1	3,5	6,0	6,6	6,7	5,4	6,5	8,3	6,4
	M 2	2,5	8,3	11,3	10,3	9,3	10,5	10,8	9,0
Canada	M 1	4,4	5,0	19,9	10,8	9,5	13,5	11,8	15,0
	M 2	4,3	10,3	16,4	16,6	16,9	16,6	14,5	12,8
Japon	M 1	20,6	16,8	29,7	27,7	19,9	19,6	24,7	27,4
	M 2	18,5	16,9	24,3	24,0	22,8	22,0	24,7	25,1
Belgique	M 1	2,6	8,3	10,1	13,3	14,5	12,6	14,0	15,1
	M 2	7,7	8,2	12,9	15,3	15,7	14,6	16,1	16,8
France	M 1	0,4	11,0	11,0	11,9	12,9	15,0	15,4	10,4
	M 2	6,1	15,0	17,7	17,5	18,9	19,9	18,5	13,9
Allemagne	M 1	6,4	8,8	12,3	15,0	14,0	14,1	14,6	13,8
	M 2	10,2	10,5	14,5	13,4	14,4	15,7	17,0	20,5
Italie	M 1	15,7	27,2	18,8	19,0	17,7	16,7	17,2	20,0*
	M 2	11,4	13,6	17,1	18,9	18,4	17,8	18,0	19,3*
Pays-Bas	M 1	8,1	11,8	15,0	19,0	18,5	20,6	16,7	16,2
	M 2	10,5	10,5	10,2	9,8	11,5	9,8	13,0	16,2
Suède	M 1	-3,8	9,2	9,3	12,4	11,5	7,8	7,4	11,2
	M 2	2,1	4,6	10,8	12,4	13,5	13,1	13,1	11,8
Suisse	M 1	6,9	7,3	39,5	40,9	30,4	5,3	3,0	-1,5
	M 2	18,9	8,9	26,6	21,4	20,4	-0,9	0,7	3,3
Royaume-Uni	M 1	0,3	9,3	15,1	15,2	19,3	16,8	14,9	11,2
	M 2	3,1	9,5	13,0	15,4	23,8	25,9	27,7	27,4

* Janvier.

Note: M 1 = Monnaie et dépôts à vue.

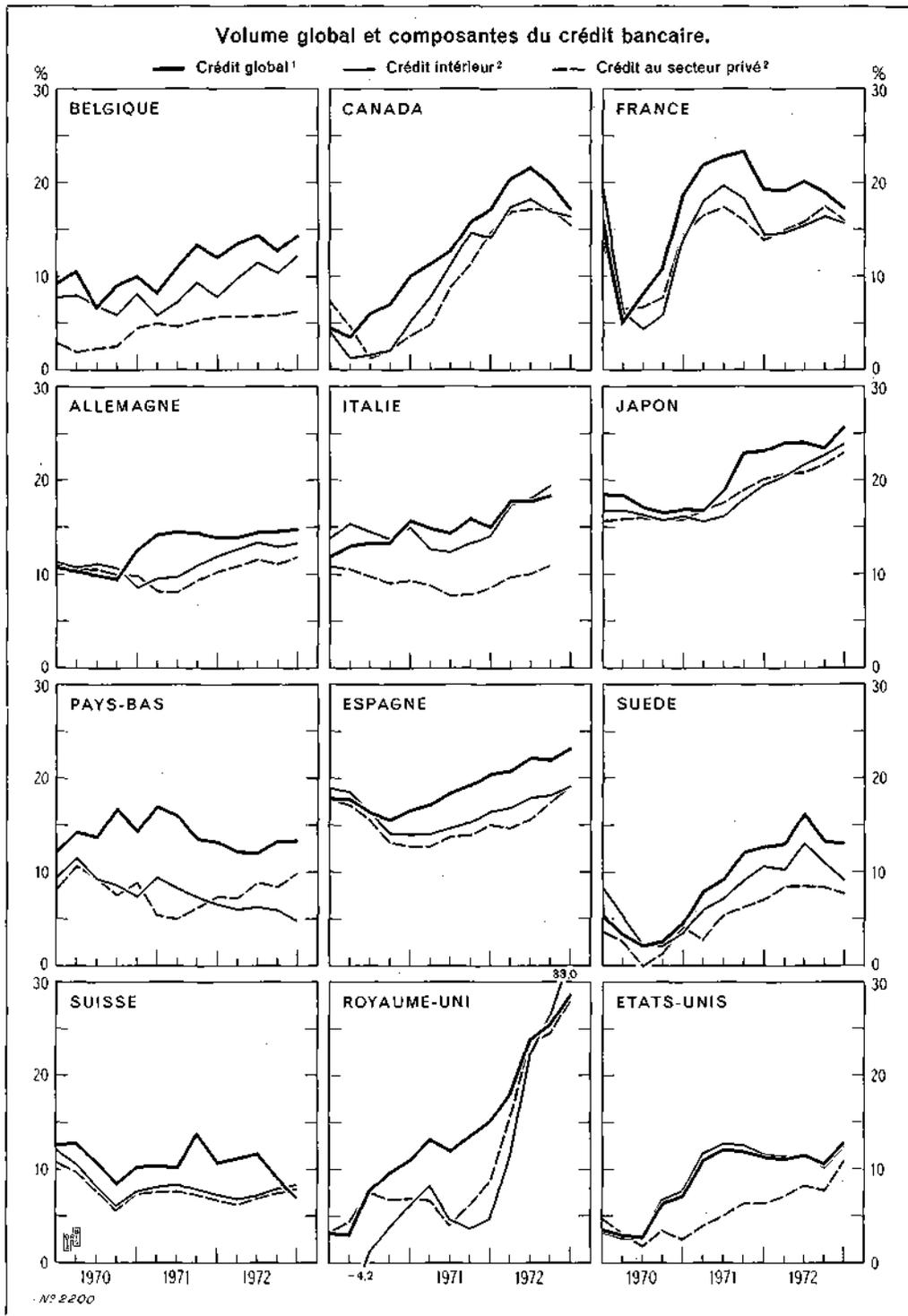
M 2 = Somme de M 1 et de la quasi-monnaie (calculée selon les définitions nationales, qui varient d'un pays à l'autre).

autres, réduit leur déficit, tout en se procurant un volume plus important de crédits à long terme en dehors du système bancaire. L'Etat français a maintenu son budget en équilibre et, comme en 1971, diminué son endettement net à l'égard des banques. En revanche, les gouvernements de la Belgique, de l'Italie, du Japon, du Royaume-Uni et de la Suède ont adopté un budget d'expansion, financé en grande partie par le recours au crédit bancaire. Les emprunts des collectivités locales sont responsables, pour la plus grande part, du développement des prêts des banques au secteur public en Allemagne et en Suisse. Aux Etats-Unis également, les banques ont surtout acquis des titres des Etats et des collectivités locales, tandis que le volume de leur portefeuille de valeurs du Trésor n'a presque pas varié.

Les excédents de balance des paiements ont fortement contribué à l'expansion monétaire, l'an dernier, en Allemagne, en Belgique, en France, au Japon, aux Pays-Bas et en Suède. La progression des avoirs publics de change a été toutefois plus faible qu'en 1971, sauf en Allemagne et aux Pays-Bas, et s'est sensiblement ralentie au second semestre. Tout en s'efforçant de réduire l'incidence des entrées de capitaux sur la liquidité des banques, les autorités monétaires ont estimé ne pas pouvoir pousser leur action compensatrice au-delà de certaines limites. En Italie et au Royaume-Uni, en revanche, où l'on avait également enregistré des entrées nettes en 1971, la position créditrice nette du système bancaire à l'égard de l'étranger a fléchi l'an dernier. Le nouveau raz-de-marée qui a marqué le début de 1973 a surtout déferlé sur l'Allemagne, encore que l'afflux ait été assez important dans un certain nombre d'autres pays.

Au Royaume-Uni, l'application en 1971 des nouvelles dispositions sur le contrôle du crédit a entraîné une vive progression des avoirs liquides détenus par les particuliers et les sociétés commerciales. De plus on a observé dans ce pays, ainsi qu'au Canada et aux Etats-Unis, que par suite de retards dans l'ajustement des conditions débitrices des banques, les taux de base pratiqués par celles-ci ont été parfois inférieurs à certains taux créditeurs, d'où l'intérêt accru du recours à l'emprunt pour se procurer des liquidités. Aux Etats-Unis, la Réserve Fédérale a maintenu une orientation légèrement expansionniste, en s'assignant à partir de février des objectifs globaux en matière de croissance des réserves bancaires; toutefois elle laissa monter les taux d'intérêt à court terme au fur et à mesure que s'intensifiait la demande de crédit. Au Canada, les pouvoirs publics se sont efforcés de limiter l'expansion des réserves des banques, tout en évitant des hausses de taux d'intérêt qui auraient risqué d'entraver la reprise de l'économie interne et d'encourager l'importation de capitaux. En Italie et en Suède, les autorités ont poursuivi une politique libérale à cet égard tout au long de 1972; celles du Royaume-Uni et du Japon ont fait de même pendant la majeure partie de l'année.

En Allemagne, en Belgique, en France, aux Pays-Bas et en Suisse, les autorités n'ont, en revanche, guère tardé l'an dernier à adopter une politique de limitation de la liquidité bancaire, bien que, pour des raisons d'ordre extérieur et, parfois aussi, intérieur, il leur en coûtât toujours de voir les taux d'intérêt monter fortement. En vue de préserver les conditions monétaires internes, l'Allemagne, les Pays-Bas et la Suisse ont renforcé les mesures sélectives de contrôle direct, tandis que la Belgique et la France s'en remettaient essentiellement au système du double marché des changes. Lorsque, au printemps et en été, les capitaux affluèrent néanmoins de l'étranger,



¹ Variation en pourcentage calculée sur douze mois. ² Part prise, exprimée en points, dans la variation (en pourcentage) du crédit bancaire global. Le crédit bancaire global est égal à la somme du crédit bancaire intérieur et des avoirs de change nets; le crédit bancaire intérieur est égal à la somme du crédit au secteur privé et du crédit au secteur public.

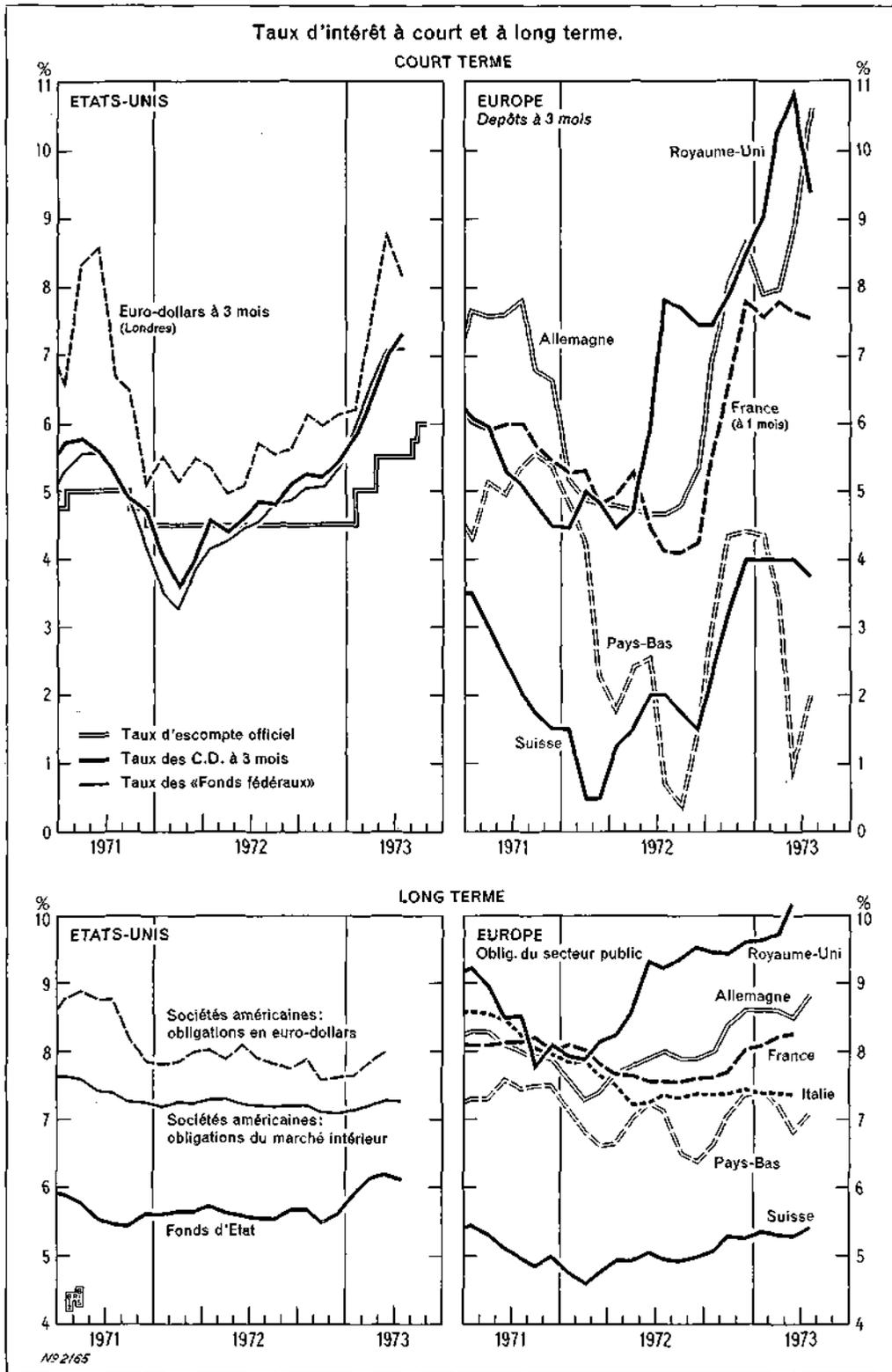
la neutralisation des liquidités fut principalement assurée soit par l'instauration ou le renforcement du système des réserves minimums ou du dépôt obligatoire en compte bloqué, soit par la réduction des contingents de réescompte des banques. L'Allemagne a également recouru à des moyens d'action de ce genre pour compenser l'incidence sur les réserves bancaires du remboursement de la surtaxe qui avait été instituée pour freiner la conjoncture et dont le produit avait été stérilisé à la Bundesbank. Dans ces divers pays, les opérations de gestion de la dette publique ont été utilisées également l'an dernier pour modérer l'accroissement de la liquidité bancaire.

A l'automne, devant l'accélération des hausses de prix et l'amenuisement des marges de ressources inutilisées, la nécessité se fit sentir de maîtriser l'expansion monétaire. A la faveur de la stabilité du dollar dans les derniers mois de l'année et de la vive progression des taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis, les autorités des autres pays ont pu reprendre le contrôle des réserves bancaires et disposer d'une marge de manœuvre plus large pour exercer une action restrictive par les taux d'intérêt. A la fin d'octobre, un accord valable pour les années 1973 et 1974 est intervenu au sein de la Communauté Economique Européenne, aux termes duquel les pays membres doivent ramener progressivement la croissance de la masse monétaire au même taux que celui du produit national brut en volume augmenté de 4%, pourcentage auquel ils souhaitent limiter la hausse des prix à la consommation.

A la fin de 1972 et au début de 1973, le caractère restrictif de la politique monétaire s'est accentué presque partout; cette évolution a été inaugurée par le relèvement en série dans l'ensemble de la C.E.E., entre octobre et décembre 1972, des taux des concours accordés par les banques centrales. Au Royaume-Uni, le taux dit de la Banque, qui était alors de 6%, a été remplacé en octobre par un taux minimum d'avances de la banque centrale lié au taux d'adjudication des bons du Trésor; ce nouveau taux directeur, fixé initialement à 7¼%, a atteint 9% vers la fin de l'année. A côté d'un contrôle des changes renforcé, d'autres mesures visant à réduire la liquidité bancaire – relèvement des coefficients de réserves obligatoires, obligation de constituer des dépôts en compte bloqué ou réduction des facilités de réescompte – ont été appliquées dans plusieurs pays membres de la C.E.E. ainsi qu'au Japon et en Suisse.

L'encadrement du crédit bancaire, sous forme de limitation générale ou par voie de directives, a été instauré en France et au Japon, le dispositif de plafonnement en vigueur ayant été reconduit ou renforcé au Danemark et en Suisse. Des mesures de restriction sélective du crédit à la consommation ont été adoptées en Belgique, en France et en Suisse, tandis qu'au Japon des dispositions ont été prises pour limiter les prêts destinés à financer les investissements sous forme de stocks ou de biens immobiliers. Au cours des cinq premiers mois de 1973, le taux d'escompte officiel a été relevé – dans des proportions parfois importantes – en Allemagne, en Belgique, au Canada, aux Etats-Unis, au Japon et en Suisse. En mai dernier, les autorités monétaires des Etats-Unis ont suspendu le plafonnement, en vertu du Règlement Q, des taux d'intérêt payables sur les certificats de dépôt d'un montant élevé et égalisé les coefficients de réserves obligatoires applicables d'une part aux emprunts contractés par les banques à l'étranger et, d'autre part, à leurs exigibilités envers les résidents sous forme de certificats de dépôt et de «papier commercial»

Taux d'intérêt à court et à long terme.



émis par des sociétés apparentées aux dites banques. La principale exception à cette tendance assez générale au durcissement de la politique monétaire a été le cas de l'Italie, où les autorités ont continué de donner la priorité à la relance de l'économie et proposèrent aux banques, en décembre, des facilités de swaps en devises à des conditions privilégiées pour les encourager à se procurer des liquidités à l'étranger. La politique monétaire est également restée assez libérale en Suède et, dans une certaine mesure, au Canada.

Les taux d'intérêt à court terme ont monté pendant le second semestre de 1972 de part et d'autre de l'Atlantique, et le mouvement s'est poursuivi dans les premiers mois de 1973. Aux Etats-Unis, le taux des «fonds fédéraux» a progressé à une allure sans précédent, atteignant par moments 10% en mars 1973, alors qu'il était passé par un creux de 3% un an auparavant. Le mouvement ascendant a toutefois été moins rapide pour les autres taux à court terme, qui étaient en général, en mai 1973, en hausse d'environ deux points et demi par rapport à l'époque correspondante de l'année antérieure. Au Royaume-Uni, le loyer de l'argent à court terme est monté en flèche pendant la crise de la livre sterling de l'été 1972, mais dans les autres pays d'Europe occidentale les taux du marché monétaire sont généralement restés assez stables jusqu'à l'automne, s'établissant à des niveaux inférieurs, en fin de compte, à ceux du début de l'année. Par la suite, sous l'influence des mesures de resserrement monétaire, ils se sont fortement tendus jusqu'à la nouvelle crise des changes au début de 1973. De ce fait, les taux débiteurs des banques commerciales dans plusieurs pays européens, et plus particulièrement en Allemagne, se sont orientés à la hausse et l'écart les séparant des conditions pratiquées par les banques américaines s'est élargi. Au Japon, le taux de l'argent au jour le jour a continué de fléchir, le mouvement ne s'étant inversé qu'en décembre. Au Canada, la progression notable enregistrée au début de l'année a laissé cependant les taux à court terme, au printemps, à un niveau sensiblement inférieur à celui des taux comparables en vigueur aux Etats-Unis.

L'évolution de la situation postérieurement à l'Accord de Washington et la crise monétaire de 1973.

Les événements qui se sont produits au cours de l'année 1972 et pendant les premiers mois de cette année, dans le cadre d'un système monétaire international assez malmené, laissent l'impression que l'œuvre amorcée à la suite des bouleversements de 1971 n'a pas été menée à terme. Considérés dans une perspective plus vaste, ils constituent un nouvel épisode de la crise plus ou moins permanente qui a régné depuis 1967.

L'Accord de Washington, qui tentait d'établir une nouvelle structure durable de taux de change fixes, avait deux objectifs, l'un immédiat et l'autre à plus long terme. L'objectif immédiat était de ramener la confiance sur les marchés des changes et d'y rétablir des conditions normales, de façon à amorcer le reflux vers les Etats-Unis des capitaux qui avaient quitté ce pays précédemment. Le but à plus long terme — fondamental celui-là — était de parvenir à la correction du déséquilibre structurel des paiements entre les Etats-Unis, déficitaires, et quelques autres pays dont la balance des opérations courantes dégageait des soldes créditeurs excessifs. En réalité, l'objectif immédiat n'a pas été atteint, et aucun progrès tangible n'a pu être obtenu non plus en 1972 en

ce qui concerne le processus d'ajustement à long terme. Au début de 1973, par suite, la situation est, une fois de plus, devenue critique et le dollar a été dévalué de nouveau le 13 février; presque immédiatement, toutefois, s'est déclenchée une autre vague d'agitation monétaire, qui a entraîné en mars la suspension forcée du système des taux de change fixes. Pour pouvoir comprendre comment on en est arrivé là un peu plus d'un an après l'Accord de Washington, il convient d'examiner les événements de 1972-73 à la lumière des objectifs, tant immédiats qu'à plus long terme, du réaligement monétaire de 1971.

Evolution de la situation sur les marchés des changes. A la réouverture des marchés des changes, au lendemain de l'Accord de Washington, le dollar a fait immédiatement preuve d'une grande fermeté. Il a tout de suite été coté bien au-dessus de son nouveau taux «central» ou «moyen» par rapport aux autres grandes monnaies, dont quelques-unes — la livre sterling, le franc français commercial et la lire — sont descendues jusqu'au voisinage de la limite inférieure d'intervention. Cette réaction, qui s'explique par un mouvement, assez naturel, de reflux de fonds en direction des Etats-Unis, a toutefois été de courte durée, et cela pour plusieurs raisons.

En premier lieu, ni l'évolution des taux d'intérêt, ni la situation sur les marchés des changes ne favorisaient à ce moment-là un renversement prolongé des mouvements de capitaux. Le loyer de l'argent à court terme aux Etats-Unis était plus bas que sur les autres grandes places financières, à l'exception de la Suisse; comme les autres monnaies étaient cotées sensiblement au-dessous de leur nouveau taux central par rapport au dollar, il y avait beaucoup plus de place, à l'intérieur de la limite de 4½% nouvellement assignée aux fluctuations des taux de change, pour une baisse de la devise américaine que pour son renchérissement.

L'élément capital, toutefois, fut le fait fâcheux que le réajustement en lui-même n'a généralement pas permis de rétablir la confiance ni dans le dollar, ni à plus forte raison dans le système monétaire. Etant donné la gravité du problème posé par la balance des paiements des Etats-Unis, la dévaluation de 7,9% — même si l'on ajoutait à son incidence celle de la réévaluation de certaines autres monnaies — semblait «un peu juste» à maints observateurs du marché, d'autant plus qu'on savait que les autorités américaines elles-mêmes estimaient nécessaire un ajustement plus important. Compte tenu de l'inconvertibilité du dollar, la dévaluation de la monnaie américaine était manifestement insuffisante. L'opinion ne voyait guère en quoi le fait d'avoir porté de \$35 à \$38 l'once le prix auquel le Trésor des Etats-Unis se refusait à acheter et à vendre de l'or pouvait avoir sensiblement modifié la situation, et elle n'eut même pas la consolation de voir se rétrécir si peu que ce soit l'écart entre la valeur officielle de l'or et son prix sur le marché puisque ce dernier accusa très vite une hausse de \$3 et plus.

Un autre facteur qui explique le manque de confiance est le fait que la dévaluation du dollar ne s'était pas accompagnée, aux Etats-Unis, du moindre durcissement de la politique monétaire et budgétaire. Du point de vue de l'économie interne, cette attitude s'expliquait par des raisons parfaitement valables: contrairement à ce qui se passe généralement dans le cas d'un ajustement monétaire de ce genre, le taux de change du dollar a été abaissé à une époque de chômage excessif, et non pas de

demande excédentaire. Il n'empêche que, pour le marché, une dévaluation non accompagnée d'un resserrement quelconque sur le plan interne était aussi incomplète qu'une maison sans toit.

Enfin, on se rendit bien vite compte que les effets favorables sur la balance de base des Etats-Unis ne se feraient sentir, en tout état de cause, qu'au bout d'un temps assez long et que dans l'intervalle – à moins d'un reflux notable des capitaux à court terme – les autres pays devraient continuer à acheter des dollars inconvertibles en quantités importantes.

Pour toutes ces raisons, le dollar connut un nouvel accès de faiblesse au cours de janvier, et l'on assista, en février et au début de mars, à une reprise de l'agitation monétaire, qui mit pour la première fois à l'épreuve le nouveau régime des taux de changes. Les capitaux fuyant le dollar se sont concentrés cette fois sur les monnaies du Benelux, le deutsche mark et le yen, c'est-à-dire précisément sur les monnaies qui avaient été réévaluées quelques semaines auparavant. Sur les marchés des changes, toutes ces monnaies ont atteint, ou approché de très près, leur nouveau plafond par rapport au dollar, la Bundesbank et la Banque du Japon ayant ainsi dû acheter chacune quelque \$700 millions sur le marché en février, tandis que la Nederlandsche Bank, en l'espace de deux jours, absorbait \$400 millions de moyens de change au début du mois de mars. Indépendamment de ces interventions sur le marché, les autorités des pays concernés ont pris, en vue d'endiguer les entrées de fonds, diverses mesures parmi lesquelles il convient de relever surtout l'application d'un système de «Bar-depot» (dépôt comptant) aux emprunts des entreprises allemandes à l'étranger. Peu de temps après, dans la deuxième semaine de mars, la réunion mensuelle des dirigeants de banques centrales à la B.R.I., à Bâle, permit d'attirer l'attention du marché sur la volonté collective de soutenir la grille de taux de change établie par l'Accord de Washington.

Ces mesures réussirent à calmer les marchés et à faire baisser la pression sur le dollar. La période de trois mois qui suivit – de la mi-mars à la mi-juin – fut marquée par une détente relative, favorisée à la fois par la dévaluation «de jure» du dollar en avril et par une certaine convergence des taux d'intérêt à court terme pratiqués respectivement aux Etats-Unis et en Europe, les premiers montant tandis que les seconds baissaient. Il est vrai que la plupart des autres grandes monnaies continuaient de se maintenir très nettement au-dessus de leurs nouveaux taux centraux par rapport au dollar, mais aucun signe ne laissait prévoir dans l'immédiat une reprise des troubles.

Dans la troisième semaine de juin, cependant, se développa un fort courant de ventes de sterling, et les autorités décidèrent, le 23 juin, de laisser flotter le cours de la livre. Cette première brèche dans la structure des taux de change établie par l'Accord de Washington a, dès l'abord, mis en évidence la fragilité de la confiance dans le dollar, puisqu'on assista alors à une recrudescence des sorties de fonds des Etats-Unis. Le risque existait de voir se produire de nouvelles modifications de taux de change, pour la raison notamment que le déficit de la balance commerciale des Etats-Unis se maintenait en permanence, depuis février, au niveau de \$7 milliards à \$8 milliards sur une base annuelle. La situation se compliquait du fait que les opérations de soutien de la livre par les banques centrales, pendant la semaine

de crise, s'étaient effectuées dans le cadre des dispositions prises par la C.E.E. pour maintenir à l'intérieur d'une marge de 2,25% l'écart instantané des taux de change réciproques au comptant des monnaies communautaires. Bien que n'étant pas encore membre de la C.E.E., le Royaume-Uni avait déjà accepté de se conformer à ces dispositions; or il arriva que, au moment du déclenchement de la crise du sterling, le cours de la livre se situait à près de 2,25% au-dessous de sa parité par rapport au franc français — la monnaie la plus forte de la C.E.E. à ce moment-là — tout en dépassant très légèrement son taux central vis-à-vis du dollar E.U. Les interventions de soutien de la livre opérées par les pays de la C.E.E. en monnaies communautaires eurent pour résultat de freiner la baisse du sterling par rapport au dollar et de réduire l'appréciation des devises les plus fortes de la C.E.E. vis-à-vis de la monnaie américaine. De fait, le 22 juin, la livre se maintenait sensiblement au-dessus de son cours plancher par rapport au dollar, malgré des sorties de \$2,6 milliards à Londres, alors que le franc belge, le franc français et le deutsche mark avaient baissé respectivement de 1,3, 1,0 et 0,9% par rapport au dollar d'une semaine à l'autre. Ces monnaies paraissaient donc relativement bon marché.

Dès que la livre se mit à flotter, le franc commercial belge, le franc commercial français, le deutsche mark et le florin montèrent tous à leur cours plafond par rapport au dollar, tandis que le franc suisse était coté à un certain moment 3% au-dessus de sa parité vis-à-vis de la monnaie américaine. Puis de nouvelles restrictions sur les entrées de capitaux furent annoncées par l'Allemagne, le Japon, les Pays-Bas et la Suisse, ce dernier pays imposant désormais un intérêt négatif de 2% par trimestre sur l'accroissement des dépôts en francs suisses constitués par des non-résidents auprès de banques établies en Suisse. En dépit de ces mesures, les réserves des pays du Groupe des Dix autres que les Etats-Unis et le Royaume-Uni accusaient à la mi-juillet une augmentation de \$8,3 milliards par rapport à fin mai, l'Allemagne entrant pour près de \$5 milliards et la Suisse pour un peu plus de \$1 milliard dans cette progression. Le rapprochement de ces chiffres et de la perte de \$3 milliards de réserves subie par le Royaume-Uni en juin-juillet donne à penser que l'assaut contre le dollar a porté sur près de \$5 milliards pendant les trois semaines ayant précédé la mi-juillet.

Outre le fait que toute dépréciation du sterling entraînait ipso facto une certaine érosion de la dévaluation de fait du dollar de décembre 1971, le climat d'incertitude qui régnait fut aggravé par les bruits selon lesquels les Ministres de la C.E.E., qui devaient se réunir les 17 et 18 juillet, pourraient annoncer un flottement conjoint de leurs monnaies par rapport au dollar. En fait, ils réaffirmèrent leur détermination de s'en tenir à la grille de taux de change existante. Leur décision fut suivie le 19 juillet de la reprise — pour la première fois depuis août 1971 — des opérations de soutien du dollar par le Système de Réserve Fédérale. En même temps, il était annoncé que les accords de swap de la Réserve Fédérale, qui avaient été suspendus en août 1971, étaient remis en vigueur et que les autorités américaines étaient disposées à utiliser en cas de besoin les facilités ainsi offertes. Une fois de plus, la pression sur le dollar s'est immédiatement relâchée. Seul le cours du yen s'est maintenu continuellement à sa limite supérieure presque jusqu'à la fin de l'année, les réserves japonaises s'étant encore accrues pendant cette période de \$2,5 milliards. Cela mis à part, les derniers mois de 1972 ont été caractérisés par la stabilité du dollar sur les marchés des changes.

Ce redressement était évidemment, en partie, le résultat direct des différentes mesures prises en juillet. La reprise des interventions de la Réserve Fédérale sur le marché des changes, notamment, a été considérée par le marché – en dépit de leur modicité – comme l'indication que les Etats-Unis étaient prêts à jouer leur rôle dans la défense de l'accord monétaire de décembre 1971, et cette impression a certainement été renforcée par l'attitude constructive que M. Georges Shultz, Secrétaire au Trésor des Etats-Unis, a adoptée à l'Assemblée générale du Fonds Monétaire en septembre à l'égard de la réforme du système monétaire international. D'une façon plus générale, on a observé au cours des derniers mois de l'année les signes d'un revirement assez marqué dans l'opinion du marché au sujet de l'évolution ultérieure du dollar. Les perspectives économiques aux Etats-Unis paraissaient encourageantes, car le rythme d'expansion y était beaucoup plus rapide qu'en Europe occidentale, tandis que la hausse des prix à la consommation était nettement plus faible. Un autre facteur favorable a été la vive progression des taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis depuis le début de 1972. Le taux d'adjudication des bons du Trésor à trois mois, qui était passé de 3,2% à un peu plus de 4% entre février et juillet, se situait légèrement au-dessus de 5% en décembre.

Ces facteurs favorables ne constituaient cependant qu'un aspect de la situation. A partir de l'automne 1972, la hausse des taux d'intérêt a été plus forte en Europe qu'aux Etats-Unis, étant donné notamment que les autorités des pays européens virent alors dans le raffermissement du dollar l'occasion de recourir à une politique monétaire plus énergique pour lutter contre l'inflation. En outre, malgré le fléchissement de près de \$2 milliards, entre août et décembre 1972, de l'ensemble des réserves des pays européens du Groupe des Dix, il ne se produisit, cette fois encore, aucun reflux de fonds d'une certaine ampleur en direction des Etats-Unis, bien que la rémunération des placements de non-résidents en autres monnaies fortes fût généralement plus faible. Enfin, et surtout, peu de progrès furent enregistrés dans la réalisation de l'objectif fondamental de l'Accord de Washington, à savoir l'établissement d'un meilleur équilibre de base dans la structure des paiements internationaux. On pouvait donc dire à la fin de l'année que, d'une façon ou d'une autre et tôt ou tard, il faudrait que la situation de fond dans le domaine des paiements et la situation sur les marchés des changes tendent à se rapprocher.

Il se révéla que la chose se faisait sans tarder. Le 22 janvier 1973, l'Italie entreprit d'enrayer les sorties persistantes et massives de capitaux en réduisant les délais accordés pour le paiement anticipé des importations et pour le recouvrement différé du produit des exportations, et en instituant un marché des changes distinct pour les transactions financières, sur lequel la lire flotterait librement. Le même jour, le franc suisse, qui était déjà la monnaie européenne la plus ferme par suite, entre autres, de la sévérité de la politique monétaire helvétique, montait à son cours plafond contre dollar. Ayant dû acheter un montant assez considérable de dollars sur le marché les 22 et 23 janvier, les autorités de Berne décidèrent de laisser flotter leur monnaie de façon à cesser de déverser des liquidités dans l'économie et d'aller ainsi à l'encontre de leur politique anti-inflationniste. A la fin du mois de janvier, le franc suisse s'était encore apprécié d'environ 3% par rapport au dollar E.U.; à la même date, le dollar accusait un fléchissement vis-à-vis de toutes les autres principales monnaies. Le 1er février

se déclenchait une nouvelle vague spéculative, d'une ampleur sans précédent, contre le dollar. Au nombre de ses causes figurent la publication aux Etats-Unis des chiffres révélant l'ampleur énorme du déficit de la balance commerciale pour l'année 1972 et la crainte que les autorités de ce pays ne réussissent moins bien à contenir l'inflation durant la Phase III. Les raisons plus profondes furent toutefois que les marchés virent dans les initiatives prises par les autorités italiennes et suisses une confirmation des progrès qu'avait faits dans le monde l'idée du recours éventuel à une flexibilité sensiblement plus grande des taux de change, et que la perspective de nouvelles mesures allant en ce sens suscita de brusques mouvements de capitaux. Pendant les sept premiers jours ouvrables de février, les autorités monétaires des pays du Groupe des Dix achetèrent quelque \$8 milliards sur le marché, dont environ \$6 milliards pour l'Allemagne et la moitié du reste pour le Japon. Le vendredi 9 février, la situation était devenue intenable, et la plupart des marchés des changes furent fermés au début de la semaine suivante. Au terme d'une série de consultations internationales rondement menées, une nouvelle dévaluation du dollar, de 10%, fut annoncée le 13 février; le lendemain le cours du yen et celui de la lire commerciale furent libérés. Cette décision des Etats-Unis contraste avec le refus peu réaliste que ceux-ci opposaient à toute dévaluation de leur monnaie après l'avoir officiellement déclarée inconvertible le 15 août 1971.

A la réouverture des marchés le 14 février, la cotation du yen fit rapidement apparaître une appréciation de 5% s'ajoutant à la dévaluation du dollar. Autrement, la monnaie américaine fut d'abord assez ferme, et les autorités allemandes purent revendre une partie — près de \$1 milliard — des devises entrées précédemment. Cependant, il apparut bien vite que la crise n'était pas terminée. Le dollar recommença à s'affaiblir à partir du 21 février, et le 1er mars il se situait à son nouveau cours plancher à l'égard de l'ensemble des principales monnaies à taux de change fixe. Dans le camp des monnaies flottantes, le franc suisse et le yen accusaient à ce moment-là une revalorisation de 12 et 7½% respectivement par rapport au dollar récemment dévalué. A la suite de nouveaux achats massifs de dollars par les autorités le 1er mars, dont \$2,7 milliards par la Deutsche Bundesbank, les marchés des changes furent fermés une fois de plus et une nouvelle série de consultations officielles fut entamée.

Cette fois, cependant, l'opinion prévalut qu'il était vain de revenir aux parités fixes entre le dollar E.U. et les autres principales monnaies. Le marché était en plein désarroi; la dévaluation de 10% du dollar était jugée suffisante pour permettre d'obtenir, avec le temps, l'ajustement de la situation des paiements dans les proportions requises, et l'on estimait qu'il n'était guère possible, dans l'intervalle, de défendre les nouveaux taux centraux en continuant à intervenir sur les marchés jusqu'à ce que les déséquilibres fondamentaux dans les transactions commerciales et dans les paiements aient été considérablement atténués. En d'autres termes, le retour à la confiance passait par l'obtention de résultats concrets.

Plutôt que d'accepter les complications qu'entraînerait au sein de la C.E.E. un flottement intégral, six pays de la Communauté — l'Allemagne fédérale, la Belgique et le Luxembourg, le Danemark, la France et les Pays-Bas — ont décidé le 12 mars de maintenir les variations des taux de change entre leurs monnaies à l'intérieur d'une marge de 2¼% de part et d'autre de leur parité réciproque théorique, tout en laissant

le marché déterminer la position vis-à-vis du dollar de leurs monnaies considérées dans leur ensemble. Simultanément, le deutsche mark a été réévalué de 3%. L'Italie et le Royaume-Uni, ainsi que, du même coup, l'Irlande, dont la monnaie demeure au pair avec le sterling, continuaient de laisser flotter leurs monnaies individuellement, tout en exprimant leur intention de s'associer au flottement concerté dans le cadre de la C.E.E. dès que les circonstances le permettraient. Le Canada, le Japon et la Suisse maintinrent également pour leurs devises respectives le régime du flottement. Par la suite, la Norvège et la Suède ont décidé d'adhérer au bloc monétaire européen. Le schilling autrichien a été réévalué de 2¼%, et les autorités continuent de maintenir son cours à un niveau stable, en moyenne, par rapport aux monnaies des principaux partenaires commerciaux de l'Autriche.

Avant la réouverture des marchés des changes le 19 mars, un certain nombre de pays avaient annoncé un renforcement de leur dispositif de contrôle des entrées de capitaux. L'U.E.B.L. et les Pays-Bas décidèrent d'assujettir l'accroissement ultérieur des dépôts bancaires de non-résidents à un intérêt négatif de 0,25% par semaine, tandis que la France interdit la rémunération des dépôts de non-résidents en francs français. Lors d'une réunion du Groupe des Dix, le 16 mars, il fut convenu que le système de flottement serait, si besoin était, contrôlé au moyen d'interventions de banques centrales auxquelles les Etats-Unis pourraient participer.

Durant plusieurs semaines, après le 19 mars, le calme régna généralement sur les marchés des changes. Le dollar se raffermi vis-à-vis de la plupart des autres monnaies, et l'on assista à un certain reflux, en direction des Etats-Unis, de fonds qui s'étaient placés en Allemagne et au Japon, tandis que les monnaies européennes du bloc de flottement concerté se maintinrent aisément à l'intérieur de ce qui aurait été leurs limites autorisées de fluctuation par rapport au dollar si elles étaient revenues à des taux fixes assortis des marges de 4½% convenues au titre de l'Accord de Washington. Pendant les trois premières semaines ou presque, le deutsche mark a été la plus faible des monnaies flottant conjointement et a bénéficié à certains moments du soutien des autres participants, dont les monnaies occupèrent chacune à un moment ou à un autre, à l'exception du florin, la position la plus forte. A la fin d'avril, le groupe des monnaies flottant conjointement s'était, considéré dans son ensemble, déprécié à l'égard du dollar de plus de 1% par rapport à sa position au 19 mars. Cependant, le franc suisse et le yen étaient demeurés fermes, leur cours faisant apparaître une revalorisation de l'ordre, respectivement, de 6½ et 5% vis-à-vis de la monnaie américaine en sus de la dévaluation de cette dernière en février.

La troisième semaine de mai, pourtant, s'ouvrit sur un brutal accès de faiblesse du dollar; celui-ci continua par la suite de fléchir, accusant à fin mai une décote comprise entre 3¼ et 4¼% sur son cours de fin avril à l'égard des monnaies du bloc de flottement concerté. La plus forte de ces devises était alors la couronne suédoise, en hausse de près de 5½% par rapport à son taux central théorique, alors que le florin, avec 3½% environ d'appréciation, était la plus faible. Le franc suisse, de même, a progressé en mai de 4¼%, mais la hausse n'a pas atteint ½% dans le cas du yen. Le sterling est arrivé à se situer dans la marge de 2% au-dessous de sa parité, telle que l'avait fixé l'Accord de Washington, et la lire s'est raffermie contre dollar après

deux mois de lente dépréciation. La sérieuse dégradation de la position de la monnaie américaine a été imputée en partie à la conjoncture politique aux Etats-Unis. En tout cas, ce dernier épisode de l'évolution des monnaies a montré l'instabilité potentielle des marchés des changes en régime de flottement, sous lequel il suffit de faibles pressions pour provoquer, le cas échéant, des variations de cours importantes.

Le processus d'ajustement. L'objectif essentiel de l'Accord de Washington était de corriger le déséquilibre de longue date des paiements internationaux, avec le déficit des Etats-Unis au cœur du problème. L'effet escompté de la dévaluation du dollar était de rendre les produits américains moins chers sur les marchés internationaux, cependant que la réévaluation des monnaies d'autres pays renchérirait les marchandises de ces derniers, le transfert de compétitivité ainsi obtenu devait permettre finalement de rétablir l'équilibre en éliminant déficits et excédents. Certes, le déficit américain sur la base des règlements officiels avait atteint le chiffre astronomique de \$30 milliards en 1971, mais cette aggravation était due en majeure partie à la fuite devant le dollar, elle-même provoquée par la détérioration de la balance commerciale des Etats-Unis au cours des trois années précédentes. Si le réaligement devait corriger la situation défavorable de cette balance commerciale, qui s'était soldée effectivement par un déficit en 1971 et ce, pour la première fois depuis des décennies, on pouvait raisonnablement s'attendre à ce que les déséquilibres dus aux mouvements monétaires à court terme se résorbent d'eux-mêmes. On reconnaissait toutefois que le processus d'ajustement demanderait du temps et l'on prévoyait pour 1972 pris dans son ensemble non pas une amélioration, mais bien une nouvelle aggravation. Néanmoins, on escomptait voir avant la fin de l'année des signes nets d'une amorce de revirement.

En fait, la suite des événements depuis l'Accord de Washington n'a rien fait pour encourager ceux des observateurs aux yeux de qui l'ajustement nécessaire finirait par se réaliser. Certes, le déficit global des Etats-Unis est tombé en 1972 au chiffre — encore énorme — de \$10 milliards, aucun vent de panique générateur de ventes précipitées de dollars n'ayant plus soufflé sur le marché des changes; un facteur critique a néanmoins subsisté, du fait que le déséquilibre de la balance commerciale,

Pays du Groupe des Dix: Soldes des échanges commerciaux avec l'étranger.

Groupe des Dix, à l'exception des Etats-Unis	1971			1972		
	1 ^{er} semestre	2 ^{ème} semestre	année entière	1 ^{er} semestre	2 ^{ème} semestre	année entière
	chiffres désaisonnalisés exprimés en milliards de dollars E. U.					
Exportations	85,1	92,1	177,2	102,0	108,4	210,4
Importations	81,6	86,8	168,4	96,6	103,4	200,0
Solde	3,5	5,3	8,8	5,4	5,0	10,4
Etats-Unis						
Exportations	22,2	21,4	43,6	23,5	25,8	49,3
Importations	22,5	23,0	45,5	26,8	28,7	55,5
Solde	- 0,3	- 1,6	- 1,9	- 3,3	- 2,9	- 6,2

que l'Accord de Washington visait au premier chef à éliminer, s'est accru dans des proportions beaucoup plus considérables que les plus pessimistes ne l'avaient prévu. Toujours est-il que le reflux massif de capitaux vers les Etats-Unis que l'on avait escompté ne s'est jamais produit.

Le tableau ci-contre illustre la manière dont le déséquilibre des échanges commerciaux a continué de s'aggraver en 1972, particulièrement pour ce qui concerne les Etats-Unis. Le déficit commercial américain, calculé sur la base des données douanières, est passé de \$1,9 milliard à \$6,2 milliards entre 1971 et 1972, alors que l'excédent commercial cumulé des autres pays du Groupe des Dix s'est accru de manière moins marquée (de \$8,8 milliards à \$10,4 milliards). Même en tenant compte des facteurs défavorables particuliers à l'année 1972, ce fut là un résultat surprenant, et l'impression qu'il laisse n'est guère modifiée si l'on observe l'évolution des tendances en cours d'année. Tout au plus apparaît-il que, au deuxième semestre de 1972, certains signes donnèrent à penser que le déséquilibre des échanges commerciaux avait dépassé son point supérieur d'inflexion. C'est ainsi que le déficit commercial des Etats-Unis a fléchi de \$3,3 milliards à \$2,9 milliards entre le premier et le deuxième semestre de l'année, tandis que l'excédent cumulé des balances commerciales des autres pays du Groupe des Dix reculait de \$5,4 milliards à \$5,0 milliards.

Etats-Unis. La contraction de \$30 milliards à \$10 milliards, de 1971 à 1972, du déficit de la balance américaine des paiements sur la base des règlements officiels a correspondu presque exactement à la diminution du flux net vers l'étranger de capitaux à court terme (celui-ci ayant régressé de plus de \$21 milliards à moins de \$2 milliards environ d'une année à l'autre). Les sorties nettes de capitaux à long terme ont, elles aussi, fléchi sensiblement, tombant de \$6,5 milliards à \$1,3 milliard seulement. En revanche, la balance des opérations courantes s'est détériorée en 1972 pour la huitième année de suite, le déficit (calculé en excluant les dons du gouvernement fédéral) étant passé de \$0,8 milliard à \$5,8 milliards.

Cette détérioration de la balance des opérations courantes, imputable pour quelque 80% aux échanges commerciaux, s'est produite en dépit d'un accroissement de 14% du montant total des exportations; ce taux, le plus élevé qu'on ait enregistré au cours des dernières années, est sept fois supérieur au pourcentage d'augmentation noté en 1971. De surcroît, l'accélération des exportations en 1972 résulte, pour l'essentiel, d'une progression en volume, l'augmentation des prix des produits exportés, soit 3,3%, ayant été la même qu'une année auparavant. A dire vrai, une part non négligeable de la croissance des ventes à l'étranger l'an dernier est imputable à des facteurs « spéciaux » plutôt qu'à l'incidence du réajustement des taux de change. Cette expansion est d'abord liée au fait que, au cours des derniers mois de 1971, les exportations avaient été contrariées par les grèves de dockers; en outre, les livraisons de produits agricoles américains l'an dernier se sont développées par suite de la médiocrité des récoltes dans plusieurs parties du monde; il est également probable que, en 1971, la clientèle étrangère ait différé des achats de marchandises américaines dans l'attente de rapports de change plus favorables. Quelle que soit l'importance exacte de ces facteurs, l'année 1972 aura été une bonne année pour les exportations américaines. Si elle a été en même temps désastreuse sur le plan de la balance commerciale, la cause

doit donc en être cherchée dans la hausse rapide de la valeur en dollars des importations des Etats-Unis.

Ces importations se sont accrues en 1972 de \$10 milliards, soit de 22%. Cette augmentation est évidemment due pour une bonne part aux effets négatifs initiaux («effets pervers») de la dévaluation, ainsi qu'au renchérissement général des matières premières, les hausses de prix entrant ainsi pour un tiers environ dans le gonflement des importations. En outre, l'expansion rapide de l'activité économique interne a entraîné une forte demande de produits étrangers. Les achats de fournitures et de matières premières industrielles autres que les combustibles se sont développés à raison de \$2,2 milliards, soit deux fois plus qu'en 1971; ceux de combustibles ont d'ailleurs, eux aussi, vivement progressé (de tout près de 30%).

Le trait vraiment frappant de la physionomie des importations est toutefois l'augmentation de 27% — soit \$5,4 milliards — des achats de produits manufacturés, après une progression de 20% en 1971 qui s'expliquait certainement déjà par l'accélération des livraisons à destination des Etats-Unis devant l'incertitude des perspectives d'évolution du dollar. Cette croissance est encore plus frappante si l'on exclut les approvisionnements en produits de l'industrie automobile canadienne, qui constituent un cas un peu spécial: plus de 30% l'an dernier, contre 17,5% en 1971, soit une cadence d'accroissement supérieure de près de 50% à celle des importations totales. C'est précisément sur ce secteur des produits manufacturés qu'avait porté en grande partie la détérioration de la balance commerciale des Etats-Unis au cours de la période 1964-71, pendant laquelle les importations de produits manufacturés s'étaient développées environ deux fois plus vite que le montant global des achats à l'étranger. A noter toutefois que les résultats du second semestre de 1972 sont sensiblement différents de ceux du premier, les importations de l'espèce ayant progressé à peu près à la cadence générale. Il est un autre trait caractéristique, dans le même ordre d'idées, de l'évolution des importations américaines en 1972: la part prise dans celles-ci par les pays vis-à-vis desquels les Etats-Unis s'étaient assuré le plus grand avantage de change en 1971 n'a pratiquement pas varié en termes de valeur en dollars: la proportion, par rapport à l'ensemble des achats effectués au Japon, a même légèrement baissé, tandis que la part de l'Europe occidentale (à l'exclusion du Royaume-Uni) ne s'est pas modifiée jusqu'au dernier trimestre de l'année.

On ne s'attendait certes pas, comme il a déjà été indiqué, à ce que le bénéfice du réalignement monétaire pour la balance commerciale se manifeste dès 1972, car il faut généralement du temps pour que les courants commerciaux prennent une nouvelle orientation après une modification des niveaux relatifs des prix. La situation se compliquait néanmoins aux Etats-Unis du fait qu'aucune contribution n'était à attendre d'une contraction de la demande interne; bien au contraire, les autorités n'ont cessé de favoriser celle-ci, tout au long de l'année 1972, en vue de réduire le chômage. Cependant, comme chaque mois ramenait régulièrement un déficit commercial d'environ \$6 milliards sur une base annuelle, il devint en fin de compte évident à la fin de l'automne que l'ajustement, de quelque importance qu'il fût, qui pourrait encore s'effectuer en l'espace d'un ou deux ans serait loin de donner aux Etats-Unis un excédent commercial suffisant; en fait, la dévaluation du dollar avait été trop faible.

Les modifications de taux de change fixées par l'Accord de Washington, bien que résultant plutôt d'un compromis global que de calculs à froid, furent jugées, à l'époque, comme n'étant pas trop éloignées des besoins réels. Puisque rien, toutefois, ne montre qu'elles aient permis d'atteindre l'objectif cherché, il est manifeste que, dans la réalité, les choses ne se sont pas passées comme on l'escomptait. (A cet égard, le Chapitre III fournit une comparaison assez détaillée entre les résultats effectifs du commerce extérieur des Etats-Unis en 1972 et les prévisions faites à l'époque du réaligement monétaire.)

Une des raisons pour lesquelles il semblait improbable que l'ajustement attendu se fasse jamais est que ni les prix des produits étrangers aux Etats-Unis, ni ceux des produits américains à l'extérieur n'ont réagi à la dévaluation aussi nettement qu'on pouvait le prévoir. Certes, comme chacun sait, on observe dans presque chaque cas de dévaluation que l'évolution ultérieure des prix des marchandises échangées avec l'extérieur ne reflète pas intégralement la modification en pourcentage intervenue entre les monnaies; les fournisseurs étrangers compriment dans une certaine mesure leurs marges en vue de conserver leurs débouchés, tandis que les exportateurs du pays à monnaie dévaluée profitent de l'occasion pour accroître leur bénéfice d'exploitation. Par ailleurs, en adoptant un comportement identique aux divers échelons de la distribution, les grossistes et les détaillants ne font que renforcer ces effets sur les prix. De fait, les réactions de ce genre ont été importantes dans le cas de la dévaluation du dollar; il est probable que les modifications des taux de change ont été répercutées sur les prix à concurrence de moins des deux tiers. En outre, un grand nombre d'exportateurs des pays dont la monnaie a été réévaluée ont manifestement fait un effort particulier pour comprimer leurs coûts, en mettant à profit les gains élevés de productivité réalisés dans ces pays. Un tel comportement s'explique, à n'en pas douter, par l'importance particulière que revêt le marché américain pour les produits industriels.

De plus, l'effet habituel de la hausse des prix à l'importation sur l'attitude des acheteurs éventuels de produits étrangers a été en partie annulé, et cela de deux façons. Tout d'abord, d'assez nombreuses catégories de marchandises importées par les Etats-Unis étaient contingentées, de sorte qu'elles étaient relativement peu sensibles aux modifications de prix, somme toute assez faibles, dues à la dévaluation. En second lieu, les acheteurs ne semblaient généralement pas hésiter à payer des prix plus élevés étant donné qu'ils s'attendaient à voir le mouvement de hausse se poursuivre. A la vérité, en raison du manque de conviction du marché dans l'efficacité du réaligement, ce dernier a semblé inciter les exportateurs étrangers et les importateurs américains à développer leurs échanges commerciaux avant que la situation ne se détériore davantage.

Enfin et surtout, le problème du commerce extérieur américain dans son ensemble était d'une telle dimension qu'il ne pouvait être résolu par une dévaluation d'assez faible ampleur. La position unique que les Etats-Unis occupaient dans les échanges internationaux au cours des deux décennies précédentes s'était modifiée dans une mesure beaucoup plus large qu'il n'apparaissait de prime abord: plus que d'une inflation, disons chronique à l'intérieur, cette dégradation résultait du fait que les pays à salaires nettement plus bas ont progressivement rattrapé leur retard sur le plan industriel. Le problème ne consistait donc pas à opérer des modifications marginales dans les différentes

catégories d'exportations et d'importations, mais de mettre des branches industrielles nouvelles tout entières en posture de retrouver une capacité de concurrence à l'intérieur et à l'extérieur. Cette nécessité a été reconnue avec la dévaluation de 10% du dollar en février 1973, qui a fourni un complément substantiel à l'ajustement effectif de taux de change qui résultait pour les Etats-Unis de l'Accord de Washington. En mars, le déficit commercial des Etats-Unis s'est considérablement réduit; le mois suivant, la balance devenait excédentaire. Il est cependant trop tôt pour évaluer l'ampleur à long terme de cette évolution.

Japon. Le Japon était sans conteste celui des pays excédentaires dont on attendait la plus forte contribution au rétablissement de la balance américaine des paiements. Son excédent au titre des transactions courantes était de loin le plus important de tous les pays: \$5,8 milliards en 1971, soit environ 2,5% du produit national brut. En outre, l'excédent commercial de \$7,8 milliards pour la même année était imputable à concurrence de \$3 milliards aux échanges avec les Etats-Unis. C'est également pour ces raisons que la revalorisation effective totale du yen en décembre 1971, estimée à environ 11%, avait été la plus forte de toutes les monnaies concernées.

En fait, l'accroissement des réserves nettes du Japon a été beaucoup plus faible en 1972 que l'année précédente (\$2,9 milliards, contre \$10,3 milliards en 1971), mais cela a résulté uniquement des variations des mouvements de capitaux. Le recul est dû en effet pour une large part aux mesures prises par les autorités japonaises pour contenir la progression de leurs réserves, de manière à parer au plus pressé en attendant que le revirement escompté au titre des opérations courantes se produise. L'opération a consisté surtout en placements de dollars par la Banque du Japon auprès des banques japonaises sous forme soit de swaps, soit de dépôts; du fait essentiellement de ces placements, les sorties de fonds par l'intermédiaire du système bancaire ont atteint l'an dernier \$2 milliards, contre des entrées de \$2,5 milliards en 1971. Les autorités ont pris en outre différentes mesures visant à développer les investissements à long terme du Japon à l'étranger; sous l'effet conjugué de ces derniers et du dispositif de contrôle rigoureux appliqué aux investissements étrangers au Japon, les sorties nettes de capitaux à long terme sont passées de \$1,1 milliard à \$4,5 milliards.

Tous ces efforts ont cependant été vains. Si l'ampleur de l'aggravation du déficit commercial américain a constitué le fait le plus surprenant au cours de la période qui a suivi l'Accord de Washington, le cas le plus marquant d'événement escompté en 1972 et qui ne s'est pas produit a été l'absence du moindre signe d'évolution de l'excédent commercial du Japon dans le sens de la contraction malgré une importante revalorisation de fait et une forte accélération de l'activité interne. Loin de diminuer, en effet, cet excédent s'est accru pour atteindre \$9 milliards et n'a même pas fléchi dans le courant de l'année.

A l'évolution de la situation aux Etats-Unis l'an dernier a fait pendant un accroissement de l'excédent commercial du Japon exprimé en dollars et cela alors que les importations, demeurées pratiquement stagnantes en 1971, ont augmenté de 10% en volume et de 19% en valeur. La valeur des exportations, exprimée en dollars, s'est toutefois accrue également de 19%, ce résultat devant être attribué en majeure partie

à la hausse des prix en dollars consécutive au réaligement monétaire de 1971. Néanmoins, le ralentissement très sensible de la progression des exportations en termes réels, de 17,5 à 5,5%, doit quelque chose aux réactions des acheteurs en présence du relèvement des prix, encore que la reprise de la demande interne et le gonflement du volume des ventes en 1971 du fait des règlements anticipés effectués par les acheteurs étrangers aient dû intervenir pour une part dans le phénomène de décélération ainsi observé en 1972. Cependant, le réaligement monétaire de 1971 n'était pas sans effet; la preuve en est, de manière plus nette cette fois, que l'Europe occidentale (avec une progression de 40%) s'est substituée aux Etats-Unis comme principal débouché pour les exportations japonaises.

Au nombre des raisons de cette nouvelle croissance de l'excédent commercial japonais figurent des facteurs déjà mentionnés lors de l'examen de la situation des Etats-Unis. Le fait notamment que le réajustement des taux de change ne s'est pas répercuté sur les prix aussi complètement qu'on l'avait prévu et que l'élasticité des échanges commerciaux par rapport aux prix est apparue assez faible ont donné à penser que tout ajustement qui s'opérerait finalement serait insuffisant. Il convient d'ajouter cependant que l'industrie japonaise a accompli des efforts considérables pour s'adapter à la nouvelle situation, tant en améliorant la productivité pour limiter les hausses de prix qu'en recherchant de nouveaux débouchés. On notera toutefois que les ventes à l'étranger ont probablement été stimulées vers la fin de l'année par la perspective de plus en plus nette d'une nouvelle modification des taux de change. L'excédent de la balance commerciale a été sensiblement plus faible pendant les premiers mois de 1973, mais ce fait est dû pour une large part à des mesures spécifiques et à l'accélération de l'expansion économique dans le pays. Les indices, quels qu'ils soient, de réaction tardive au réaligement monétaire de décembre 1971 sont certainement demeurés faibles.

Allemagne fédérale. Après le yen, le deutsche mark a été, avec le franc suisse, la monnaie la plus fortement réévaluée en 1971. Le Japon mis à part, l'Allemagne était censée fournir la contribution la plus importante au processus d'ajustement au lendemain de l'Accord de Washington, bien que le solde créditeur de ses transactions courantes en 1971 ait été négligeable, les \$4,6 milliards d'excédent commercial ayant été presque entièrement compensés par le déficit des autres postes des opérations courantes. Pourtant, quand en 1971, elles décidèrent de réévaluer les autorités allemandes considèrent qu'en l'espèce, c'est-à-dire après la réévaluation de 1969 et compte tenu de la surchauffe de l'économie interne en 1969-70, l'existence d'un excédent courant, aussi faible fût-il, traduisait la persistance de la vigueur du deutsche mark.

De fait, l'excédent de la balance générale des paiements de l'Allemagne a fortement augmenté entre 1971 et 1972, passant de \$3,8 milliards à un peu plus de \$5 milliards. Cet accroissement est imputable pour l'essentiel aux entrées de capitaux qui, contrairement à ce qui s'est passé au Japon, ont été, avec \$4,5 milliards, encore plus importantes qu'en 1971. L'introduction du système dit du dépôt comptant a provoqué un renversement notable des mouvements de fonds à court terme, mais celui-ci a été plus que compensé par l'augmentation plus forte de l'excédent de la balance des mouvements de capitaux à long terme, cette progression étant liée aux diverses formes

de crédit – principalement la vente de valeurs mobilières allemandes à des non-résidents – qui sont venues se substituer aux emprunts à court terme pratiquement interdits par l'application du dépôt comptant.

Enfin et surtout, l'excédent de la balance des opérations courantes s'est accru de \$0,2 milliard à \$0,5 milliard d'une année à l'autre. A la vérité, le solde créditeur de la balance commerciale a progressé bien davantage puisque, n'ayant cessé de se gonfler tout au long de l'année, il a atteint au total \$6,3 milliards. Certes, les importations ont augmenté de 9½% en volume et de 17½% en valeur exprimée en dollars, mais les exportations se sont développées de 8½% en volume et d'un peu plus de 20% en termes de dollars. Le fait que les ventes allemandes en volume aient pu enregistrer une telle croissance malgré la hausse des prix à l'exportation en dollars indique que la position concurrentielle de l'Allemagne fédérale demeure forte. C'est pourquoi la confiance affichée par les autorités allemandes en 1971, lorsqu'elles réévaluèrent leur monnaie pour la deuxième fois en l'espace de deux ans, a été amplement justifiée par les événements. La décision qu'elles ont prise de réévaluer le mark une nouvelle fois, de 3%, en mars 1973 et ce, moins d'un mois après la seconde dévaluation du dollar donne à penser qu'elles n'ont pas été moins confiantes à ce moment-là qu'elles ne l'avaient été antérieurement.

* * *

Comment se présentent maintenant les perspectives d'évolution? L'opinion la plus répandue est que la nouvelle grille des taux de change mise en place au début de 1973 reflète les réalités économiques. Certes, les effets négatifs, dans un premier temps, de la seconde dévaluation du dollar maintiendront peut-être la balance commerciale des Etats-Unis en déficit pendant une période de transition. On escompte néanmoins un redressement de la situation des échanges commerciaux au bout d'un délai raisonnable et le retour à un équilibre approximatif du compte extérieur des Etats-Unis lorsque le processus d'ajustement aura eu le temps de produire ses effets. Des ajustements correspondants sont également attendus chez les pays excédentaires. La principale condition qui reste à satisfaire, selon cette thèse, est de garder le contrôle des sorties nettes de capitaux des Etats-Unis.

D'autres observateurs sont moins optimistes. Ils soulignent que les salaires pratiqués aux Etats-Unis demeurent plus élevés que dans les autres pays industriels et se demandent si l'avantage que possède l'industrie américaine en matière de productivité est suffisamment important pour combler la différence. Ils estiment par ailleurs que les besoins des Etats-Unis en produits importés, et particulièrement en matières premières comme le pétrole, sont appelés à se développer sans cesse. Enfin, ils considèrent que plusieurs pays ont des excédents trop importants pour que leur situation puisse être assainie par les revalorisations que leurs monnaies respectives ont enregistrées par rapport aux autres.

Il n'est guère possible d'être sûr de son fait dans ce domaine. Le tableau ci-après montre que les modifications effectives des taux de change – c'est-à-dire les modifications pondérées de manière à tenir compte de la structure des échanges commerciaux – au cours de la période couvrant à peu près les deux dernières années ont été

Estimation des modifications effectives des taux de change.

Monnaies	Du 5 mai 1971 au 20 décembre 1971	Du 20 décembre 1971 à fin mai 1973	Du 5 mai 1971 à fin mai 1973
	modifications effectives des taux de change en pourcentage		
Yen	+ 11	+ 12	+ 24½
Franc suisse	+ 5	+ 14½	+ 20
Deutsche mark	+ 5	+ 9	+ 14½
Franc belge	+ 2	+ 4	+ 6
Franc français	- 1	+ 6½	+ 5½
Florin	+ 1½	+ 3	+ 4½
Couronne suédoise	- 1½	+ 3	+ 1½
Dollar canadien	- 3	- 2½	- 5½
Livre sterling	+ ½	- 11	- 10½
Lire	- 1½	- 10½	- 12
Dollar E.U.	- 9	- 9½	- 17½

- Remarques : 1. La modification effective du taux de change de la monnaie d'un pays déterminé est définie comme équivalente à la modification unilatérale qui, selon l'estimation faite, affecterait la balance commerciale du pays dans la même mesure que les modifications multilatérales de taux de change intervenues dans la réalité.
2. Taux retenus — 5 mai 1971: parités déclarées pour toutes les monnaies sauf le dollar canadien (cours du marché);
 — 20 décembre 1971: taux centraux ou moyens fixés par l'Accord de Washington pour toutes les monnaies sauf le dollar canadien (\$CAN 1 = \$E.U. 1);
 — fin mai 1973: cours du marché pour toutes les monnaies.
3. Pour les monnaies des pays à double marché, le taux retenu est celui de la devise commerciale.

très importantes pour plusieurs monnaies. En outre, la dévaluation effective globale du dollar, au degré atteint actuellement, opérera petit à petit une action corrective beaucoup plus efficace que n'aurait pu le faire à lui seul le réaligement décidé en décembre 1971. Quant à l'ampleur exacte de l'amélioration ainsi apportée, seuls les événements permettront de la déterminer. L'expérience a montré que les forces qui animent l'économie mondiale sont de nature à modifier les conditions profondes dans lesquelles s'exerce le processus d'ajustement et qu'il n'est pas possible de prévoir le résultat trois ou quatre années à l'avance. La seule chose certaine est qu'on ne saurait abandonner l'évolution aux caprices du hasard pour maîtriser ces phénomènes et qu'il incombe aux pays, tant déficitaires qu'excédentaires, d'avoir une politique active en matière de balance des paiements.

Réforme du système monétaire international.

Bien avant l'effondrement définitif du système des taux de change fixes, différentes initiatives avaient été prises en vue d'engager des discussions sur l'avenir du système monétaire. A l'Assemblée générale du Fonds Monétaire International de 1971, le Conseil des gouverneurs avait demandé aux administrateurs de cet organisme d'établir un rapport sur «les mesures nécessaires ou souhaitables pour l'amélioration ou la réforme du système monétaire international». Ce rapport, présenté en août 1972, fait clairement ressortir les points de vue différents des membres du Fonds sur ces questions, certains des problèmes étant exposés plus ouvertement que dans les précédents documents officiels. Les auteurs du rapport n'ont toutefois pas essayé de faire des recommandations communes en vue d'une action sur tel ou tel aspect de la réforme.

Pour la formulation et la négociation de ces recommandations, le Conseil des gouverneurs a créé un comité ad hoc de vingt membres appelé officiellement «Comité pour la réforme du système monétaire international et les questions connexes». Ce Comité, dont la composition reflète celle du Conseil d'administration du Fonds, a été créé au double niveau des ministres et des suppléants. Les deux groupes tiennent des réunions avec, pour objectif, de présenter un rapport à l'Assemblée générale du Fonds en 1973 à Nairobi.

Selon le rapport des administrateurs du Fonds, les modifications devraient porter sur cinq aspects du système. Le premier concerne le mécanisme des taux de change, qui comprend à la fois les indications permettant de déterminer le moment à partir duquel les modifications des parités sont nécessaires et les responsabilités incombant tant aux pays déficitaires qu'excédentaires en matière de modifications de parités. Le second a trait au rétablissement de la convertibilité et aux dispositions à prendre pour l'apurement des soldes nés des déséquilibres entre pays. En troisième lieu, il s'agit de la position des différents avoirs de réserve dans le système et en particulier du statut et de la fonction à assigner aux réserves de change, à l'or et aux droits de tirage spéciaux. Viennent ensuite le problème des mouvements de capitaux générateurs de déséquilibre et les mesures à prendre en vue d'atténuer les vives pressions qu'ils engendrent sur le marché. Enfin, le dernier point concerne la possibilité de stipuler de nouvelles dispositions dans les statuts du F.M.I. pour faire face aux besoins spéciaux des pays en voie de développement.

Si l'on admet que l'objectif général consiste à rétablir un système de parités plus apte à favoriser la réalisation de l'ajustement souhaité, on pourrait dire que le second point – convertibilité des monnaies et méthodes d'apurement des soldes nés des déséquilibres – constitue la tâche principale à laquelle devait s'atteler le Comité. Ce sont en effet la suspension de la convertibilité par les Etats-Unis le 15 août 1971 et l'absence, dans l'Accord de Washington, de toute disposition prévoyant son rétablissement qui ont vraiment marqué la fin de l'esprit et des règles du système de Bretton Woods. Cependant, en raison de l'accumulation d'énormes réserves en dollars au cours des quatre années écoulées, on s'accorde à reconnaître que le rétablissement de la convertibilité de la monnaie américaine ne sera pas aisé et nécessitera à tout le moins une longue période de transition. C'est pourquoi les discussions ont jusqu'à présent principalement porté sur ce que pourrait être le nouveau régime des changes, notamment sur le rôle des modifications de taux de change dans le processus d'ajustement ainsi que sur le futur statut des différents types de réserves.

En ce qui concerne le premier de ces problèmes, l'accord a été général, dès l'abord, sur l'opportunité de s'en tenir à un système de taux de change fixes, mais dotés d'une plus grande souplesse que dans le passé. En fait, au moment où le Comité des Vingt s'est réuni pour la première fois, les taux de change avaient déjà montré une flexibilité nettement accrue. Entre novembre 1967 et le moment où le Comité a commencé ses travaux, on a dénombré onze ajustements de parités fixes opérés par des pays du Groupe des Dix: dévaluation importante de la livre sterling, du franc français et du dollar, faible abaissement de parité de la lire et de la couronne suédoise, réévaluation de toutes les autres monnaies – à deux reprises dans le cas du deutsche mark – des pays membres du Groupe des Dix, à l'exception du dollar canadien. En

outre, le régime du flottement a été appliqué à ce dernier à partir de juin 1970, au deutsche mark et au florin entre mai et décembre 1971, aux monnaies de tous les pays du Groupe des Dix entre août et décembre 1971, à la livre sterling, enfin, à partir de juin 1972. Cette flexibilité accrue n'était toutefois pas le résultat d'une amélioration des règles en vigueur, et elle n'a pas non plus amené un maniement habile des mécanismes d'ajustement. Bien au contraire, les modifications de taux de change ont été indûment différées, de sorte que les processus d'ajustement ont été déclenchés sous la contrainte inéluctable des crises qui secouèrent le marché.

On comprend dès lors que les récentes discussions aient moins porté sur le principe que sur les conditions d'application de la flexibilité accrue, c'est-à-dire sur l'amélioration et l'accélération des décisions d'ajustement et, d'une façon plus précise, sur la détermination des cas dans lesquels les modifications de taux de change s'imposent. La principale proposition formulée à cet égard émane des Etats-Unis, qui estiment que des modifications « disproportionnées », au cours d'une période donnée, des réserves monétaires officielles d'un pays devraient être considérées comme un « indicateur objectif » de l'existence d'un déséquilibre de paiements nécessitant le recours à une action corrective. Celle-ci n'implique pas nécessairement une modification du taux de change si la correction peut être assurée par d'autres moyens.

La proposition américaine accepte certains des objectifs de la réforme du système monétaire sur lesquels l'accord s'est généralement réalisé ces dernières années. L'un de ces objectifs est que le système permette à toutes les monnaies, dollar compris, de demeurer convertibles en actifs de réserve primaires — or et D.T.S. — en garantissant la possibilité de se rattraper ultérieurement des pertes de réserves. Le second est d'empêcher le gonflement exagéré des réserves en devises, et le troisième d'assurer la croissance future des réserves officielles au moyen principalement de nouvelles allocations de D.T.S., qui devraient être effectuées au demeurant sous contrôle international et limitées aux besoins globaux du système. Dans ce dispositif, pays déficitaires et pays excédentaires s'astreindraient à maintenir les variations de leurs réserves dans les limites fixées ou à procéder rapidement aux ajustements propres à provoquer une inversion des mouvements excessifs.

Avec le système de Bretton Woods, il était clair que des pertes prolongées de réserves qui ne pourraient être corrigées par l'adoption de mesures sur le plan interne conduiraient inévitablement, tôt ou tard, à la dévaluation de la monnaie concernée. Le fait que certaines dévaluations ont été indûment retardées s'explique par l'octroi trop généreux de crédits officiels et par l'accumulation excessive de dollars dans les pays excédentaires (ce qui revient également à un octroi de crédit). Pour assurer la symétrie au sein du système, la proposition américaine envisage d'imposer par analogie aux pays excédentaires l'obligation de garder la maîtrise de leurs excédents en recourant soit à des mesures d'ajustement interne, soit à la réévaluation de leur monnaie: l'excédent d'un pays ne correspond-il pas au déficit d'un autre ?

Bien que prise au sérieux et saluée pour son côté logique, la proposition ainsi faite par les Etats-Unis a suscité d'assez fortes objections; d'aucuns ont fait valoir qu'une perte ou un gain de réserves n'est pas nécessairement un signe de déséquilibre

fondamental; il peut provenir du défaut de concordance dans le temps des cycles économiques des différents pays, d'un excès ou d'une insuffisance de demande, des écarts de taux d'intérêt ou de mouvements de capitaux spéculatifs. En outre, les réserves d'un pays peuvent pâtir des erreurs commises par un autre. Aussi a-t-on suggéré de prendre de préférence comme indicateur objectif le déficit ou l'excédent de la balance de base des paiements, ajusté en fonction de la position relative du pays considéré dans le cycle économique. Différents pays ont fait de nouvelles objections au choix des réserves comme indicateur-clé: cette solution ferait peser sur les pays excédentaires la charge de l'initiative de mesures correctives, elle pousserait les Etats à utiliser précipitamment leur taux de change comme principal instrument d'ajustement et irait à l'encontre de leurs objectifs en matière de structure de la balance des paiements.

Il ressort de l'expérience passée que, pour obtenir un fonctionnement satisfaisant du système des taux de change fixes, il convient de donner un caractère aussi concret que possible à la notion de déséquilibre fondamental. Il est toutefois improbable que des critères vraiment objectifs puissent permettre d'identifier de telles situations simplement «à vue de nez». Il semble généralement nécessaire de juger cas par cas, en se fondant sur une analyse minutieuse de tous les facteurs en jeu, qui varient évidemment, eux aussi, d'un cas à l'autre. Etant donné au surplus que dans certains cas, ceux notamment qui mettaient en cause le dollar, on a observé aussi bien des gains que des pertes de réserves, on ne peut non plus éviter de prendre position sur le point de savoir quels pays doivent assumer la responsabilité de prendre des mesures correctives.

Le récent effondrement du système des taux de change fixes ne pouvait manquer de placer dans un contexte sensiblement différent toute la discussion sur le régime des taux de change. Au terme de cette expérience traumatisante, certains ont exprimé l'opinion qu'il serait peut-être préférable de ne pas revenir du tout aux changes fixes. Le Comité des Vingt, qui s'est réuni au niveau des ministres peu après la réouverture des marchés des changes le 19 mars, s'est prononcé dans les termes suivants sur cette question: «Les membres du Comité ont réaffirmé que les taux de change devaient être un objet de préoccupation et de consultation internationales, et que, dans le système réformé, le régime des taux de change devait rester fondé sur des parités stables, mais ajustables. Ils ont également reconnu que les taux flottants pouvaient constituer une technique utile dans des situations particulières. De même, l'accord s'est fait à propos de la nécessité de la stabilité sur les marchés des changes et de l'importance d'une surveillance exercée par le Fonds sur les politiques pratiquées en matière de taux de change». Prise dans son ensemble, cette déclaration n'apparaît guère comme un plaidoyer sans réserve pour un système de taux de change fixes, dans lequel ceux-ci ne seraient modifiés qu'en cas de déséquilibre fondamental.

D'une façon générale, les autorités restent cependant favorables à l'idéal du système des taux de change fixes, et cela pour les mêmes raisons que dans le passé. Elles estiment utile que, dans la conduite de leur politique économique, les gouvernements soient soumis à la discipline de la balance des paiements, celle-ci agissant comme un frein sur les forces inflationnistes internes. On pense, en outre, que les taux fixes facilitent, sur le plan politique, la limitation du recours aux mesures

de contrôle direct du commerce extérieur et des paiements, du genre de celles qui pourraient être imposées en régime de flottement afin d'éviter des répercussions brutales sur la structure des échanges extérieurs. Il n'empêche que l'idée du flottement a de nombreux partisans depuis quelques années. La raison principale en est que, en régime de taux de change fixes, les autorités répugnent à voir, contre leur gré, leurs réserves de change et leur politique monétaire interne affectées par un sérieux déséquilibre externe susceptible de se poursuivre même après un réaligement. Or, c'est pourtant ce qui risquerait de se produire, étant donné les proportions énormes que peuvent revêtir les phénomènes de décalage dans les paiements et les autres mouvements de capitaux privés parfaitement fluides, si de nouveaux taux fixes, à une époque où la confiance serait encore au creux de la vague, devaient simplement offrir un nouvel objectif à la spéculation. La chose pourrait également résulter de la lenteur avec laquelle la balance des paiements courants réagit aux modifications des taux de change, encore que l'existence de retards de ce genre fournisse tout aussi bien un argument péremptoire aux adversaires du flottement absolument libre puisque les conditions nécessaires de la stabilité peuvent n'être pas remplies. Enfin, il y a ceux qui pensent qu'un nouveau système de taux de change fixes ne peut être établi sur la base d'un dollar inconvertible.

Pour ce qui est du second problème mentionné précédemment, à savoir l'avenir des divers actifs de réserve, de nombreux experts partent de l'idée qu'il faudrait contrôler la croissance future des réserves de façon à l'adapter aux besoins globaux. Cette thèse suppose évidemment l'existence d'un régime de parités fixes, sans quoi il n'y aurait guère besoin de réserves. Elle est fondée sur la conviction qu'un développement excessif des réserves favorise l'inflation, tout en dénotant l'insuffisance des politiques d'ajustement mises en œuvre.

Dans les débats qui ont eu lieu récemment, il a été assez généralement admis par ailleurs que les D.T.S. devraient constituer à l'avenir le principal instrument de la croissance des réserves et servir en partie — mais pas exclusivement — à faciliter la régulation des réserves globales. A l'égard de cette idée, il y a mieux à faire que de se contenter de l'accepter et de procéder à la distribution de D.T.S.; on a pu s'en rendre compte au cours des trois premières années de répartition de ces instruments. Elle a, en effet, d'importantes conséquences pour la nature des D.T.S., l'avenir des autres actifs de réserve, le processus d'ajustement et même la possibilité de conserver les taux de change fixes comme expression normale des relations entre les monnaies.

En ce qui concerne la nature des D.T.S., cette thèse implique d'abord que ceux-ci soient assortis d'un taux d'intérêt qui en fasse des avoirs attrayants; c'est là un point qui touche particulièrement les pays détenant actuellement la majeure partie de leurs réserves sous forme de devises, en raison de l'importance qu'ils attachent aux revenus qu'elles leur procurent. Il faudrait ensuite transformer les D.T.S. en un instrument de réserve plus indépendant, ce qui implique la substitution au lien qui les rattache à l'or d'une autre forme de garantie ainsi que la modification des règles d'utilisation actuelles, telles que les limites imposées à la détention de ces avoirs et les dispositions régissant leur reconstitution.

S'agissant des autres catégories de réserves, l'attention s'est naturellement concentrée sur le contrôle de la croissance des avoirs en devises, l'idée étant de limiter strictement toute expansion ultérieure. Même si l'on admet que l'ajustement se fera mieux et plus rapidement à l'avenir, cette proposition semble prématurée. Son adoption pourrait nécessiter la mise en œuvre d'un processus de sur-ajustement, dans lequel les modifications du taux de change exerceraient des effets déséquilibrants sur le commerce mondial et sur l'économie interne. Le remède serait pire que le mal. Tout mécanisme de régulation des réserves globales doit avoir une certaine souplesse, c'est-à-dire, en pratique, laisser aux réserves quelques possibilités de croissance incontrôlée, faute de quoi on risquerait d'avoir à ajuster les parités si souvent qu'il serait impossible de maintenir la confiance dans un taux de change fixe. En tout état de cause, il ne serait pas plus facile de parvenir à un accord sur la limitation des avoirs en devises qu'il ne serait difficile de tourner cette réglementation d'une manière ou d'une autre si elle existait.

La question de la place de l'or dans le système monétaire réformé est évidemment d'une tout autre nature que celle des réserves de change. Avec l'or, il n'y a aucun risque d'accroissement excessif de réserves. Cependant les encaisses métalliques sont pratiquement gelées, car aucune banque centrale ne cédera de l'or à son prix officiel actuel, vu que, sur le marché, le cours se situe bien au-dessus de ce niveau. Il est également probable que, aussi longtemps que cette situation durera, les pays feront montre de prudence dans l'utilisation de leurs créances sur le Fonds Monétaire assorties d'une garantie-or, parmi lesquelles figurent jusqu'à présent les D.T.S. En outre, l'écart énorme entre le cours supérieur à \$100 coté par le métal jaune sur le marché et son prix officiel de \$42 constitue un obstacle au rétablissement de la confiance dans le dollar et au retour à la convertibilité de cette monnaie.

En ce qui concerne le rôle que jouera l'or dans le nouveau système monétaire, l'accord n'est réalisé, semble-t-il, que sur un seul point: la part de l'or dans les réserves globales tendra à diminuer à mesure que celle des D.T.S. s'élargira. Pour le reste, il existe toute une gamme d'opinions. Les uns estiment que l'or devrait être « progressivement éliminé » du système, sans avoir toutefois indiqué jusqu'à présent comment cette élimination devrait s'opérer; dans nombre de pays, en revanche, on est d'avis qu'il conviendrait non seulement de maintenir l'or dans le système, mais même de conserver le lien entre les D.T.S. et l'or. De même, il y a d'un côté les partisans du maintien du prix officiel de l'or à son niveau actuel et, de l'autre, ceux qui préconisent de le porter à un chiffre qui, par rapport au cours du marché, apparaisse réaliste. L'opinion a été récemment avancée qu'il faudrait supprimer le prix officiel ou ne pas en tenir compte, et laisser aux pays qui le souhaiteraient la liberté d'effectuer les règlements officiels en or au cours du marché ou à un prix voisin. On a également suggéré d'abroger l'arrangement intervenu à Washington en mars 1968 et de rendre ainsi aux autorités monétaires la liberté de vendre du métal sur le marché, comme les statuts du Fonds Monétaire International les y autorisent, voire d'étendre cette faculté aux achats. Quel que puisse être l'effet de ces propositions, elles ne procèdent toutefois que de la simple intention de débloquer l'or, et non de l'idée d'en faire de nouveau un élément actif de la croissance des réserves.

C'est à cet égard que le système a déjà subi de profonds changements. Précédemment, les apports d'or neuf servaient non seulement à accroître les réserves globales, mais également à financer les excédents nets de paiements de l'ensemble du système. L'or nouvellement introduit correspondait en effet pour les pays producteurs à une exportation de marchandise influant sur la balance des opérations courantes, tandis que, pour ceux qui en recevaient, il constituait un moyen de règlement des déficits de balance des paiements. De ce fait, le métal jaune contribuait à la stabilité des taux de change en laissant un peu de jeu dans le processus d'ajustement. Les allocations de D.T.S., en revanche, ne financent pas les excédents de paiements de cette manière. Elles sont simplement créatrices d'excédents — à la condition encore qu'on ne tienne pas compte des « engagements implicites » — et laissent ainsi entier le problème du financement, d'une manière ou d'une autre, des véritables excédents de paiements. Aussi un système reposant sur les D.T.S. exige-t-il des ajustements plus rapides et plus efficaces des déficits ou excédents de paiements, à moins que des transferts durables de D.T.S. ne soient autorisés et que les allocations ne soient suffisamment larges.

Au sujet des mouvements de capitaux de grande envergure qui ont perturbé les marchés des changes, il ne s'est guère dégagé d'idées vraiment positives jusqu'à présent — à part celle de leur attribuer le qualificatif de « déstabilisateurs ». En réalité, la « déstabilisation » a été provoquée tant par la résistance opposée à des modifications de parités manifestement irréalistes que par la poursuite de politiques monétaires nationales poussées jusqu'à leurs conséquences extrêmes sans tenir compte des facteurs extérieurs. On peut, semble-t-il, escompter une amélioration du fonctionnement du mécanisme d'ajustement à l'avenir, bien que les banques centrales aient acheté l'an dernier des milliards et des milliards de dollars avant d'abandonner les taux de change fixés à Washington en décembre 1971. Pour ce qui est de la limitation du jeu de la politique monétaire, rien n'indique que les pouvoirs publics s'en préoccupent vraiment beaucoup. D'où la probabilité d'un recours accru aux mesures de contrôle, qui pourtant n'ont pas fait preuve d'une efficacité remarquable, même dans le cas du programme draconien mis en œuvre par les autorités japonaises.

La thèse selon laquelle le système réformé devrait comporter des dispositions spéciales en faveur des pays en voie de développement signifie pour l'heure que ces derniers devraient se voir attribuer, par une méthode ou par une autre, un volume de D.T.S. supérieur à celui que leur donneraient des allocations proportionnelles à leurs quote-parts au F.M.I. C'est ce qu'on a appelé le « lien » entre les D.T.S. et l'aide au développement. Si l'on ne voit pas encore très bien ce qu'il est possible de faire dans ce sens, cette thèse n'en bénéficie pas moins d'un puissant soutien politique. Sur le plan des arguments strictement monétaires, le « lien » soulève un certain nombre de questions délicates. Les D.T.S. ont été conçus pour financer non pas des déficits persistants, mais des fluctuations dans les paiements, comme il ressort nettement des dispositions relatives à la reconstitution des positions débitrices en D.T.S. Aussi la notion de D.T.S. garde-t-elle, d'une certaine façon, la caractéristique d'une facilité de crédit. Or, si les pays en voie de développement devaient devenir les principaux débiteurs à l'égard du système des D.T.S., il n'est pas évident qu'on pourrait maintenir la confiance en ces instruments de réserve, en particulier si ces pays se voyaient

accorder une part importante du total des allocations. Quant aux répercussions éventuelles du «lien» sur les autres circuits de l'aide, elles constituent un autre aspect de la question qu'il conviendrait d'examiner.

Il apparaît ainsi qu'il y a à résoudre des problèmes très difficiles et qu'en outre il faut le faire de telle manière que les divers éléments s'agencent en un système viable. Aussi est-il probable que les négociations demanderont beaucoup de temps.

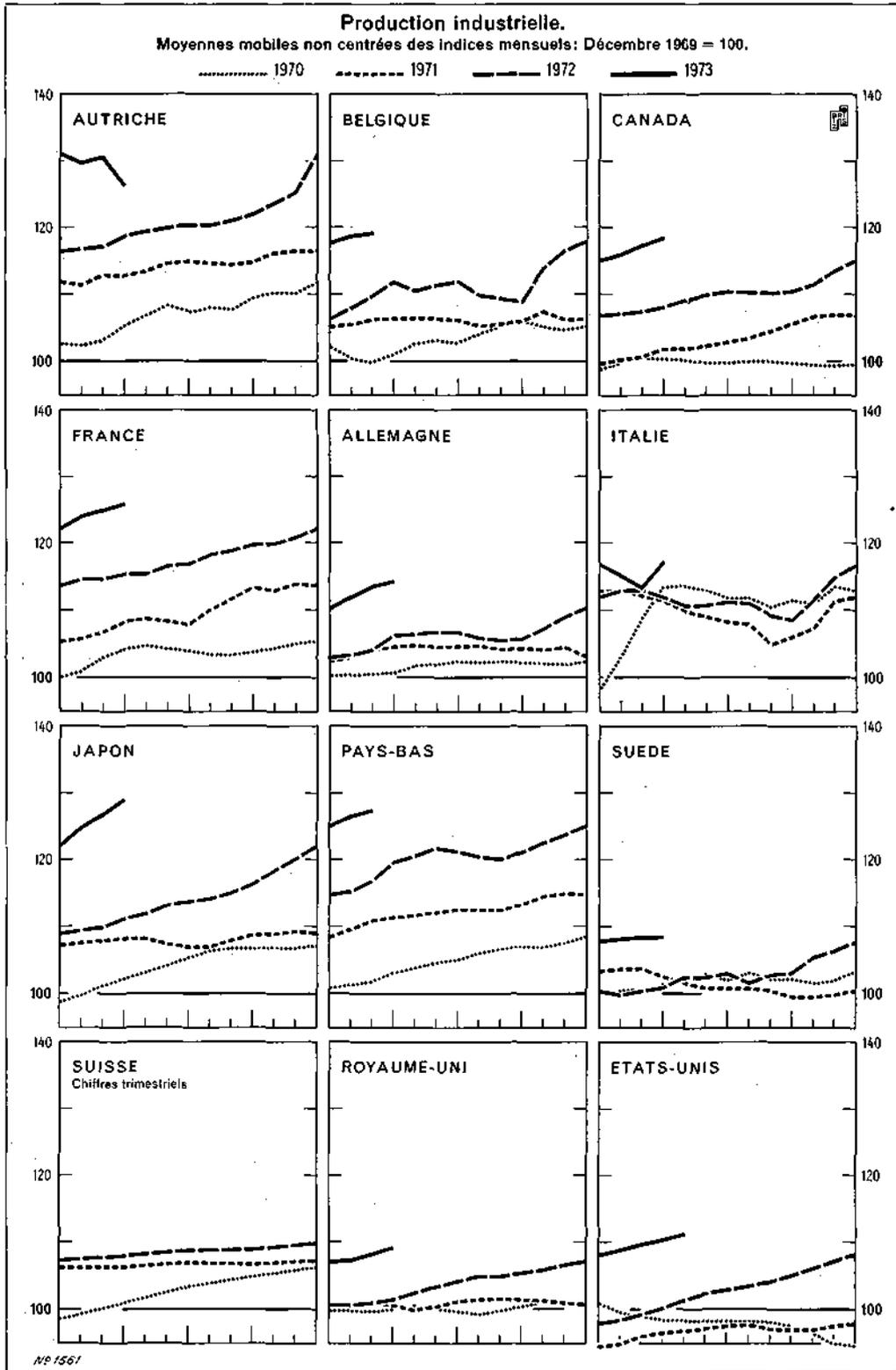
II. EXAMEN DE LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE ET DES POLITIQUES SUIVIES DANS LES DIFFÉRENTS PAYS.

Le ralentissement de l'activité économique que l'action des autorités avait provoqué en 1970-71 a fait place l'an dernier à une vigoureuse expansion, sous l'impulsion des mêmes autorités. Devant les maigres résultats qu'elles avaient obtenus dans leur lutte contre l'inflation des salaires et des prix par la limitation de la demande, elles furent bientôt amenées à s'orienter de nouveau vers les objectifs de croissance et de plein emploi. L'Amérique du Nord a montré la voie, et le Japon n'a pas été loing à emboîter le pas. En Europe occidentale, où la pause marquée par l'activité économique s'était produite plus tard et avait été généralement assez modérée, une forte accélération de cadence, à partir de l'automne de 1972, a permis de rattraper rapidement le terrain perdu. Ainsi peut-on dire, en se plaçant dans la perspective de l'histoire économique de l'après-guerre, que le printemps de 1973 a vu une convergence assez inhabituelle des mouvements cycliques sur le plan international. L'économie mondiale semble partie pour une période de pression généralisée de la demande comme elle n'en a pas connue depuis le milieu des années cinquante.

Ces derniers mois, le mouvement ascendant a eu fortement tendance à se renforcer de lui-même. Tirant principalement son impulsion de la consommation des particuliers, des dépenses du secteur public et de la construction de logements, l'expansion de la demande a été de plus en plus stimulée l'an dernier par le phénomène d'interaction avec un commerce mondial en plein essor. Plus récemment, les investissements des entreprises ont donné des signes de vigueur, notamment dans les grands pays industriels.

Dans chacune des phases de reprise économique qui se sont succédé depuis la guerre, la cadence de progression des salaires et des prix a été plus rapide que dans la précédente. La période actuelle ne fait pas exception à la règle — bien que, aux Etats-Unis, une expérience hardie de politique des revenus et des prix ait donné jusqu'à maintenant de bons résultats. Dans la plupart des pays d'Europe occidentale, la hausse des rémunérations ou des revenus, l'an dernier, s'est située à l'intérieur d'une marge de 10 à 15% environ, tandis que celle des prix de détail a été de l'ordre de 6 à 8%. Ainsi qu'il a été indiqué au Chapitre I, l'inflation a présenté un nouvel aspect avec la montée en flèche des cours des matières premières sur les marchés mondiaux. De plus, la croyance à la persistance de l'inflation s'est profondément ancrée dans les esprits.

L'expansion de la masse monétaire au cours des deux dernières années a été incontestablement très forte. Dans la plupart des pays industriels, le rapport entre son taux moyen et celui de la progression du produit national brut en valeur a été de 1,2 à 1,9. Si l'on considère l'accroissement du produit national brut en volume, le rapport s'est situé en général entre 2,5 et 3,5, mais il a parfois atteint 8. Les autorités monétaires se sont trouvées ainsi contraintes de s'écarter de leurs normes habituelles en matière de croissance monétaire.



Plusieurs raisons expliquent essentiellement cette vigueur exceptionnelle de l'expansion du crédit bancaire et des actifs liquides. L'une d'elles est que la nécessité, très normale, de reconstituer la liquidité à la suite d'une période de resserrement draconien du crédit s'est assez rapidement confondue avec le désir de parer à la menace d'un nouvel étranglement. Une autre raison, liée à la précédente, est que les taux d'intérêt réels sont restés très bas, voire négatifs, presque partout et que l'on pouvait espérer une hausse des rendements à long terme. Enfin, les possibilités d'expansion des disponibilités monétaires ont été fortement accrues dans nombre de pays par les gigantesques mouvements internationaux de capitaux provoqués par l'agitation sur les marchés des changes.

Face à cette évolution générale, les autorités monétaires des Etats-Unis, du Japon et d'un certain nombre de pays d'Europe occidentale ont progressivement durci leur politique depuis l'automne dernier, dans l'intention de modérer l'allure de l'activité.

En Europe de l'Est, la progression globale a encore été d'environ 7% en 1972, mais l'incidence des conditions atmosphériques défavorables sur l'agriculture a ramené le taux de croissance de l'Union Soviétique de 6% en 1971 à environ 4% l'an dernier. Dans les autres pays de cette zone, l'augmentation du revenu national « produit » s'est échelonnée de quelque 5 à 6% pour les Etats les plus industrialisés à 10% dans ceux qui sont en voie d'industrialisation rapide. Dans un certain nombre d'entre eux, toutefois, la production industrielle a progressé un peu plus lentement l'an dernier en raison de pénuries de main-d'œuvre ou d'une moindre amélioration de la productivité.

On trouvera dans les sections ci-après une description détaillée des divers aspects sous lesquels les problèmes se sont posés dans chaque pays, ainsi que des diverses politiques suivies par les autorités nationales.

* * *

Etats-Unis. Au printemps de 1973, les Etats-Unis voyaient se poursuivre la phase d'expansion vigoureuse de l'activité économique amorcée plus de dix-huit mois auparavant, la production industrielle s'accroissant à un rythme annuel d'environ 10% et le produit national brut de près de 8%. Les éléments les plus actifs de la demande ont été les dépenses de consommation des particuliers, notamment les achats de véhicules automobiles et de biens d'équipement domestique, les dépenses d'investissement des entreprises et, dans une mesure croissante, les exportations. L'expansion de l'activité dans la construction de logements s'est poursuivie, mais à une cadence moins rapide que précédemment; le chiffre des mises en chantier a atteint 2,4 millions au total en 1972, au lieu de 1,3 à 1,6 million l'an au cours de la décennie précédente. Le rythme de constitution des stocks s'est fortement accéléré à partir du milieu de 1972, mais les ratios stocks/ventes ont continué de fléchir, pour se situer à un niveau relativement bas pendant les premiers mois de 1973.

Le gouvernement fédéral a imprimé une orientation expansionniste à la politique budgétaire. Sur la base des comptes de la nation, le déficit ne s'est que faiblement réduit, passant de \$21,7 milliards en 1971 à \$18,1 milliards l'an dernier. Les dépenses au titre

des biens et services se sont modérément accrues, avec l'arrêt du mouvement de baisse des dépenses militaires lié au désengagement au Viêt-nam; par ailleurs, les transferts au profit des particuliers ainsi que les subventions aux Etats et aux collectivités locales ont enregistré une vive progression. En outre, un certain nombre de dispositions législatives visant à stimuler l'économie ont été prises dans le domaine fiscal: réduction de la quotité de l'impôt sur le revenu des particuliers à partir de 1972, suppression de la taxe sur les véhicules automobiles, octroi à titre rétroactif d'un crédit d'impôt de 7% sur les investissements industriels et libéralisation du régime fiscal des amortissements.

Pour l'ensemble du secteur public, le déficit en termes de comptes de la nation s'est contracté de \$16,9 milliards à \$5,9 milliards d'une année à l'autre. Cette diminution traduit l'amélioration très sensible de la situation financière des Etats et des collectivités locales: si leurs dépenses ont continué de s'accroître au rythme antérieur, leur excédent budgétaire global est passé de \$4,8 milliards en 1971 à \$12,6 milliards en 1972 grâce à la progression des recettes fiscales et au relèvement des subventions fédérales.

Eu égard à la vigueur et à l'ampleur de la reprise, la forte poussée des importations n'a rien d'étonnant. Pour l'ensemble de l'année dernière, le volume des marchandises et services importés a été supérieur de près de 12% à celui de 1971. Après avoir plafonné au milieu de l'année, sa croissance s'est de nouveau accélérée pendant l'automne et au cours des premiers mois de 1973.

Sur le marché du travail, le taux de chômage s'est maintenu aux alentours de 6% jusqu'à la fin du printemps de 1972, en raison, d'une part, des gains élevés de productivité qui ont accompagné comme à l'accoutumée le début de la phase de reprise et, d'autre part, de l'augmentation des effectifs de la main-d'œuvre disponible. A partir de juin cependant, le chômage s'est inscrit en baisse, pour s'établir à 5% en avril 1973 (3,4% seulement si l'on ne considère que les personnes de sexe masculin ayant vingt ans ou plus). D'autres indicateurs, tel l'allongement des délais de livraison, donnent également à penser que la marge de capacité de production inemployée est en diminution.

Les mesures de contrôle autoritaire des salaires et des prix sont restées en vigueur tout au long de 1972 dans le cadre de la Phase II de la politique des revenus adoptée par l'administration fédérale. L'influence exercée par le Conseil des salaires ainsi que l'absence de tension sur le marché du travail et le nombre relativement peu élevé de conventions collectives venant à échéance ont contribué à limiter les majorations de salaires. Une fois effectués, au début de 1972, un certain nombre d'ajustements liés à la suppression du blocage, les salaires horaires progressèrent à un rythme annuel inférieur à 6% malgré la vigueur de la reprise, alors qu'ils s'étaient accrues de plus de 7% au cours de la période de douze mois se terminant en août 1971, c'est-à-dire avant l'introduction du système de blocage. De plus, si l'on élimine l'incidence de l'augmentation du nombre des heures supplémentaires et celle de la progression relative des effectifs employés dans les industries offrant de fortes rémunérations, le relèvement des barèmes de salaires proprement dits dans les conventions collectives a été assez modéré. On a également observé un ralentissement sensible en ce qui concerne les prix de gros des produits industriels et les prix à la consommation.

Vers la fin de 1972, l'inflation s'est de nouveau avivée, mais sous l'effet de facteurs inhabituels. En raison surtout de la hausse explosive des cours des produits de base et en particulier des produits agricoles, les prix de gros dépassaient de 6,5% en décembre le niveau atteint une année auparavant. Puis ils ont fait un bond de 6,3% rien que pendant les quatre premiers mois de 1973, tandis que les prix à la consommation montaient de 2,7%. Cette évolution est imputable dans une certaine mesure à l'incidence, en partie psychologique, du passage, en janvier, du régime autoritaire de contrôle des prix et des revenus à un système volontaire (Phase III), les prix ne restant contrôlés que pour la construction, les soins médicaux et les entreprises de transformation et de distribution des produits alimentaires. Le Conseil des salaires et la Commission des prix ont été supprimés et la surveillance des normes et des contrôles restant en vigueur en matière de salaires et de prix a été confiée à un Conseil du coût de la vie, auquel les huit cents plus grandes entreprises fournissent des états trimestriels sur leurs coûts et leurs prix et qu'assiste un Comité consultatif des salaires comprenant des représentants des syndicats et du patronat. Le Conseil du coût de la vie a fait savoir ultérieurement que la norme en matière de progression des salaires serait maintenue au chiffre en vigueur, soit 5,5% plus 1% pour les avantages complémentaires. L'administration a affirmé son intention de ramener le taux d'inflation à 2,5% au maximum à la fin de 1973. Le Comité des intérêts et des dividendes avait décidé auparavant de reconduire pour tout le temps restant à courir en 1973 le plafonnement à 4% des augmentations de dividendes. Le Président a obtenu en outre la prorogation jusqu'en avril 1974 de la loi de stabilisation économique, ce qui l'autorise à revenir à la contrainte en matière de salaires et de prix.

Différentes dispositions ont été prises au premier trimestre de 1973 en vue de contenir la flambée des prix alimentaires. La suspension du contingentement des importations de viande, qui avait été décidée en juin 1972, a été prolongée jusqu'à la fin de 1973. En outre, les subventions à l'agriculture ont été aménagées de façon à favoriser la production de céréales et de bétail, tandis que les mesures d'incitation à l'exportation des autres produits alimentaires et le dispositif de soutien du financement des stocks de céréales ont été supprimés. A la fin de mars, les prix de la viande de bœuf, de porc et de mouton ont été plafonnés.

Le crédit s'est rapidement développé tout au long de la phase d'expansion et a même eu tendance à s'accélérer. Le montant total des fonds collectés sur les marchés par les emprunteurs des secteurs non financiers, y compris par voie d'émission d'actions, s'est élevé à \$171 milliards en 1972, soit une progression de \$14 milliards par rapport au total déjà important enregistré en 1971, lequel reflétait les effets de la course au dollar aux Etats-Unis. Au second semestre de 1972, le volume des flux financiers est passé à \$189 milliards sur une base annuelle, pour atteindre au dernier trimestre, après une ascension rapide, le chiffre de \$215 milliards, toujours en termes annuels. Il ressort du tableau ci-après que l'accroissement noté en 1972 résulte d'une progression des concours consentis sous forme d'avances aux entreprises, de crédits à la consommation et de prêts hypothécaires par les banques commerciales et autres institutions financières (associations d'épargne et de prêts en particulier). En revanche, les émissions de valeurs mobilières ont été plus faibles qu'en 1971 par suite du moindre recours par les sociétés à l'emprunt à long terme et de la réduction des besoins de

trésorerie du secteur public. Dans le compartiment des valeurs à revenu variable, le fléchissement a été peu sensible (de \$13,5 milliards à \$12,4 milliards), mais les placements d'obligations de sociétés privées et d'emprunts étrangers sont tombés de \$20,3 milliards à \$13,6 milliards. Les Etats et les collectivités locales, dont la situation budgétaire faisait ressortir des excédents exceptionnellement élevés, ont collecté \$14,5 milliards, contre \$20,2 milliards, leurs opérations visant surtout à consolider leur position financière et à reconstituer leur liquidité. Le montant net des émissions de titres du Trésor américain (y compris celles des agences fédérales dans le domaine du crédit) a fléchi de \$29,4 milliards à \$23,6 milliards de 1971 à 1972. Cependant, si en 1971 le secteur étranger (principalement les organismes officiels) a absorbé des titres du Trésor à concurrence de 90% des émissions nettes de l'espèce, cette proportion est tombée en 1972 à près de 36%, mais pour bondir à 100% au premier

**Etats-Unis: Origine et emplois des ressources collectées
sur les marchés du crédit.¹**

Rubriques	1970	1971		1972		1973
		1er semestre	2ème semestre	1er semestre	2ème semestre	1er trimestre
taux annuels ajustés, en milliards de dollars						
Demande de ressources:						
Titres du Trésor Fédéral ²	12,8	22,3	28,7	11,5	23,2	21,9
Obligations de sociétés privées et obligations étrangères	21,1	23,2	17,4	13,9	13,4	8,9
Titres des Etats et des collectivités locales	13,8	22,1	18,5	14,0	15,0	3,4
Emprunts hypothécaires	25,8	39,3	54,6	59,4	71,4	64,8
Crédit à la consommation	4,3	6,5	13,6	15,6	22,4	25,3
Prêts bancaires	5,0	7,9	18,0	15,9	25,8	71,8
Divers	11,9	8,9	3,9	7,8	7,0	- 2,0
Total²	94,7	130,2	154,7	138,0	178,2	194,1
Fournies directement par:						
Gouvernement fédéral	2,8	4,4	2,0	1,6	3,1	0,2
Réserve Fédérale	5,0	8,4	9,3	4,8	- 3,9	22,2
Banques	31,6	49,4	50,0	54,8	79,1	92,6
Autres institutions financières Secteur privé à l'exception des institutions financières Etranger	38,7	56,5	55,3	70,7	78,2	77,6
	6,3	- 15,2	11,9	0,7	10,2	- 33,3
	10,3	26,7	26,2	5,4	11,5	34,8
Total	94,7	130,2	154,7	138,0	178,2	194,1
Variations correspondantes des actifs financiers						
Disponibilités monétaires (M ₁)	7,7	17,9	10,7	13,2	18,4	12,7
Dépôts à terme et d'épargne	56,2	92,4	70,2	92,3	84,9	120,8
Créances sur les marchés du crédit	30,8	19,9	73,8	32,5	74,9	60,6
Total	94,7	130,2	154,7	138,0	178,2	194,1

¹ Non compris les émissions de valeurs à revenu variable par les entreprises du secteur non financier, qui se sont élevées à 6,8 12,7 14,2 13,1 11,8 9,8

Total des flux financiers nets, y compris les émissions de valeurs à revenu variable 101,5 142,9 168,9 151,1 190,0 203,9

Total, en pourcentage du produit national brut 10,4 13,8 15,8 13,4 16,1 16,5

² Non compris les ressources collectées, aux fins de prêt, par les agences fédérales dans le domaine du crédit.

trimestre de 1973. De décembre 1969 à février 1973, le volume des titres du Trésor des Etats-Unis détenus par des non-résidents est passé de \$11,4 milliards à \$61,1 milliards, tandis que le portefeuille des investisseurs américains privés a fléchi de \$210,6 milliards à \$204,0 milliards.

Au cours des premiers mois de 1972, c'est-à-dire avant que la reprise de l'activité ne se soit vigoureusement affirmée, la politique d'open market avait un caractère fortement expansionniste. Par la suite, les autorités ont ralenti leurs interventions et les banques affiliées à la Réserve Fédérale ont progressivement étendu leurs recours à cet organisme. Si le taux d'escompte n'a pas été relevé, la politique monétaire n'en a pas moins pris une orientation nettement restrictive au cours du dernier trimestre de 1972. La masse monétaire au sens large du terme (d'où sont exclus, il est vrai, les certificats de dépôt d'un montant élevé) s'est accrue de 10,8% en 1972, soit légèrement moins qu'en 1971; considérée suivant la définition restreinte, elle a progressé de 8,3%, au lieu de 6,6% l'année précédente. Quant aux prêts et placements effectués par les banques, ils se sont développés à concurrence de 14,1% au total, contre 11,4% en 1971.

L'évolution des taux d'intérêt reflète la physionomie de la demande de crédit et montre en outre que les achats des autorités à l'open market se sont concentrés sur les titres à long terme. Les taux des obligations sont restés stables tout au long de l'année, le rendement des titres du Trésor à moyen terme s'élevant à 6% environ et celui des emprunts obligataires des sociétés de premier rang à un peu plus de 7%; à partir du second trimestre, en revanche, les taux à court terme ont amorcé un mouvement de hausse. Le taux des «fonds fédéraux» a fait un bond, passant d'un peu plus de 3%, son niveau le plus bas, au début de mars à 4% au cours du même mois, pour monter progressivement à près de 5½% vers la fin de l'année. Les taux débiteurs de base des banques ont été graduellement portés de 4½ à 6%, chiffre atteint dans le courant de l'automne; ces relèvements ont toutefois été désapprouvés par le Comité des intérêts et des dividendes, qui a persuadé par ailleurs les grandes banques recourant au système du «prime rate» flottant (évoluant automatiquement en fonction des taux du marché) de modifier, et finalement de suspendre cette pratique. Aucun signe n'ayant encore révélé un désengagement vis-à-vis des circuits financiers, le large courant de ressources en direction des institutions d'épargne s'est maintenu tout au long de l'année, contribuant ainsi à satisfaire la forte demande de prêts hypothécaires.

L'expansion des concours bancaires au commerce et à l'industrie s'est vivement accélérée pendant l'hiver, avec une progression d'environ 30%, en taux annuel ajusté, au cours du premier trimestre de 1973. Devant la persistance de la hausse du loyer de l'argent sur le marché, le taux d'escompte de la Réserve Fédérale a été relevé, en quatre étapes, de 4½ à 6% de janvier au milieu de mai. La liquidité bancaire s'est resserrée, les recours à la Réserve Fédérale s'étant développés jusqu'à atteindre \$2,4 milliards à fin mai. Le taux des «fonds fédéraux» s'est tenu autour de 7¼% en moyenne au mois de mai et le «prime rate» a été relevé, au début de juin, pour les grandes entreprises, avec des conditions plus avantageuses pour les petites, ainsi que pour les crédits personnels et les prêts hypothécaires; cette différenciation, introduite

sur les instances du Comité des intérêts et des dividendes, vise à ralentir l'augmentation du coût du crédit. Les taux à long terme ont commencé de monter pour la première fois depuis le début de la période d'expansion, mais ils ont de nouveau plafonné au printemps.

La politique des finances publiques a pris, elle aussi, une tournure plus restrictive. Selon les estimations budgétaires révisées pour 1972-73, les dépenses s'élèveront à \$249,8 milliards, soit seulement \$3,5 milliards de plus que la prévision initiale, et cela malgré le rejet par le Congrès de la demande, présentée par l'Administration, visant à imposer une limite légale de \$250 milliards aux dépenses. Les plus-values fiscales imputables à l'expansion de l'activité économique devraient, pense-t-on aujourd'hui, permettre aux autorités fédérales de ramener le déficit, calculé sur la base des comptes de la nation, aux alentours de \$12 milliards pour l'année civile 1973. D'après les estimations pour 1973-74, fondées sur une projection de croissance du produit national brut, en 1973, de près de 10% en termes nominaux et de 6¼% en termes réels, le budget sera pratiquement en équilibre sur la base dite du plein emploi. La modicité de la hausse prévue des dépenses est la conséquence des abattements opérés sur plusieurs programmes sociaux et de la réduction des subventions à l'agriculture.

Si l'Administration s'est attachée à contenir la progression des dépenses publiques plutôt qu'à alourdir la fiscalité, l'effet restrictif global lié à cette politique a été modéré. Le but n'était pas de provoquer une forte décélération de l'expansion, mais de piloter l'économie de manière à l'amener à son régime de croissance potentielle à long terme. La vigueur de la demande est telle, cependant, qu'on risque de voir des pressions excessives s'exercer, sous peu, sur les ressources disponibles. Les investissements en capital fixe des entreprises doivent s'accroître, selon les prévisions, de 15%, sinon plus, en 1973, et les dépenses de consommation, stimulées par la progression des revenus des particuliers et par d'importants remboursements d'impôt au début du printemps, se sont maintenues à un niveau fort élevé jusqu'à maintenant. C'est dans ce contexte qu'il est de plus en plus question, dans l'opinion, du retour éventuel à un contrôle plus strict des salaires et des prix, ainsi que de l'adoption de nouvelles mesures fiscales.

Les dernières semaines ont été marquées par de nouvelles mesures dans le domaine des prix et de la monnaie. Afin de resserrer le dispositif de contrôle établi au titre de la Phase III, il a été décidé dans les premiers jours de mai d'obliger les grandes entreprises à notifier à l'avance les hausses de prix qu'elles envisagent lorsque celles-ci excèdent 1½% par rapport au niveau du début de janvier. En matière monétaire, les taux d'expansion sur douze mois de la masse monétaire selon ses deux définitions, large et étroite, étaient tombés en avril à 6,3 et 9,0% respectivement. En revanche, le « volume approximatif ajusté du crédit bancaire » (« adjusted bank credit proxy »), instrument de mesure plus complet des ressources bancaires disponibles pour les prêts, était en hausse de 12,8%. Au milieu de mai, le Conseil des gouverneurs du Système de Réserve Fédérale a suspendu complètement le plafonnement, en vertu du Règlement Q, de la rémunération des certificats de dépôt d'un montant élevé et porté de 5 à 8% le coefficient de réserves obligatoires applicable à l'accroissement des disponibilités procurées aux banques par l'émission de ces certificats et par celle de « papier

commercial» (lorsqu'elle se fait par le truchement de sociétés qui leur sont apparentées). En même temps, le taux des réserves calculées en fonction des emprunts contractés par les banques à l'étranger était abaissé de 20 à 8%. Outre leur effet immédiat de pression à la hausse sur les taux d'intérêt à court terme dans le pays et le fait qu'elles ont supprimé un obstacle éventuel à la progression future de ceux-ci, ces mesures tendent à égaliser les conditions du choix que les banques ont à faire, pour se procurer des ressources, entre l'offre interne et externe.

Canada. En dépit du maintien de l'orientation expansionniste de la politique monétaire et budgétaire, la progression de la demande globale a perdu un peu de son dynamisme pendant un certain temps l'an dernier. Jusqu'à l'automne, les exportations ont eu tendance à fléchir et la reprise des investissements des entreprises a été lente. Les dépenses de consommation des particuliers et des collectivités publiques ont poursuivi leur mouvement ascendant, tandis que l'activité du secteur de la construction de logements a exercé une action fortement stimulante avant de se tasser vers la fin de l'année. Dans une mesure exceptionnellement large, la croissance de la demande globale a été satisfaite au moyen des importations. Dans l'agriculture, la production a régressé en raison de conditions atmosphériques défavorables, alors que, dans l'industrie et la construction, l'activité s'est ressentie de mouvements de grève de grande envergure, en particulier au troisième trimestre. Contrairement à l'évolution notée dans d'autres pays l'an dernier, l'amélioration de la productivité de la main-d'œuvre n'a pas été supérieure à la moyenne à long terme. Le rythme d'expansion de la production a toutefois été insuffisant pour que soit absorbé l'accroissement rapide de la population active, de sorte que le taux de chômage, après ajustement, est monté à 6,9% en septembre. Dans ces conditions, il est quelque peu décevant de constater une accélération de la hausse des prix de détail; s'il est vrai qu'elle a été principalement provoquée par le renchérissement des denrées alimentaires, l'augmentation des revenus salariaux dans l'industrie s'est cependant poursuivie à un rythme annuel de près de 9%.

Bien que légèrement moins expansionniste que l'année précédente, le projet de budget fédéral pour l'exercice 1972-73 s'articule autour d'un certain nombre de mesures visant à relancer les investissements, grâce notamment à des facilités d'amortissement accéléré et à une réduction des impôts sur les sociétés. L'approbation de ces propositions par le Parlement se fait cependant attendre.

Sur le plan monétaire, les autorités se sont efforcées de promouvoir une forte expansion du crédit pour permettre à l'économie d'atteindre un régime plus élevé. Elles ont en même temps réussi à modérer les pressions à la hausse exercées sur le taux de change par les entrées de capitaux qu'ont provoquées, surtout, au printemps notamment, les achats par les non-résidents d'obligations nouvellement émises. Cependant, afin de tenir compte des effets à retardement de l'expansion monétaire, elles ont essayé de maintenir l'accroissement des réserves bancaires dans certaines limites. Conséquence du durcissement, au printemps, de la concurrence entre banques pour la collecte des dépôts, la croissance de la quasi-monnaie s'est sensiblement accélérée et le mouvement de hausse des taux d'intérêt à court terme s'est intensifié. Face à cette situation, les autorités, tout en contribuant à une amélioration temporaire

Canada: Volume des fonds recueillis sur les marchés du crédit.

Rubriques	1969	1970	1971	1972
	en milliards de dollars canadiens			
Emprunteurs autres que les institutions financières	4,2	3,2	5,3	4,5
Consommateurs	1,3	0,7	1,4	2,1
Emprunts hypothécaires	1,7	1,5	2,5	3,8
Administrations provinciales et collectivités locales	2,2	2,3	2,9	3,3
Total	9,4	7,7	12,1	13,7
Gouvernement fédéral	0,3	2,0	3,0	1,6
Total général	9,7	9,7	15,1	15,3

de la liquidité bancaire, ont favorisé la conclusion d'un accord interbancaire prévoyant le plafonnement des taux d'intérêt versés sur les dépôts à terme d'un montant élevé et à échéance d'un an au maximum.

Du fait de ces mesures, les dépôts auprès des banques à charte se sont accrus de 15% l'an dernier, contre 18% en 1971. Etant donné que le montant net de leurs avoirs liquides et de leur portefeuille de titres du Trésor n'a pratiquement pas progressé durant l'année, le total des prêts et des placements en autres valeurs mobilières effectués par lesdites banques a augmenté de 23%, les avances à échéance fixe aux entreprises et les crédits hypothécaires ayant enregistré la progression la plus rapide.

Le volume total des fonds recueillis par les emprunteurs canadiens a légèrement dépassé le niveau déjà fort élevé de 1971. Le nouvel et important développement des prêts aux consommateurs et des emprunts hypothécaires a plus que compensé le modeste fléchissement des avances aux secteurs non financiers. Avec \$CAN 1,6 milliard, les besoins d'emprunt du gouvernement fédéral ont été à peu près du même ordre de grandeur qu'une année auparavant, si l'on exclut le financement de l'accroissement des réserves de change, fort important en 1971, mais négligeable l'année dernière. Sur le marché financier, les placements de titres ont accusé une légère baisse par rapport à 1971 du fait, en partie, du fléchissement des émissions des collectivités publiques.

Ces demandes considérables de crédit ont pu être satisfaites sans provoquer de tension prolongée sur le loyer de l'argent. Après avoir monté au cours du premier semestre, les taux à long et à court terme se sont situés, durant l'été, à des niveaux proches de ceux qui étaient pratiqués aux Etats-Unis pour des échéances semblables, puis ils se sont inscrits en baisse. A la fin de l'année, l'écart entre les taux de rendement respectifs des valeurs à revenu fixe au Canada et aux Etats-Unis s'était considérablement réduit, alors que le loyer de l'argent à court terme au Canada se situait sensiblement au-dessous du niveau qu'il avait atteint sur le marché monétaire des Etats-Unis.

Sous l'impulsion de la croissance des exportations au dernier trimestre de 1972, un mouvement d'expansion plus général semblait s'esquisser au début de 1973. Au premier trimestre, au cours duquel les taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis ont

encore pris de l'avance sur les taux canadiens, les prêts bancaires se sont développés à un taux annuel, après ajustement, de plus de 25%. C'est dans ces conditions que le taux d'escompte officiel a été porté en deux étapes, respectivement en avril et en mai, de 4¾%, niveau auquel il se tenait depuis octobre 1971, à 5¾% et que les banques à charte décidèrent de relever le taux de base de leurs prêts de 6 à 7%. Celles-ci, en outre, furent invitées à ne pas satisfaire les demandes de concours inhabituelles qui seraient présentées par les sociétés étrangères ou sous contrôle étranger et à donner la priorité aux petites entreprises canadiennes ainsi qu'à la clientèle des régions en voie de développement. L'objectif essentiel poursuivi par les autorités demeurerait néanmoins d'encourager une utilisation plus complète des ressources productives. Le gouvernement a de nouveau saisi le Parlement de ses projets d'allégements fiscaux en faveur des entreprises et d'augmentation des facilités d'amortissement. En outre, le projet de loi de finances pour l'exercice se terminant en mars 1974 prévoit la réduction de l'impôt sur le revenu des personnes physiques, un relèvement des pensions et un abaissement sélectif de la taxe sur les transactions au stade de la consommation courante ainsi que des droits de douane. Par suite, le budget passerait d'une position de quasi-équilibre pour l'exercice 1972-73 à un déficit d'environ \$CAN 1 milliard l'année suivante.

Japon. Au début de 1972, le ralentissement de la conjoncture se poursuivait depuis près de dix-huit mois au Japon, qui connaissait ainsi sa plus longue phase de basse conjoncture depuis la fin de la guerre. Les autorités avaient pratiqué tout au long de 1971 une politique propre à stimuler l'activité, mais la reprise tardait à se manifester du fait de l'incertitude qui entourait l'avenir du taux de change du yen. Un renversement de tendance ne s'est réellement affirmé que fin 1971-début 1972; le redressement s'est alors graduellement accéléré, si bien que le produit national brut en volume a enregistré une progression de 9,2% d'une année sur l'autre, soit environ trois points de plus qu'en 1971.

L'impulsion est venue non pas, comme dans les précédentes phases ascendantes, des exportations et des investissements effectués par les industries de transformation, mais des dépenses publiques, de la construction de logements et de la consommation privée. Certes, l'expansion de 7½% des exportations de biens et de services a joué un rôle dans la reprise, mais ce résultat est fort modeste, comparé aux performances réalisées à cet égard dans le passé; quant au montant des investissements dans les industries de transformation, il a en fait diminué. L'Etat, au contraire, a accru ses dépenses, en termes réels, d'environ 17%, mettant particulièrement l'accent sur les travaux publics: outre l'effet très fortement stimulant que le budget de l'exercice 1972-73 a exercé dès sa mise en œuvre, des mesures ont été prises pour accélérer l'utilisation des crédits dans certains domaines. Le programme des prêts et investissements financés par le Trésor a été révisé en hausse à trois reprises, et le budget ordinaire a été complété par le vote d'un collectif en novembre.

Pour ce qui est des autres composantes de la demande, le secteur de la construction privée a été également très actif, grâce à des conditions de financement avantageuses, tandis que les investissements en capital fixe ont vivement progressé dans

Japon: Variations des actifs et exigibilités de caractère financier.

Postes	Années	Secteur des entreprises	Secteur des ménages	Etat	Entreprises du secteur public et collectivités locales	Système bancaire	Autres institutions financières	Reste du monde ¹
Excédent ou déficit(—) financier	1970	- 4.510	5.750	1.050	- 1.580			- 710
	1971	- 4.130	7.530	830	- 2.230			- 2.000
	1972	- 6.170	10.580	720	- 3.080			- 2.050
<i>Variations correspondantes des actifs et exigibilités de caractère financier²</i>								
Monnaie et dépôts à terme	1970	3.670	6.715	- 1.400	210	- 5.685	- 3.510	
	1971	8.220	8.185	- 1.820	255	- 10.755	- 4.085	
	1972	7.440	13.905	- 2.630	275	- 12.830	- 6.160	
Créances sur les compagnies d'assurance et les fonds de placement . .	1970	185	2.175	- 360	10	25	- 2.035	
	1971	375	2.590	- 475	10	5	- 2.505	
	1972	665	3.160	- 610	5	10	- 3.230	
Valeurs mobilières (en chiffres nets) . . .	1970	- 855	1.405	175	- 810	110	- 65	275
	1971	- 635	1.705	385	- 1.370	840	615	380
	1972	- 625	1.240	- 1.040	- 1.525	330	2.210	210
Prêts	1970	- 9.420	- 3.240	2.115	- 965	5.700	5.810	
	1971	- 13.620	- 3.825	2.490	- 1.130	9.530	6.555	
	1972	- 16.180	- 5.375	3.010	- 1.745	11.035	9.255	
Réserves officielles . .	1970							- 280
	1971							- 3.775
	1972							- 915
Autres créances sur l'étranger (nettes) . .	1970	15	-	165	5	235	10	- 705
	1971	740	20	175	5	760	25	1.395
	1972	20	50	190	5	800	85	- 1.345
Transactions diverses ² .	1970	1.895	- 1.305	355	- 30	- 385	- 210	
	1971	2.270	- 1.145	75	-	2.820	- 805	
	1972	2.510	- 2.400	1.800	- 95	655	- 2.160	

¹ Un signe négatif représente une augmentation des créances (ou une diminution des engagements) du Japon à l'égard du reste du monde. ² Y compris les crédits commerciaux et les écarts statistiques.

Source: Banque du Japon.

les secteurs de l'industrie autres que celui de la transformation. L'accroissement des stocks a été moins fort qu'en 1971, mais son rythme s'est sensiblement accéléré au cours de l'année. La consommation des ménages, favorisée par l'élévation des revenus et par l'extension des transferts, s'est accrue de 9,3%, contre 7,1% l'année précédente.

La reprise économique s'est traduite par une réduction du chômage, dont le taux, après avoir culminé en mars 1972 à 1,8% de la population active, est tombé à 1,2% en décembre. La progression des salaires a été un peu plus rapide, mais l'augmentation des gains mensuels est restée, avec 15,6%, du même ordre qu'au cours de la phase comparable dans le cycle antérieur. Compte tenu de l'amélioration conjoncturelle de la productivité, le rythme moyen de hausse des prix n'a guère varié par rapport à 1971, l'indice des prix dérivé du P.N.B. ayant monté de 5%. En ce qui concerne les importations, la réévaluation du yen en 1971 n'a pas pesé aussi fortement que prévu et ce, à cause de l'accélération de l'inflation à l'extérieur, mais aussi parce que

fournisseurs étrangers et intermédiaires japonais se sont partagé une fraction importante du bénéfice potentiel de l'opération.

La politique monétaire a continué d'être libérale tout au long de l'année 1972. Le taux officiel d'escompte a été réduit d'un demi-point en juin et ramené ainsi à 4¼%, son niveau le plus bas depuis de nombreuses années; d'autre part, la Banque du Japon a acheté, entre juin et août, des titres d'Etat aux banques et des effets de commerce au marché pour des montants importants, en même temps qu'elle consentait au système bancaire des facilités supplémentaires de réescompte et d'avances. Les disponibilités monétaires et quasi monétaires se sont gonflées de près de 25%, soit à peu près dans les mêmes proportions qu'au cours des douze mois précédents, mais l'accroissement des avoirs de change a contribué beaucoup moins qu'en 1971 à cette expansion, qui a été due pour près de 90% aux concours d'origine interne accordés au secteur privé.

D'après les données relatives aux flux financiers, l'expansion du volume global du crédit a approché Y30.000 milliards en 1972, ce qui correspond à 33,1% du produit national brut en valeur, contre 29,7 et 23,8% en 1971 et en 1970 respectivement. L'excédent financier du secteur des particuliers a de nouveau fortement progressé; si les ménages ont beaucoup plus emprunté pour financer l'achat de nouveaux logements et de biens de consommation durables, ils ont aussi témoigné d'une préférence nettement accrue pour la liquidité. Leurs avoirs en actifs financiers liquides ont marqué une vive augmentation, tandis que leurs acquisitions de valeurs mobilières ont été plus réduites qu'en 1971. Le secteur public a pourtant dû, en 1972, recourir davantage aux emprunts obligataires pour financer un déficit croissant; il a pu y parvenir grâce à une intervention sensiblement plus large des intermédiaires financiers, les banques et autres établissements financiers ayant pris partiellement en charge la dette du secteur public et consenti des avances à l'économie. Bien que son épargne ait progressé par rapport à ses investissements en nouveaux éléments d'actif, le secteur des entreprises a enregistré un déficit financier beaucoup plus élevé que l'année précédente, en raison de l'importance des achats de terrains au secteur des particuliers.

Vers la fin de 1972, il devint manifeste que les pressions inflationnistes se renforçaient. Or, les pouvoirs publics se trouvaient engagés dans une politique budgétaire visant à encourager les réformes de structure. Leur objectif essentiel demeurant d'accroître la part du marché intérieur dans l'utilisation des ressources disponibles, elles ont laissé au budget, pour l'exercice 1973-74, un caractère expansionniste. Par rapport aux prévisions initiales faites pour l'exercice antérieur, les dépenses ordinaires doivent augmenter d'environ 25%, et les prêts et investissements financés par le Trésor de 28%. De plus, les autorités n'avaient pas les coudées franches sur le plan monétaire du fait de l'excédent des comptes extérieurs. Les banques furent invitées à limiter les prêts destinés à financer l'acquisition de biens immobiliers et de valeurs mobilières, et le mouvement de baisse des taux d'intérêt qui durait depuis deux ans fut enrayé, mais les autorités se rendaient compte que tout durcissement sensible de la politique monétaire ne ferait qu'attirer davantage les capitaux étrangers indésirables.

Les dispositions prises antérieurement pour réduire l'excédent de la balance des paiements, notamment en juin 1971 et en mai 1972, avaient été peu efficaces. Un

troisième train de mesures, annoncé en octobre, suscita de nouveaux espoirs; or, l'afflux de fonds a non seulement continué, mais même progressé. En janvier 1973, en vue d'éponger les liquidités excédentaires, les coefficients des réserves obligatoires imposées aux banques commerciales furent relevés et une nouvelle catégorie de réserves, assise sur les obligations et les fonds placés en «trust», fut instituée. Le mois suivant, les banques furent invitées à limiter, pendant le premier trimestre de 1973, l'accroissement de leurs concours aux grandes entreprises japonaises à la moitié de la progression enregistrée pendant le trimestre précédent. La mise en flottement du yen, décidée en février, devrait en principe aider les autorités à mieux maîtriser l'expansion monétaire. Les coefficients de réserves obligatoires ont été de nouveau relevés, et au début d'avril le taux d'escompte officiel a été porté à 5%. Par la suite, des dispositions ont été prises pour généraliser la hausse du loyer de l'argent et les banques se sont vu assigner un plafond pour l'augmentation de leurs encours au second trimestre.

Ce passage à une politique monétaire restrictive n'a pas empêché une recrudescence de l'inflation pendant les premiers mois de 1973. L'impulsion croissante fournie par la demande s'est ajoutée aux pressions qu'engendraient déjà les coûts. Au début du printemps, les prix de gros et de détail s'établissaient, les uns comme les autres, à 10% environ au-dessus des niveaux qu'ils avaient atteints douze mois auparavant. En avril, le gouvernement a présenté un programme anti-inflationniste en sept points, comportant notamment un assouplissement des politiques monétaire et budgétaire et du contingentement des importations ainsi que des dispositions visant à baisser ou à stabiliser les prix des produits importés. La politique monétaire a encore été durcie à la fin de mai, la Banque du Japon ayant porté son taux d'escompte à 5½% et annoncé un nouveau relèvement des coefficients de réserves obligatoires.

Royaume-Uni. Dans les premiers mois de 1972, les mesures de relance de l'économie n'avaient guère réussi à sortir celle-ci du marasme. Le taux annuel de croissance ayant été inférieur à 2% en moyenne pendant les trois années précédentes, une part considérable de la capacité de production restait inemployée, tandis que le chômage touchait près de 4% de la population active. Malgré cette situation et bien que 200 grandes entreprises se fussent engagées à limiter leurs hausses de prix à 5% sur une base annuelle, les augmentations de salaires stipulées dans les conventions négociées dans l'industrie privée continuaient de se situer bien au-dessus de 10%. Les rémunérations dans le secteur public s'étaient généralement maintenues à un niveau moins élevé (entre 7 et 8%) jusqu'à ce que la longue grève qui paralysa en janvier-février les houillères — industrie nationalisée — eût pris fin avec l'octroi d'une majoration de 16% en termes annuels. Une fois de plus, l'inflation salariale minait la compétitivité des produits britanniques sur les marchés étrangers. Le premier trimestre de 1972 fut marqué par une détérioration brutale de la balance commerciale, imputable en partie seulement aux séquelles des grèves.

Dans ces conditions, le gouvernement donna la priorité, dans le projet de budget présenté en mars, aux problèmes de la demande interne et de l'emploi, au risque d'accroître l'inflation et d'aggraver la situation de la balance des paiements. Les mesures

proposées - allégement substantiel de la fiscalité directe et indirecte, associé à une augmentation des dépenses publiques - devaient porter les besoins d'emprunt du secteur public à £3.358 millions pour l'exercice 1972-73, soit £2.000 millions de plus que le solde d'exécution de l'exercice précédent. Les prévisions tablaient sur un taux d'accroissement en volume du produit national brut, entre le second semestre de 1971 et le premier semestre de 1973, de 5% sur une base annuelle.

Au cours du printemps, bien qu'aucune agitation sociale n'ait cette fois perturbé le fonctionnement de l'économie, l'amélioration de l'excédent des opérations courantes fut modeste, ce qui confirmait la tendance profonde à la détérioration de la balance des paiements. A la mi-juin, l'anxiété croissante que suscitaient les perspectives offertes à cet égard s'ajouta aux préoccupations relatives à l'évolution des coûts et des prix; l'éventualité d'une grève nationale des dockers vint également ébranler la confiance. Aussi la livre sterling se trouva-t-elle bientôt soumise à de fortes pressions sur le marché des changes. Si la soudaineté du mouvement traduit certainement l'inquiétude qu'inspirait le taux de change, il convient d'ajouter que les conditions monétaires avaient été relativement peu élevées au Royaume-Uni pendant les six mois précédents. Devant la forte ponction opérée sur les réserves, les autorités décidèrent de laisser flotter le taux de change de la livre.

Dans l'intervalle, les dépenses des consommateurs avaient commencé de progresser rapidement, en raison de la forte expansion des revenus disponibles due aux réductions d'impôts et au retard de la hausse des prix sur les majorations de salaires. Au second semestre de 1972, la consommation des particuliers dépassa de 7,0%, en termes réels, le niveau de la période correspondante de 1971, cette augmentation étant en grande partie imputable aux achats de voitures et d'équipement ménager. La construction de logements dans le secteur privé a également poursuivi le mouvement de reprise amorcé précédemment, grâce à l'abondance de l'offre de crédits hypothécaires. Les dépenses courantes des collectivités publiques se sont accrues de tout près de 4%, taux prévu dans le budget de 1972. En revanche, les investissements du secteur privé, en dehors de la construction d'habitations, ont été modestes, les industries de transformation ayant sensiblement réduit, pour la seconde année de suite, les sommes consacrées tant à la formation de capital fixe qu'à la constitution de stocks. Au total, l'ensemble des dépenses de caractère définitif à l'exclusion de la consommation privée et des exportations ont diminué de 0,6% entre le second semestre de 1971 et les six derniers mois de 1972.

Par ailleurs, la dépréciation de la livre sterling n'a eu que peu d'effet, dans l'immediat, sur le volume du commerce extérieur. Les exportations de biens et de services n'ont guère progressé, en termes réels, du fait de la lenteur de la croissance des importations dans le monde (notamment dans certains grands pays de la zone sterling), mais également à cause de la compétitivité insuffisante des produits britanniques (du moins jusqu'à la chute des cours de la livre en juin), des conflits sociaux périodiques et de l'expansion rapide de la demande des consommateurs, qui orientait la production vers le marché intérieur. Ces trois derniers facteurs ont également stimulé les importations, dont le volume s'est accru à un rythme plus de trois fois supérieur à celui de l'ensemble des dépenses de caractère définitif.

Royaume-Uni: Epargne, investissements et variations des actifs et exigibilités de caractère financier.

Postes	Années	Secteur public	Etranger ¹	Secteur des ménages	Entreprises industrielles et commerciales	Banques	Autres institutions financières
Epargne, plus transferts nets de capitaux	1970	4.967		2.506	3.306	360	
	1971	4.171		3.063	3.962	393	
	1972	3.134		3.602	4.449	718	
Formation intérieure brute de capital fixe (—)	1970	-4.173		-1.445	-4.436	-564	
	1971	-4.661		-1.903	-3.930	-533	
	1972	-4.802		-2.403	-3.931	-564	
Excédent ou déficit (—) financier	1970	794	- 688 ²	1.061	- 1.130	- 204	
	1971	- 490	- 1.051 ²	1.160	32	- 140	
	1972	- 1.668	- 16 ²	1.199	518	154	
<i>Variations correspondantes des actifs et exigibilités de caractère financier²</i>							
Prêts bancaires	1970	- 402	- 2.595	- 59	- 1.125	4.262	- 81
	1971	442	- 2.228	- 576	- 730	3.511	- 419
	1972	- 569	- 7.489	- 1.927	- 2.988	14.025	- 1.032
Billets et monnaies, et dépôts en banque	1970	- 187	3.384	942	322	- 4.739	278
	1971	- 204	3.359	1.118	1.028	- 5.482	181
	1972	- 498	7.501	2.013	2.273	- 12.222	933
Flux monétaire total	1970	1.287	- 1.287				
	1971	3.228	- 3.228				
	1972	- 1.265	1.265				
Emprunts et investissements à l'étranger	1970	266	- 191		35		- 40
	1971	303	19		290		- 32
	1972	473	- 565		101		9
Titres négociables de la dette publique	1970	- 280	44	- 227	9	140	314
	1971	- 3.700	473	466	1	1.383	1.379
	1972	982	353	- 23	21	- 1.713	422
Titres non négociables de la dette publique	1970	326	- 32	- 50	- 231	- 21	8
	1971	- 171	- 28	395	- 184	- 16	4
	1972	- 359	-	464	- 76	- 21	8
Dette des collectivités locales	1970	- 538	- 38	- 75	- 119	483	287
	1971	- 654	83	- 235	25	772	9
	1972	- 423	149	- 82	126	31	199
Créances sur d'autres institutions financières ⁴	1970		51	3.417	- 10		- 3.458
	1971		54	4.174	47		- 4.275
	1972		- 112	4.726	68		- 4.682
Actions et autres valeurs mobilières ⁵	1970	6	- 76	- 780	116	67	667
	1971	79	97	- 1.239	- 45	184	924
	1972	35	- 550	- 771	- 138	115	1.309
Autres emprunts à l'intérieur ⁶	1970	201		- 1.351	- 316	39	1.427
	1971	98		- 2.007	- 53	89	1.873
	1972	124		- 2.937	- 29	350	2.492
Postes non identifiés	1970	115	52	- 756	259		163
	1971	89	348	- 936	235		- 225
	1972	- 148	- 570	- 264	1.202		- 35

¹ Un chiffre négatif correspond à une augmentation des créances (ou à une diminution des exigibilités) du Royaume-Uni à l'égard du reste du monde. ² Balance des biens et des services. ³ Un signe moins correspond à une diminution des actifs ou à une augmentation des exigibilités. ⁴ Apports nets aux fonds d'assurance-vie et de retraite, et dépôts auprès d'autres institutions financières. ⁵ Y compris les transactions sur parts de fonds de placement (unit trusts). ⁶ Principalement les emprunts pour achats de logements.

Source: Banque d'Angleterre.

Royaume-Uni: Expansion du crédit intérieur.

Postes	1968	1969	1970	1971	1972
	en millions de livres sterling				
Besoins d'emprunt du secteur public ¹	1.315	— 475	—	1.375	2.035
Cessions nettes de titres de la dette publique au secteur privé non bancaire (—)	— 25	— 345	— 115	— 2.100	— 995
Prêts bancaires au secteur privé ²	575	510	1.125	1.580	5.720
Prêts bancaires en sterling à l'étranger	140	150	25	295	135
Expansion du crédit intérieur	2.005	— 160	1.035	1.150	6.925

¹ La différence entre le déficit financier du secteur public (cf. tableau précédent) et les besoins nets d'emprunt de ce secteur correspond à des prêts divers, au refinancement des crédits à l'exportation et, jusqu'en 1971, aux opérations sur dépôts à l'importation. ² Non compris les prêts en devises pour les investissements à l'étranger.

Sur les marchés du crédit, les taux d'intérêt se sont raffermis, presque tout au long de l'année 1972 pour le long terme et à partir de juin pour le court terme, époque où les rendements montèrent en flèche parallèlement au mouvement de fuite devant la livre et au relèvement de 5 à 6% du taux d'escompte officiel. Les sorties de devises ayant provoqué un resserrement exceptionnellement prononcé sur le marché monétaire, la Banque d'Angleterre procura des facilités spéciales aux banques, sous forme de prises en pension d'effets publics à court terme au taux de 6½%. L'expansion du volume du crédit, libérée des limitations quantitatives depuis septembre 1971, s'est poursuivie à un rythme rapide. La masse monétaire s'est accrue en 1972 à un rythme annuel de 25% ou de 14% suivant qu'on la considère au sens large ou étroit, alors que le produit intérieur brut à prix courants augmentait dans le même temps d'environ 10%. La progression enregistrée en contrepartie par les prêts bancaires n'a pas été étroitement liée à l'expansion de l'activité économique réelle. Les concours supplémentaires sont allés en majeure partie au secteur des ménages, ainsi qu'aux sociétés financières et immobilières, qui ont été également les plus gros emprunteurs du secteur privé sur le marché des capitaux à long terme. Les banques ayant, au total, allégé leur portefeuille de titres de la dette publique, les besoins de financement du secteur public (jusqu'alors plus faibles que prévu) ont été couverts jusqu'à la fin de l'année au moyen des ressources en livres sterling provenant du déficit des comptes extérieurs, ainsi que par des cessions de titres de la dette publique au secteur non bancaire.

Prévoyant toutefois une intensification de la demande de fonds du secteur public et de l'industrie de transformation, les autorités se sont efforcées d'y faire face tout en évitant une croissance excessive du volume global du crédit. En août, les banques furent invitées à octroyer moins aisément les avances destinées à financer des opérations, immobilières ou autres, sans rapport avec l'expansion industrielle. Comme le mouvement de hausse des taux d'intérêt à court terme se poursuivait régulièrement, de nouvelles dispositions furent arrêtées en octobre pour la détermination du taux minimum des avances de la Banque d'Angleterre au marché monétaire. Il fut décidé que ce taux serait désormais fixé chaque vendredi et calculé d'après le taux d'escompte moyen des bons du Trésor, tel qu'il se serait établi à l'adjudication du même jour, augmenté d'un demi-point et arrondi au quart de point le plus proche. En application de cette formule, l'ancien «taux de la Banque», qui était de 6%, fut remplacé par un

taux minimum d'avances de 7¼%. Cette mesure a été suivie, en novembre et en décembre, d'un resserrement plus accentué de la politique monétaire, la Banque d'Angleterre ayant invité les banques à constituer, en deux étapes, des dépôts spéciaux; calculés suivant un pourcentage global de 3%, ceux-ci ont absorbé quelque £700 millions de liquidités. Le taux d'adjudication des bons du Trésor est monté à près de 8½% à la fin de décembre – atteignant ainsi pratiquement le double du chiffre d'avril – et les autres taux du marché ont suivi la même évolution. Des pressions se sont exercées de nouveau sur la liquidité bancaire pendant les premiers mois de 1973, et en février les banques ont porté leur taux débiteur de base à 9½%. Le rendement de certains titres d'Etat à long terme a approché 10% en mars, mais par la suite le mouvement s'est arrêté. En mai, les banques ont pu ramener à 8½% le coût de leurs avances pour les emprunteurs de premier rang, tandis que le taux d'adjudication des bons du Trésor fléchissait au-dessous de 7½%. Pendant les quatre premiers mois de 1973, la progression de la masse monétaire au sens étroit du terme s'est ralentie pour s'établir à 11½% en taux annuel ajusté; le pourcentage de croissance de ce même agrégat suivant la définition large a été de 24%, l'expansion ayant été particulièrement rapide au début de l'année du fait, surtout, du rendement attrayant des certificats de dépôt libellés en livres sterling et autres instruments à échéance fixe. Ultérieurement, toutefois, on a observé un fort courant de cessions de certificats de dépôt, en prévision de la disparition, avec le nouveau budget, de la possibilité d'évasion fiscale qu'offrait ce genre de placement; de plus le fléchissement des taux d'intérêt à court terme rendit moins avantageux les autres types de dépôts.

L'autre trait marquant de l'action menée par les pouvoirs publics sur le front économique a été l'adoption, à partir de novembre, d'une politique autoritaire des prix et des revenus, à la suite d'une nouvelle accélération de la hausse des salaires et de l'échec des discussions tripartites sur l'instauration d'un dispositif de modération volontaire. Les rémunérations ont été bloquées jusqu'au 1er avril et les prix (sauf ceux des denrées alimentaires et des produits importés) jusqu'aux environs du 1er mai, c'est-à-dire de façon à couvrir la période précédant l'entrée en vigueur de la taxe à la valeur ajoutée. La Phase II de cette politique, qui a pris le relais, prévoyait:

1) le plafonnement des relèvements de salaires à environ 8% – pourcentage comprenant les avantages accessoires, mais ne tenant pas compte des augmentations consécutives à des promotions ou à des aménagements tendant soit à égaliser les rémunérations, soit à instituer les quarante heures de travail hebdomadaire ou les trois semaines de congé annuel – et la limitation à 5% de la progression des dividendes;

2) le blocage des prix, sauf en cas d'augmentation des coûts répercutables (matières importées, impôts indirects, services payés par l'entreprise et une certaine proportion de l'accroissement des charges salariales, fixée en général à 50%, mais à un taux plus élevé pour les industries de main-d'œuvre), et la limitation des bénéfices – calculés en pourcentage du chiffre d'affaires – au résultat moyen des deux meilleures années de la dernière période quinquennale, sous peine de se voir imposer une réduction des prix. Des dérogations au blocage sont accordées si le relèvement des prix est considéré comme la condition de l'obtention d'une rentabilité suffisante pour attirer les capitaux nécessaires à de nouveaux investissements, ou si l'entreprise a

déjà absorbé l'accroissement de ses coûts dans une mesure exceptionnellement forte avant le début du blocage. Un Conseil des rémunérations et une Commission des prix furent créés pour assurer l'application de la Phase II.

La limitation des relèvements de salaires a immédiatement provoqué des conflits sociaux, principalement dans le secteur public, mais dès la mi-avril la plupart d'entre eux avaient été réglés sans que le plafonnement fût transgressé, ce qui a renforcé l'espoir de voir le taux d'inflation du Royaume-Uni se réduire quelque peu par rapport à ceux des autres pays industriels. Plus tard dans l'année, quand la Phase III succédera à la Phase II, il s'agira d'empêcher une recrudescence des hausses de salaires.

En ce qui concerne la demande, les dépenses des consommateurs sont restées soutenues pendant le premier trimestre de 1973, avec un accroissement de 2,3% sur le trimestre précédent et de 8,5% sur la période correspondante de l'année antérieure; en mars, le volume des ventes au détail a dépassé de 12% environ le niveau atteint un an auparavant. De même, le volume des exportations de marchandises entre janvier et mars 1973 a augmenté d'environ 15% par rapport aux trois premiers mois de 1972. Ce progrès n'a pas empêché la balance des opérations courantes de continuer de se détériorer, notamment en raison de l'évolution défavorable des termes de l'échange provoquée par la montée en flèche des cours mondiaux des matières premières et le fléchissement de la livre sterling. Deux éléments nouveaux devraient favoriser l'essor futur des ventes britanniques à l'étranger: les modifications de parité opérées au premier trimestre, qui ont eu pour effet d'accroître légèrement la dépréciation de la livre sterling par rapport à la moyenne pondérée des autres grandes monnaies, et le fait que les revenus tirés des exportations ont été exonérés des dispositions de la Phase II limitant les marges bénéficiaires. Le rythme de la production s'est accéléré, l'industrie ayant enregistré un taux annuel de croissance de 6% au cours de l'hiver. Sur le marché du travail, on a observé une régression du chômage beaucoup plus rapide qu'au cours des précédentes phases de reprise. En mai 1973, le nombre des sans-emploi était tombé au-dessous de 625.000, soit 2,7% de la population active, après avoir culminé à plus de 910.000 (environ 3,9%) en mars 1972.

Le projet de budget 1973 – présenté au début de mars de façon à faire connaître suffisamment à l'avance le taux (10%) de la taxe à la valeur ajoutée, appelée à remplacer, le 1er avril, la taxe à l'achat et la taxe sélective sur l'emploi – a été conçu pour permettre à l'économie de tenir la cadence annuelle d'expansion de 5% que, d'après les calculs, elle avait alors atteinte. Les besoins d'emprunt du secteur public pour l'exercice 1973-74 ont été évalués à £4.423 millions, alors que l'exécution de l'exercice 1972-73 a laissé un solde de £2.855 millions; cet écart s'explique, à concurrence de £800 millions, par la moins-value fiscale constatée au cours de la période transitoire d'un an qui a précédé la mise en vigueur de la T.V.A. Diverses mesures sont prévues pour contribuer au financement du déficit par le secteur non bancaire: amélioration de la rémunération des dépôts auprès du système d'épargne national, avantages consentis aux entreprises en cas de règlement anticipé de leurs impôts, émission de deux emprunts d'Etat assortis de conditions propres à attirer respectivement les investisseurs institutionnels et les particuliers disposant de revenus imposables élevés, rétablissement des facilités de couverture de change (supprimées en mars 1972) en faveur des organismes du secteur public désirant contracter des emprunts à l'étranger. En

avril, le British Electricity Council a annoncé son intention de collecter \$1.000 millions sur le marché financier international, en lançant un emprunt en plusieurs tranches, assorti d'un taux d'intérêt variable et dont l'échéance moyenne serait légèrement inférieure à huit ans.

Le déficit budgétaire et la hausse du loyer de l'argent ont donné à l'expansion des bases assez inégalement assurées, mais on observe les premiers signes d'un retour à l'équilibre. Si elle demeure l'élément moteur de la demande, la consommation privée connaît une certaine détente depuis l'introduction de la T.V.A. Une reprise semble s'amorcer dans le secteur des investissements industriels, y compris les dépenses affectées à la constitution de stocks, encore que ce phénomène risque d'être, à court terme, une source de tension sur le front extérieur de l'économie. Les exportations et les entrées en carnets de commandes d'origine étrangère ont fait preuve ces derniers mois d'une vigueur prometteuse, à la suite de l'accélération, vive et généralisée, de l'activité économique dans les autres pays; il conviendra néanmoins de surveiller soigneusement la balance des paiements dans l'avenir immédiat, étant donné notamment qu'un nouveau fléchissement du taux de change risquerait d'accentuer la course des salaires et des prix. Reste à savoir, de plus, après la progression très rapide de la production industrielle au premier trimestre, combien de temps le taux global d'expansion de 5% pourra être maintenu sans qu'apparaisse une sérieuse pénurie de main-d'œuvre. Soucieux d'aider au respect de cet objectif de croissance, le gouvernement a annoncé vers la fin de mai un programme de compression des dépenses publiques assurant £100 millions d'économies pour l'année budgétaire en cours et £500 millions pour l'exercice 1974-75.

Allemagne fédérale. Après une amorce de reprise dans les premiers mois de 1972, la demande globale en République fédérale n'a guère donné de signes d'expansion rapide avant l'automne. Les commandes reçues de l'étranger ainsi que des entreprises désirant investir dans le pays avaient, certes, commencé de retrouver de l'allant, mais la consommation des particuliers et l'activité dans le secteur de la construction progressaient plus lentement qu'auparavant. La production industrielle, épousant le mouvement irrégulier des exportations et de la demande interne, connut une forte mais brève poussée d'expansion au premier trimestre pour se tasser quelque peu par la suite. Calculée sur la moyenne des mois écoulés jusqu'à l'automne, elle s'établissait en hausse de 2% seulement par rapport au niveau de l'année précédente. Sur le marché du travail, la détente s'accrut légèrement, le taux de chômage, corrigé des variations saisonnières, passant de 1,0% au début de l'année — contre 0,7% au printemps 1971 — à 1,3% au troisième trimestre. Les salaires et traitements ont accusé une augmentation de quelque 9% en douze mois, chiffre très modéré au regard de la progression de 13 à 14% enregistrée durant la période de haute conjoncture des années 1970 et 1971, tandis que les prix de gros, avec un taux annuel moyen de hausse de 2,8% jusqu'à l'automne, s'élevaient à peu près deux fois moins vite qu'au cours de ladite période. L'ascension des prix à la consommation, cependant, se faisait de plus en plus rapide pour dépasser le cap des 6% par an.

Dès le début du printemps, l'amélioration relative des perspectives économiques et l'atténuation du pessimisme parmi les chefs d'entreprise amenèrent les autorités

à redouter que le mouvement de reprise ne prenne une ampleur excessive. La situation risquait d'ailleurs de se compliquer du fait de l'impulsion donnée à l'expansion monétaire par les entrées de capitaux, provoquées essentiellement par les doutes qu'inspirait la structure des taux de change mise en place à Washington en décembre 1971. Les mesures visant à endiguer ce flot et à absorber les liquidités qu'il procurait aux banques furent prises par la Bundesbank dans les derniers jours de février. Simultanément la banque centrale ramena le taux d'escompte officiel de 4 à 3%, abaissa de 10% les plafonds de réescompte et porta de 30 à 40% le coefficient des réserves minimums applicables à l'accroissement des exigibilités des banques envers les non-résidents. Le 1er mars, en outre, fut mise en vigueur l'obligation faite aux entreprises allemandes, suivant le système dit du «Bardepot» (dépôt comptant), de verser à la banque centrale, en compte non rémunéré, la contre-valeur d'une fraction de leurs emprunts à l'étranger, soit en pratique 40% des concours excédant la somme de DM 2 millions. A fin mai, la Bundesbank annonçait un nouvel abaissement de 10% des plafonds de réescompte, avec effet au 1er juillet, ainsi qu'une augmentation de 8% des réserves imposées aux banques à raison de leurs exigibilités envers les résidents. Ces dispositions visaient à compenser l'accroissement de liquidité bancaire issu d'une autre source: le remboursement, prévu à partir du mois de juin, des DM 5,9 milliards perçus par l'Etat fédéral au titre de la majoration anti-cyclique de l'impôt sur les revenus. C'est à cause de cette restitution que le déficit de trésorerie de l'Etat fédéral et des Länder fut en 1972, avec DM 17 milliards, très supérieur au montant de l'année précédente (DM 11,8 milliards). Au début de l'année, il avait été question de stimuler l'activité en mettant en œuvre les programmes inscrits à cet effet dans les budgets exceptionnels des collectivités publiques, mais l'affaire fut rayée de l'ordre du jour au début de mars quand l'économie parut avoir amorcé sa reprise.

Avant la mise en application des mesures de résorption des liquidités excédentaires, les autorités se trouvèrent aux prises avec une seconde vague d'entrées de capitaux liée à la fuite devant le sterling et à ses séquelles. Aussi ont-elles, dans la seconde quinzaine de juin, porté de 8%, taux fixé initialement, à 20% le pourcentage d'augmentation des réserves obligatoires frappant les exigibilités envers les résidents, puis décidé, en juillet, un nouveau relèvement de 10% avec effet au 1er août; les coefficients de réserve applicables aux engagements vis-à-vis de l'étranger furent également augmentés et fixés respectivement à 40, 35 et 30% pour les dépôts à vue, à terme et d'épargne, le taux des réserves additionnelles assises sur l'accroissement de ces mêmes engagements passant à 60%; enfin, les plafonds de réescompte étaient abaissés une nouvelle fois de 10% à partir du 1er août. De même la réglementation du «Bardepot» fut durcie: les emprunts obtenus à l'étranger n'étaient désormais exonérés de l'obligation de dépôt que s'ils n'excédaient pas DM 500.000, au lieu de DM 2 millions auparavant, et la fraction à verser était portée de 40 à 50%. Ces mesures suffirent à compenser l'incidence des entrées de capitaux sur la liquidité bancaire, mais elles ne contrebalancèrent pas leur effet primaire sur la masse monétaire. D'autre part fut mis en place un nouveau dispositif visant les cessions aux non-résidents de créances sur des résidents et les acquisitions par les premiers de valeurs allemandes à revenu fixe. Grâce à tout cet arsenal de mesures et à la hausse des taux d'intérêt dans les autres pays, l'afflux de capitaux fit place à une sortie nette durant l'automne.

**Allemagne fédérale: Epargne, investissements et variations des actifs
et exigibilités de caractère financier.**

Postes	Années	Ménages	Loge- ment	Entre- prises	Secteur public	Etranger ¹	Etablis- sements de crédit ²	Autres institu- tions finan- cières ³
Epargne plus transferts (chiffres nets)	1970	50,85	6,40	30,60	29,45	.	5,15	0,40
	1971	56,35	8,40	21,65	28,25	.	6,30	0,65
	1972	65,70	5,30	25,50	22,65	.	6,70	0,65
Investissements nets (→)	1970	.	-26,20	-67,30	-25,85	.	-1,55	-0,75
	1971	.	-32,10	-61,75	-27,00	.	-1,65	-0,90
	1972	.	-39,80	-58,35	-25,60	.	-1,75	-0,95
Excédent ou déficit financier	1970	50,85	-19,80	-36,70	3,60	-1,20 ⁴	3,60	-0,35
	1971	56,35	-23,70	-40,10	1,25	1,75 ⁴	4,65 ⁵	-0,25
	1972	65,70	-34,50	-32,85	-2,95	-0,05 ⁴	4,95	-0,30
<i>Variations correspondantes des actifs ou exigibilités de caractère financier⁴</i>								
Monnaie, dépôts à terme ou d'épargne	1970	30,05	0,25	13,90	7,45	11,05	-64,55	1,95
	1971	38,25	0,25	18,65	8,95	3,55	-73,75	4,15
	1972	44,60	0,30	28,25	6,00	1,80	-84,75	3,60
Créances sur les institutions financières autres que les banques	1970	12,85	-	1,15	0,15	0,05	0,15	-14,30
	1971	15,20	-	2,05	0,15	0,05	0,10	-17,60
	1972	18,40	-	2,70	0,20	0,10	0,10	-21,50
Effets du marché monétaire	1970	-	-	0,30	1,85	1,40	-3,50	-
	1971	-	-	0,55	-0,55	0,50	0,50	-
	1972	-	-	0,55	-0,20	0,15	0,60	-
Valeurs mobilières à revenu fixe ou variable: Achats	1970	11,20	-	3,55	0,70	1,00	3,40	2,20
	1971	8,70	-	2,80	2,65	3,00	6,80	3,40
	1972	10,85	-	1,65	2,05	9,00	8,15	4,35
Ventes	1970	-	-0,05	-4,70	-0,75	-3,55	-12,80	-0,20
	1971	-	-0,05	-8,45	-1,95	-0,60	-16,15	-0,10
	1972	-	-0,05	-6,30	-4,60	2,80	-27,65	-0,20
Crédit bancaire	1970	-3,00	-11,05	-30,85	-8,15	-4,10	57,60	-0,45
	1971	-5,25	-16,15	-38,60	-10,60	-0,30	71,30	-0,45
	1972	-7,40	-24,40	-48,80	-10,35	-1,10	92,60	-0,55
Prêts divers	1970	-0,35	-8,15	-1,55	-0,55	-	-	10,60
	1971	-0,45	-6,75	-2,65	-0,55	-	-	10,35
	1972	-0,60	-9,05	-3,30	-0,80	-	-	13,75
Créances et exigibilités diverses	1970	0,05	-0,75	-18,45	2,95	16,25	-	-
	1971	-0,10	-1,00	-14,50	3,20	12,40	-	-
	1972	-0,20	-1,25	-6,50	4,80	3,10	-	-
Or et devises	1970	-	-	-	-	-23,30	23,30	-
	1971	-	-	-	-	-15,80	15,80	-
	1972	-	-	-	-	-15,80	15,80	-

¹ Un chiffre négatif correspond à une augmentation des créances (ou à une diminution des exigibilités) de l'Allemagne vis-à-vis des pays étrangers. ² Banque centrale comprise. ³ Associations d'épargne - logement et secteur des assurances. ⁴ Investissements étrangers nets (c'est-à-dire balance des biens et des services), à l'exclusion de l'ajustement consécutif à la réévaluation de 1971. ⁵ Après les ajustements du bilan de la Bundesbank consécutifs à la réévaluation du deutsche mark (les variations correspondantes apparaissent dans la colonne «Etranger»). ⁶ Un signe moins représente une diminution des actifs ou une augmentation des exigibilités.

Ce revirement fut d'autant mieux accueilli par les autorités qu'un changement brutal était intervenu simultanément dans la situation économique. Les commandes étrangères firent un véritable bond au cours de l'été et de l'automne: vers la fin de 1972, leur volume était supérieur de près de 40% à celui qu'on notait un an auparavant. Les ordres passés par les firmes allemandes aux constructeurs d'usines et fabricants de biens d'équipement suivirent la même évolution, quoique à un rythme moins soutenu, avec un court décalage dans le temps; les autres composantes de la demande, et notamment la construction de logements, accusant aussi une forte expansion, l'activité se développa à vive allure. Au premier trimestre de 1973, la production industrielle était en hausse de 16% environ, en taux annuel ajusté, par rapport au trimestre précédent. La progression des salaires et des prix recommença à s'accélérer: les accords conclus dans les premiers mois de 1973 se sont traduits par une hausse moyenne de 8½%, mais les rémunérations effectives enregistrent une augmentation de plus de 10% d'une année sur l'autre. Les prix de gros dans l'industrie ont monté de 5½%, les prix à la consommation de 6,8%.

Dans cette conjoncture et avec le dispositif qui protégeait le pays des entrées de capitaux, les autorités jugèrent possible de passer à une politique active de resserrement monétaire. Entre octobre et janvier, la Bundesbank porta son taux d'escompte, par quatre relèvements successifs, à 5% et le taux de ses avances sur titres aux banques à 7%, tandis que, au début de 1973, les plafonds de réescompte étaient abaissés à deux reprises, de 10% chaque fois. De plus, la réglementation se fit plus sévère en matière de «Bardepot» et d'achat par les non-résidents de valeurs allemandes à revenu fixe. Comme la demande de crédit bancaire émanant du secteur privé continuait de monter en flèche, les banques laissèrent leur ratio de liquidité descendre à un niveau exceptionnellement bas: 4½% au début de 1973. Le volume des disponibilités monétaires et quasi monétaires marqua une progression de 17% sur l'ensemble de l'année, alors que le taux de croissance de ces agrégats s'établissait à 14½ et 10½% respectivement en 1971 et 1970. Le loyer de l'argent à court terme, qui s'était maintenu à un niveau peu élevé jusque vers la fin de l'été, se tendit brusquement au quatrième trimestre. Le rendement des émissions obligataires du secteur public augmenta plus progressivement, passant de 7¼% en février 1972, époque où il atteignit son point inférieur d'inflexion, à plus de 8½% au début de 1973.

Le total des fonds recueillis par les emprunteurs allemands du secteur non financier s'est élevé à DM 126,7 milliards, somme équivalente à 15,3% du produit national brut, contre 14,2% en 1971 et 13,1% en 1970. Les investissements nets ayant été en baisse et les bénéfices en hausse par rapport à 1971, le déficit financier du secteur des entreprises a diminué l'an dernier. Celles-ci, toutefois, que la mise en vigueur du système du «Bardepot» incitait à rembourser les emprunts directs à court terme qu'elles avaient contractés à l'étranger, accrurent leur recours au crédit offert par les banques allemandes tout en continuant de tirer avantage des décalages des paiements dans le domaine du commerce extérieur; concurremment, elles accélérèrent fortement la consolidation de leurs avoirs en actifs liquides. Le taux élevé de la formation de dépôts imputable au secteur privé a contribué à soutenir l'expansion du crédit bancaire et à faciliter la vive croissance du flux des ressources destinées à la construction de logements. En revanche, le secteur public pris dans son ensemble,

dont le compte est devenu légèrement déficitaire, a financé ses besoins supplémentaires en recourant principalement à l'émission d'emprunts obligataires.

Dans le domaine des finances publiques, le budget 1973, présenté en février, prévoit DM 120,4 milliards de dépenses, soit 9,7% de plus que le total des sommes engagées pendant l'exercice antérieur. Il comporte des dispositions alourdissant la charge fiscale qui prendront effet le 1er juillet prochain, à savoir une majoration de 10%, pendant un an, du montant de l'impôt acquitté par les sociétés et par les contribuables titulaires de revenus élevés, ainsi qu'une augmentation de la taxe sur les hydrocarbures. Le régime d'amortissement accéléré des bâtiments est aboli et le taux des subventions spéciales en faveur des investissements abaissé de 10 à 7½%. En outre, l'Etat a décidé d'émettre, en plusieurs tranches, un emprunt de stabilisation de DM 4 milliards, dont le produit sera versé en compte bloqué à la Bundesbank. La première tranche, d'un montant de DM 1,5 milliard, a été lancée en mars. Il faut noter également la suppression, à partir de 1974, de la possibilité de déduire les paiements d'intérêts pour le calcul du revenu personnel imposable.

En février et au début de mars, la liquidité bancaire s'est gonflée, une fois de plus, sous l'effet des entrées massives de capitaux – quelque DM 24 milliards au total – de sorte qu'une nouvelle série de mesures a été adoptée. Tout d'abord, les autorités ont resserré le contrôle des investissements, directs ou de portefeuille, effectués en Allemagne par les non-résidents et celui des emprunts des résidents à l'étranger. En second lieu, la Bundesbank annonçait le 7 février que les banques ne seraient pas autorisées à utiliser une fraction supérieure à 60% des contingents de réescompte en vigueur. Vers le même temps, les établissements de crédit prirent l'initiative de répercuter sur leur clientèle de non-résidents, par l'institution d'un taux d'intérêt négatif, le coût élevé, dans leur compte d'exploitation, de l'obligation de réserve afférente aux dépôts constitués par ceux-ci. Le 1er mars, enfin, les taux des réserves minimums assises sur les exigibilités envers les résidents étaient augmentés de 15% pour les dépôts à vue ou à terme et de 7,5% pour les dépôts d'épargne. Ces mesures, conjointement avec l'obligation de réserve à concurrence de près de 100% sur les nouveaux dépôts des non-résidents, suffisaient à compenser l'incidence sur les disponibilités des banques – mais non l'effet primaire sur la masse monétaire – des achats de devises par la Bundesbank. A la fin de mars, le ratio de liquidité des banques est tombé à 2,4%, niveau le plus bas jamais atteint.

La décision de réévaluer encore le deutsche mark, de 3% cette fois, et de lui permettre ainsi de flotter en compagnie des autres monnaies européennes a facilité encore l'application de la politique de resserrement monétaire. De fait, le marché de l'argent a été soumis en avril à de très fortes tensions, que la banque centrale a d'ailleurs atténuées pendant un court laps de temps en prenant en pension, pour des périodes de dix jours et à un taux d'intérêt annuel de 12%, les effets que lui présentaient les banques. Cependant, du fait de la progression continue des exportations et des investissements, et de la liquidité élevée des entreprises, la demande exerçait une pression très forte sur les ressources de production; les prix à la consommation atteignirent un niveau supérieur de 7½% à celui où ils se situaient un an auparavant. Les autorités monétaires maintinrent leur politique aussi sévère qu'elles le jugeaient faisable: au

début de mai, la Bundesbank porta son taux d'escompte à 6%. Peu après, le gouvernement annonçait un programme de lutte contre l'inflation sensiblement plus rigoureux que celui qu'il avait proposé dans le budget. Les mesures prévues comprennent essentiellement l'extension de la majoration de 10% de l'impôt sur le revenu aux contribuables des tranches moyennes, l'institution d'une taxe, au taux de base de 11%, sur les dépenses des entreprises en capital fixe — le produit doit en être stérilisé — la suppression temporaire des facilités d'amortissement accéléré en matière d'investissements industriels et une réduction des avantages fiscaux en faveur de la construction de logements avec accession à la propriété. Dans le secteur public, DM 1 milliard de travaux publics seront reportés à l'année 1974 et toutes les dépenses de l'Etat fédéral ne correspondant pas à des obligations juridiques seront amputées de 5%. Les rentrées fiscales supplémentaires, y compris les recettes procurées par les dispositions nouvelles, serviront à concurrence de DM 5,5 milliards à réduire l'endettement autorisé du secteur public, le surplus devant être bloqué. Ainsi révisé, le programme exerce au total, estime-t-on, un effet de contraction de la demande globale, par voie directe ou indirecte, atteignant DM 15 milliards. Le 1er juin, la Bundesbank a porté son taux d'escompte à 7% et posé en principe qu'aucune nouvelle avance sur titres ne serait octroyée aux banques pour l'instant. Le rendement des fonds d'Etat est monté à 10%.

France. Au printemps de 1972, après un bref fléchissement du taux de croissance, l'expansion retrouva son élan antérieur sous l'effet de la reprise de la demande, tant extérieure qu'intérieure. Durant l'été, cependant, l'accélération de la hausse des prix causa des préoccupations de plus en plus vives. La politique monétaire, d'abord assez libérale, se fit sensiblement plus sévère, tandis que le gouvernement, particulièrement soucieux de contenir l'inflation, prenait des mesures pour comprimer les dépenses publiques et intervenait également de manière directe dans le domaine des prix.

Dans les premiers mois de 1972, le gouvernement commença d'accélérer l'exécution du programme d'investissements publics tout en maintenant le principe de l'équilibre budgétaire pour l'année prise dans son ensemble. Pendant un temps, la poursuite de la politique monétaire plutôt libérale adoptée en 1971 parut répondre aux exigences, tant internes qu'externes, de la situation. La Banque de France abaissait progressivement le coût pour les banques des concours accordés par la voie du marché monétaire, suivant en cela, grosso modo, l'évolution observée sur le marché de l'euro-dollar; en mars, elle réduisait les coefficients de réserves obligatoires imposées sur les dépôts des résidents. A la suite de la crise du sterling, en juin, les taux d'intervention sur le marché monétaire fléchirent de nouveau, de manière très sensible, et furent maintenus généralement, jusqu'en septembre, au-dessous des conditions pratiquées sur euro-dollars. L'accélération de l'expansion du crédit bancaire à l'économie interne entraîna en juin le relèvement, de 2 à 4%, du taux de réserves applicable à l'accroissement des encours. Le mois suivant, en outre, les pourcentages des réserves à constituer au titre de l'ensemble des exigibilités, tant envers les résidents qu'à l'égard des non-résidents, étaient augmentés de deux points, la mesure visant à compenser l'effet des afflux récents de capitaux sur la liquidité bancaire.

Au long de l'année, les investissements productifs du secteur privé ont progressé plus lentement qu'ils ne l'avaient fait, en moyenne, les années précédentes, mais les dépenses du secteur public en capital fixe et l'activité dans le domaine de la construction de logements se sont accélérées. Le développement soutenu, des achats de biens durables effectués par les consommateurs sous l'influence stimulante de la hausse rapide des salaires, a contribué à étayer l'expansion. De plus, on a observé une forte croissance des exportations, celles-ci bénéficiant de la reprise de l'activité dans les pays étrangers et de l'avantage que le réalignement monétaire de 1971 avait conféré aux produits français, en matière de prix, dans la concurrence internationale.

L'essor de la conjoncture s'est accompagné d'une progression plus rapide des importations et d'une pénurie grandissante de main-d'œuvre qualifiée, bien que, pour des raisons structurelles, le taux global de chômage soit demeuré assez élevé. Les hausses des prix de produits manufacturés ont été limitées en vertu de contrats passés entre les pouvoirs publics et les différentes branches industrielles. Ce régime avait été reconduit en avril pour une nouvelle période d'un an et les assouplissements apportés à cette occasion avaient un caractère mineur; au mois d'août, le gouvernement annonça son intention d'appliquer plus rigoureusement les contrats passés et d'instituer un blocage des tarifs des services publics qui demeurerait en vigueur jusqu'à la fin de mars 1973. Ces efforts furent toutefois entravés par la hausse des salaires et du coût des matières premières. Les prix de détail des produits manufacturés continuèrent de monter presque aussi vite qu'en 1971, tandis que la progression était beaucoup plus vive dans le secteur de l'alimentation et des services.

Le resserrement monétaire fut le pivot de la politique anti-inflationniste mise en œuvre à partir de l'automne. En septembre, tirant parti du niveau élevé du loyer de l'argent à l'étranger et d'un raffermissement passager du dollar sur les marchés des changes, la Banque de France entreprit de relever les taux de ses concours à l'open market. Au terme d'une ascension rapide, le coût moyen des ressources au jour le jour atteignit 6,73% en décembre, contre 3,52% en août et 5,17% en janvier. Le taux d'escompte officiel fut abaissé de 6 à 5 $\frac{3}{4}$ % en avril et maintenu à ce niveau, très supérieur à celui des conditions auxquelles les banques pouvaient, durant l'été, se refinancer auprès de l'Institut d'émission par la voie du marché monétaire, avant d'être porté à 7 $\frac{1}{2}$ %, en deux étapes, dans le courant de novembre. De plus, les réserves obligatoires assises sur la progression des encours furent augmentées de manière très sensible: le coefficient applicable à l'accroissement enregistré depuis avril 1972 fut fixé à 15% en septembre et relevé à 33% en novembre. Cette disposition donnait l'assurance que, même si l'expansion du total des encours, dont la cadence était alors de 23% par an, se ralentissait notablement, les actifs bancaires bloqués au titre des réserves obligatoires et, par suite, l'endettement des établissements de crédit à l'égard de la Banque de France augmenteraient rapidement. En outre, les banques furent invitées de façon pressante à se montrer moins généreuses dans l'octroi des prêts personnels et des crédits hypothécaires, les concours de cette nature ayant connu un très fort développement.

En 1972, le taux de croissance des disponibilités monétaires et quasi monétaires s'est établi à 18,5%, contre 17,7% l'année précédente. Du fait, notamment, que la

rémunération de certaines catégories de dépôts d'épargne et à terme avait été abaissée au début de l'année en liaison avec l'évolution des conditions pratiquées sur le marché monétaire, le volume de la quasi-monnaie augmenta plus lentement qu'en 1971, cependant que l'accroissement de la masse monétaire, entendue au sens étroit, s'accélérait. L'expansion des crédits à l'économie a constitué à elle seule la contrepartie de la quasi-totalité des liquidités nouvelles. La progression nette des avoirs de change du système bancaire a été, l'an dernier, beaucoup moins forte qu'en 1971, et les opérations du Trésor ont exercé, toujours en termes nets, un effet de contraction. L'augmentation des dépenses ordinaires, de quelque 8% seulement, ayant été inférieure à celle des recettes fiscales, l'exécution du budget de l'Etat s'est soldée par un excédent de FF 4,4 milliards, en regard d'un déficit de FF 3,5 milliards en 1971. Aussi le Trésor a-t-il recouru dans une moindre mesure aux ressources des caisses d'épargne, remboursé les avances à court terme que lui avaient consenties les banques et largement approvisionné son compte courant à la Banque de France à la fin de l'année.

Evoluant dans la même direction que les taux du marché monétaire, mais à l'intérieur d'une marge beaucoup plus étroite, les conditions débitrices à court terme des banques baissèrent d'un demi-point en mars, pour être relevées ultérieurement, entre septembre 1972 et avril 1973, de 1 point $\frac{3}{10}$ en quatre étapes. Les conditions des crédits hypothécaires mobilisables cessèrent, en novembre, d'être réglementées et montèrent par la suite dans de fortes proportions. Sur le marché des valeurs à revenu fixe, les rendements fléchirent en début d'année pour demeurer ensuite à peu près stables jusqu'en novembre. Grâce aux larges capacités d'absorption de la Bourse, le volume des émissions nouvelles a excédé celui, pourtant déjà élevé, de l'année précédente, la progression ayant été particulièrement sensible dans le compartiment des titres offerts par les entreprises nationales.

En décembre, les autorités ont lancé un nouveau train de mesures anti-inflationnistes. L'une d'entre elles a consisté à assujettir à la constitution de réserves obligatoires supplémentaires les établissements de crédit qui auraient accru leurs concours au-delà de certaines limites: 19% au long des douze mois à courir jusqu'en avril 1973 et 17% pendant la période d'égale durée devant prendre fin en juillet prochain. Le but visé est de ramener le taux de croissance de la masse monétaire à 15-16% durant cette même année 1973.

Les autres principales dispositions prévoient l'abaissement de 23 à 20%, à compter de janvier 1973, du taux normal de la taxe sur la valeur ajoutée et la suspension, pendant les six premiers mois de l'année 1973, de la perception de cette taxe sur la viande de bœuf, laquelle était passible, antérieurement, du taux de 7½%. Les entreprises furent invitées à répercuter sur les consommateurs ces réductions d'impôts et à s'abstenir de toute augmentation de prix durant le premier trimestre. Le gouvernement fixa également les normes de progression des salaires: dans l'hypothèse d'une hausse des prix inférieure à 4%, les rémunérations nominales ne devraient pas monter de plus de 6% sauf pour ce qui concerne les salariés du bas de l'échelle. L'idée sous-jacente, en l'espèce, semble avoir été qu'il serait difficile de ralentir l'ascension des salaires sans freiner d'abord celle des prix. Les autorités relevèrent également les taux d'intérêt versés sur les dépôts d'épargne et la prime payée aux titulaires de livrets

dont le solde annuel moyen n'accuse pas une diminution par rapport à l'année précédente.

Le projet de budget pour 1973 est fondé explicitement sur le principe de l'équilibre global entre les recettes et les dépenses, celles-ci ne devant pas, d'autre part, progresser d'un pourcentage supérieur à la hausse escomptée du produit national brut en valeur. Afin de compenser les moins-values fiscales résultant de la réduction des taux de la T.V.A., l'Etat a lancé en janvier 1973 un emprunt à long terme de FF 6,5 milliards, rémunéré au taux de 7%, mais indexé, tant en intérêts qu'en capital, sur l'unité de compte européenne. L'émission ayant également pour but d'absorber des liquidités, le produit en sera bloqué aussi longtemps que ce sera nécessaire.

Les mesures d'allègement de la T.V.A. ont eu des répercussions immédiates sur les prix à la consommation: ceux-ci sont demeurés à peu près stables au cours des premiers mois de 1973. Pour modérer les anticipations inflationnistes, les autorités ont compté principalement, au surplus, sur le resserrement monétaire appuyé par un renforcement du dispositif de défense contre les entrées de capitaux. L'activité économique a continué de progresser allègrement, mais on a observé, en corrélation avec l'émission du grand emprunt d'Etat, une pause dans la croissance du volume des disponibilités monétaires et du crédit, tandis que les taux d'intérêt ont poursuivi leur ascension. A la fin du mois de mars, le régime de contrôle des prix des services et de limitation des marges commerciales a été reconduit, et les pouvoirs publics ont passé avec l'industrie de nouveaux contrats de programme, pour un an, en vertu desquels la norme de hausse des prix des produits manufacturés est désormais fixée à 3,6%, soit légèrement plus qu'auparavant, ou bien, en option, à 3% avec prise en compte de l'augmentation du coût des matières premières. Les tarifs des services publics ont été soumis aux mêmes règles. La politique de resserrement monétaire a été maintenue, les autorités ayant abaissé à 15% le plafond d'accroissement des encours bancaires pour la période de douze mois devant prendre fin en octobre.

Italie. Après avoir pratiquement stagné en 1971, l'activité économique a donné quelques signes de redressement au cours de l'année écoulée, mais l'ampleur de cette reprise a été décevante. La production industrielle n'a augmenté que de 2,5% au long des douze mois et l'accroissement du produit national brut est demeuré inférieur, en termes réels, à celui des capacités productives. Avec une progression de 11,2%, les exportations ont constitué, comme auparavant, l'élément le plus dynamique de la demande. L'expansion de la consommation des particuliers a été plus rapide, mais les investissements bruts ne se sont développés que de 2%; encore faut-il ajouter que cette hausse s'explique entièrement par la nette accélération de la cadence de reconstitution des stocks après la baisse brutale observée en 1971, imputable en partie à des raisons fiscales. L'activité a régressé tant dans la construction que dans le secteur de l'équipement, les dépenses engagées pour les travaux publics, sur lesquels on avait fondé largement les espoirs de reprise, s'étant contractées de plus de 9%. Si l'on considère la sous-utilisation prolongée des ressources et l'excédent substantiel dégagé par les opérations courantes, il est paradoxal de constater que l'exécution des programmes visant à accroître les investissements d'infrastructure dans le secteur public

Modifications des taux d'escompte officiels depuis 1971.

Pays et dates de modification	Taux d'escompte officiel	Pays et dates de modification	Taux d'escompte officiel	Pays et dates de modification	Taux d'escompte officiel
	en %		en %		en %
Afrique du Sud		Espagne		Japon	
27 août 1968	5½	23 mars 1970	6½	28 octobre 1970	6
31 mars 1971	6½	22 janvier 1971	6½	20 janvier 1971	5½
10 août 1972	6	5 avril 1971	6	8 mai 1971	5½
26 mars 1973	5½	22 octobre 1971	5	28 juillet 1971	5½
				29 décembre 1971	4½
Allemagne fédérale				24 juin 1972	4½
3 décembre 1970	6	Etats-Unis		2 avril 1973	5
1er avril 1971	5	4 décembre 1970	5½	30 mai 1973	5½
14 octobre 1971	4½	8 janvier 1971	5½		
23 décembre 1971	4	22 janvier 1971	5	Pays-Bas	
26 février 1972	3	19 février 1971	4½	4 août 1969	6
9 octobre 1972	3½	16 juillet 1971	5	5 avril 1971	5½
3 novembre 1972	4	18 novembre 1971	4½	15 septembre 1971	5
1er décembre 1972	4½	17 décembre 1971	4½	6 janvier 1972	4½
12 janvier 1973	5	15 janvier 1973	5	2 mars 1972	4
4 mai 1973	6	26 février 1973	5½	8 septembre 1972	3
1er juin 1973	7	4 mai 1973	5½	6 novembre 1972	4
		11 mai 1973	6	4 juin 1973	4½
Autriche				Portugal	
22 janvier 1970	5	Finlande		25 avril 1970	3½
28 novembre 1972	5½	28 avril 1962	7	6 février 1971	3½
		1er juin 1971	8½	18 décembre 1972	4
Belgique		1er janvier 1972	7½		
10 décembre 1970	6½	France		Royaume-Uni*	
25 mars 1971	6	20 octobre 1970	7	15 avril 1960	7
23 septembre 1971	5½	8 janvier 1971	6½	1er avril 1971	6
6 janvier 1972	5	13 mai 1971	6½	2 septembre 1971	5
3 février 1972	4½	28 octobre 1971	6½	22 juin 1972	6
2 mars 1972	4	13 janvier 1972	6	16 octobre 1972	7½
23 novembre 1972	4½	6 avril 1972	5½	30 octobre 1972	7½
21 décembre 1972	5	2 novembre 1972	6½	4 décembre 1972	7½
10 mai 1973	5½	30 novembre 1972	7½	11 décembre 1972	8
				27 décembre 1972	9
Canada		Grèce		22 janvier 1973	8½
12 novembre 1970	6	15 septembre 1969	6½	26 mars 1973	8½
15 février 1971	5½	10 mai 1973	7	16 avril 1973	8
24 février 1971	5½			24 avril 1973	8½
25 octobre 1971	4½	Italie		14 mai 1973	8
9 avril 1973	5½	9 mars 1970	5½	21 mai 1973	7½
14 mai 1973	5½	5 avril 1971	5		
		14 octobre 1971	4½	Suède	
Danemark		7 avril 1972	4	11 juillet 1969	7
12 mai 1969	9			19 mars 1971	6½
20 janvier 1971	8			23 avril 1971	6
15 avril 1971	7½			10 septembre 1971	5½
10 janvier 1972	7			12 novembre 1971	5
28 juin 1972	8				
3 octobre 1972	7			Suisse	
				15 septembre 1969	3½
				22 janvier 1973	4½

* Depuis le 13 octobre 1972, le taux minimum des avances de la Banque d'Angleterre est fixé en majorant d'un demi-point le taux moyen d'adjudication hebdomadaire (le vendredi) des bons du Trésor et en arrondissant au quart de point le plus proche.

ait rencontré tant d'obstacles et qu'ainsi, malgré l'augmentation des sorties de capitaux, les efforts de stimulation de l'économie aient dû reposer pour une si large part sur la politique monétaire.

Le déficit des opérations ordinaires (à l'exclusion des transferts) des administrations publiques s'est élevé à LIT 1.885 milliards l'an dernier, contre

LIT 820 milliards seulement en 1971 et un excédent de LIT 750 milliards en 1970. Cette détérioration tient en grande partie à l'apparition d'un solde négatif assez important dans les comptes de la sécurité sociale, étant donné que le déficit cumulé des administrations centrale et locale s'est établi, avec LIT 1.100 milliards, approximativement au même niveau qu'en 1971. Il avait été envisagé d'accroître très fortement les dépenses en capital fixe dans le secteur public, mais une proportion considérable des fonds votés à cet effet par le Parlement sont demeurés inutilisés; en revanche, les dépenses courantes des collectivités publiques ont progressé de manière substantielle. Les rentrées au titre des impôts directs ont dégagé de larges plus-values et ce, en raison de la hausse antérieure tant des revenus nominaux disponibles que de la part des salaires et traitements dans le revenu national. En revanche, les recettes procurées par la fiscalité indirecte n'ont augmenté que très faiblement, du fait non seulement de la langueur de l'économie, mais aussi des exonérations fiscales accordées au milieu de l'année en vue de dissuader le secteur privé de différer ses investissements dans l'attente de l'entrée en vigueur de la taxe à la valeur ajoutée. L'abaissement de la taxe sur les carburants qui avait été décidé précédemment a joué dans le même sens.

Le déficit financier global du secteur public est ressorti à LIT 6.005 milliards, au lieu de LIT 4.550 milliards en 1971 et LIT 2.275 milliards en 1970. Comme le montant net des émissions obligataires lancées par ce secteur sur le marché n'a pas varié, l'élargissement du déficit a été financé principalement à l'aide des fonds collectés par l'intermédiaire du réseau postal et par un recours accru aux emprunts bancaires. C'est ainsi que les concours directs obtenus de la Banca d'Italia se sont élevés à eux seuls à LIT 1.550 milliards, contre LIT 1.040 milliards en 1971.

Exprimée en pourcentage du produit national brut, l'épargne brute du secteur des entreprises privées (logement compris) s'est contractée de 10,3 à 8,4% entre 1970 et 1972, et les investissements bruts du même secteur ont fléchi de 15,5 à 11,9%. Sur les mêmes bases de comparaison, les investissements bruts du secteur public et des entreprises qui s'y rattachent ont légèrement progressé, passant de 6,8 à 7,9%.

Le financement du déficit du Trésor a constitué le principal moyen utilisé, l'an dernier, par les autorités pour assurer une nouvelle et forte expansion de la base monétaire. En outre, devant la diminution de liquidité provoquée par les sorties de capitaux consécutives à la crise du sterling, les banques ont été autorisées à maintenir une position débitrice nette à l'égard de l'étranger. En avril, en même temps que le taux d'escompte officiel était abaissé de 4,5 à 4%, des mesures ont été prises en vue de dissuader les banques de laisser à la Banca d'Italia des dépôts inactifs.

Sous l'effet de cette politique, la progression de la masse monétaire observée depuis la fin de 1970 s'est poursuivie. Les disponibilités monétaires, au sens large du terme, se sont accrues — après ajustement pour tenir compte des distorsions dues aux grèves dans la profession bancaire en décembre — de 18,6%, contre 17,6% en 1971. Les nouveaux prêts accordés par les banques à l'économie interne se sont développés à une cadence accélérée au cours de la seconde moitié de l'année pour s'élever à LIT 5.250 milliards pendant les douze mois ayant pris fin en novembre, contre LIT 2.995 milliards au cours de la période précédente d'égale durée. Bien que les établissements de crédit aient également étoffé dans de fortes proportions leur

**Italie: Epargne, investissements et variations des actifs
et exigibilités de caractère financier.**

Postes	Années	Secteur public	Entreprises publiques ¹	Autres entreprises et logement	Secteur des ménages	Banques et institutions financières	Secteur étranger ²
Epargne brute (transferts compris)	1971	-2.535	675	5.870	9.300	600	- 975
	1972	-3.685	690	5.780	11.315	630	- 830
Formation intérieure brute de capital (-)	1971	-2.015	-2.880	-7.960	-	- 280	
	1972	-2.320	-3.100	-8.185	-	- 300	
Excédent ou déficit (-) financier	1971	-4.550	-2.005	-2.090	9.300	320	- 975
	1972	-6.005	-2.410	-2.405	11.315	330	- 830
<i>Variations correspondantes des</i>							
Actifs financiers:							
Actifs liquides	1971	755	30	2.415	6.335	1.795	40
	1972	- 250	390	3.205	8.195	665	- 5
Obligations, actions et participations	1971	820	120	520	1.840	2.570	395
	1972	755	140	560	2.350	3.045	395
Autres prêts nets	1971	215	20	220	1.265	8.205	2.045
	1972	660	- 55	1.235	1.270	12.960	4.700
Exigibilités de caractère financier³							
Engagements à court terme⁴	1971	-3.690	- 830	-1.040	- 140	- 9.785	-2.325
	1972	-4.945	- 735	-2.555	- 500	-14.220	-4.380
Engagements à long terme							
Economie Interne	1971	-1.085	- 320	-3.355	-	- 540	- 740
	1972	-1.040	- 720	-2.775	-	- 420	- 975
Etranger	1971	- 75	145	- 365	-	- 255	-
	1972	- 70	30	- 145	-	- 425	-
Obligations, actions et participations	1971	-1.530	-1.165	- 790	-	- 1.655	- 390
	1972	-1.495	-1.455	-1.060	-	- 1.445	- 580
Ecart statistique	1971	40	- 5	305	-	- 15	-
	1972	390	- 5	- 870	-	- 170	15

¹ Comprend les entreprises à participation de l'Etat ainsi que l'Office National de l'Electricité (E.N.E.L.). ² 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. ³ 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. ⁴ 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.

portefeuille d'obligations, leur trésorerie est demeurée relativement aisée. En novembre, le rapport des actifs liquides aux dépôts n'était que légèrement inférieur, avec 4,0%, à celui qu'on notait un an auparavant.

Sur le marché financier, le volume net des émissions a atteint LIT 7.225 milliards, soit LIT 1.215 milliards de plus qu'en 1971, année où l'on avait déjà noté une progression

de LIT 2.405 milliards. Là aussi, ce sont les émissions du secteur public et des entreprises relevant de celui-ci – souscrites pour l'essentiel par les banques – qui représentent la part la plus importante de la masse des titres offerts. Le montant des valeurs placées par les établissements de crédit hypothécaire ayant diminué, les instituts de crédit spécialisés ont emprunté à concurrence de LIT 2.445 milliards, soit seulement LIT 220 milliards de plus qu'en 1971. Les augmentations de capital ont porté sur LIT 1.240 milliards, contre LIT 975 milliards en 1971. Etant donné que les autorités monétaires visaient à maintenir une assez grande aisance sur le marché, les rendements ont légèrement baissé pendant le premier semestre pour se raffermir au cours du dernier trimestre malgré les achats de soutien opérés par les autorités. L'espoir d'une amélioration rapide de la situation bénéficiaire des entreprises ayant gagné du terrain dans l'opinion, les cours des actions se sont quelque peu redressés au dernier trimestre de 1972 après de longues années de baisse continue.

Si un certain nombre de mesures budgétaires d'incitation ont été approuvées au cours de l'exercice, des projets plus importants visant à stimuler l'investissement dans le secteur privé ont été abandonnés. La réforme de la fiscalité directe a été ajournée jusqu'en 1974, mais le système de la taxe à la valeur ajoutée est finalement entré en vigueur en janvier 1973, le taux de base étant fixé à 12%. En liaison avec ces modifications, différents allègements fiscaux ont été accordés, à l'effet principalement de modérer la hausse des prix à la consommation. Les autorités ont également recouru à l'action directe, afin de limiter l'augmentation des prix de certaines denrées alimentaires, de l'électricité et des produits pharmaceutiques.

En dépit de la vive recrudescence des sorties de capitaux dans les derniers mois de l'année et au début de 1973, les autorités ont maintenu l'orientation expansionniste de leur politique monétaire. En décembre, elles ont incité les banques à emprunter à l'étranger et à leur céder, dans le cadre d'opérations de swap, les devises ainsi obtenues. Pour des raisons d'ordre surtout externe, la Banca d'Italia a également relevé de 3,5 à 5,5% le taux de base de ses avances à échéance fixe aux banques. La situation monétaire s'est toutefois détendue de nouveau à la suite de l'adoption du système du double marché des changes en janvier 1973 et de la généralisation du flottement de la lire en février.

Au cours de l'automne de 1972 et au début de 1973, des accords ont été conclus pour le renouvellement de conventions collectives intéressant la moitié de l'ensemble des salariés. Ces conventions prévoient des relèvements considérables des rémunérations effectives ainsi que des améliorations des conditions de travail dont l'effet pèsera encore sur les coûts. En février 1973, les gains horaires dépassaient d'environ 17% le taux atteint une année auparavant. L'introduction de la taxe à la valeur ajoutée, le renchérissement très sensible des matières premières et la dépréciation de la lire sur les marchés des changes ont également contribué à l'accentuation des pressions inflationnistes dans les premiers mois de 1973. En avril, l'indice des prix à la consommation accusait une hausse de 10,5% par rapport à l'époque correspondante de l'année précédente. Au début de mai, les salaires ont fait un nouveau bond en raison de l'ampleur exceptionnelle de leur ajustement trimestriel sur le coût de la vie par le jeu de l'échelle mobile.

Belgique. Au début de 1972, le gouvernement avait réagi au ralentissement de l'activité économique en lançant un programme hardi de dépenses publiques, ainsi qu'en majorant les subventions en faveur de la construction de logements et les avantages fiscaux visant à stimuler les investissements productifs du secteur privé et les exportations. De plus, la Banque Nationale ramena son taux d'escompte de 5½ à 4% en trois étapes au cours du premier trimestre, et les conditions des ventes à tempérament furent assouplies au mois de mai.

Le mouvement de reprise, amorcé au premier trimestre de 1972, demeura hésitant jusqu'au quatrième trimestre, où il prit de la vitesse à la faveur d'une vive progression des exportations. Les dépenses de l'Etat et la consommation des ménages se sont fortement accrues, mais les investissements ont fléchi dans l'industrie, et la construction de logements ne s'est ranimée que progressivement. La productivité de la main-d'œuvre s'étant améliorée rapidement, le chômage s'est aggravé jusqu'en novembre, puis il a régressé, bien qu'aucun signe de tension ne fût encore apparu sur le marché du travail. La cadence des relèvements de salaires s'est accélérée à mesure que la reprise s'affirmait, mais les gains de productivité ont aidé à contenir la poussée des charges salariales par unité produite. Les prix de gros ont accusé pendant l'année une augmentation de 8,3% qui tient en grande partie au coût croissant des produits importés. Quant aux prix de détail, dont la hausse a été plus vive au second semestre, ils ont monté de 6,4%, contre 5,6% en 1971.

A partir de juillet, de nouvelles mesures d'ordre monétaire ont été prises en vue de neutraliser dans sa majeure partie l'incidence sur la liquidité bancaire des entrées de fonds intervenues pendant la crise de la livre sterling. Les autorités ont conclu avec les principaux établissements de crédit un accord prévoyant la stérilisation d'environ FB 10 milliards de ressources bancaires par versement en comptes non productifs d'intérêt à la Banque Nationale, ainsi que la constitution de réserves obligatoires au taux de 100% en contrepartie de l'accroissement des engagements en francs belges commerciaux à l'égard des non-résidents. L'accord a été complété par la réduction d'un neuvième des plafonds de réescompte; enfin, pour renforcer encore son efficacité, des dispositions ont été prises pour amener les banques à étoffer encore leur portefeuille de valeurs émises par les collectivités publiques.

En novembre, l'accord sur le dépôt en compte bloqué a été remplacé par un système de réserves obligatoires s'appliquant aux banques, aux caisses d'épargne et aux établissements de crédit du secteur public, et visant à limiter la création de liquidités d'origine tant interne qu'externe. Les institutions financières ont ainsi été astreintes à déposer auprès de la Banque Nationale une somme égale à 70% du total des éléments suivants:

- 1) 25% du montant, pendant la période de base, des engagements nets en francs belges commerciaux à l'égard des non-résidents, plus 100% de l'accroissement net de ces engagements;
- 2) 4% des autres dépôts à vue en monnaie nationale et 1½ ou ½%, selon l'échéance, des autres dépôts à terme ou d'épargne en francs belges.

Au début de l'année, les autorités avaient favorisé une baisse des taux d'intérêt sur le marché monétaire, mais après une période de stabilité relative, les taux du marché

ont repris leur progression à partir d'octobre. Les contraintes d'origine extérieure qui pesaient sur la politique monétaire s'étant quelque peu relâchées et la situation intérieure paraissant justifier un resserrement, la Banque Nationale a relevé son taux d'escompte de 4 à 5% en deux étapes, l'une en novembre, l'autre en décembre.

Les dépenses de l'administration centrale (y compris les avances au Fonds des routes) ont augmenté de près de 18% l'an dernier, contre moins de 13% en 1971; aussi les besoins de financement du Trésor sont-ils passés de FB 34 milliards en 1971 à FB 64 milliards en 1972. Le déficit a été largement couvert, comme l'année précédente, par des émissions de titres à long terme, mais celles-ci ont été absorbées en majeure partie par les banques. L'excédent du produit de ces emprunts a servi à réduire l'endettement net à court terme envers la banque centrale, ainsi que certains engagements à l'égard de l'étranger.

Les emprunts du secteur privé aux institutions financières se sont fortement accrus, au bénéfice surtout des dépenses de consommation et du logement. En même temps, toutefois, le secteur non bancaire a réduit son endettement net vis-à-vis de l'étranger, et a recouru aux émissions de valeurs mobilières pour un montant du même ordre qu'en 1971. Sous l'effet de la progression notable de l'épargne, de la préférence croissante pour la liquidité et des entrées de capitaux, la masse monétaire au sens étroit (circulation fiduciaire et dépôts à vue) a augmenté de 14% en 1972, contre 10% l'année précédente. Les taux d'intérêt sur les dépôts à terme ordinaires et le rendement des valeurs mobilières ayant baissé au début de l'année pour demeurer pratiquement stables jusqu'en novembre, l'expansion des avoirs du secteur privé en placements à moyen ou long terme de ce type s'est ralenti.

Dans les premiers mois de 1973, l'activité économique avait atteint un niveau plus satisfaisant; aussi les autorités intensifièrent-elles leurs efforts pour freiner l'inflation. En février, les plafonds de réescompte des banques ont encore été abaissés, tandis que les dispositions relatives aux réserves minimums étaient reconduites et renforcées. De plus, les engagements propres des banques en devises négociables sur le marché réglementé ont été assujettis à des réserves obligatoires au taux de 100%.

Malgré le handicap que constituaient pour le durcissement de la politique budgétaire les engagements contractés antérieurement, le budget primitif pour l'exercice 1973 était conçu de manière à limiter à 12,7% l'expansion des dépenses de l'Etat. En contradiction, apparemment, avec cet objectif, le Parlement a voté des crédits supplémentaires au début de l'année. En février, toutefois, le gouvernement a décidé d'étaler les dépenses budgétaires pendant les quatre premiers mois de l'année et adopté des critères plus sélectifs pour la mise en œuvre des programmes de travaux publics et l'octroi des subventions en faveur des projets d'investissements du secteur privé. En même temps, la réglementation des ventes à tempérament et des prêts personnels a été considérablement durcie, tandis que des mesures étaient prises pour espacer les mises en chantier de logements. De plus, il a été décidé de bloquer pendant deux mois au moins les tarifs du secteur public et d'allonger temporairement la durée de l'effet suspensif des demandes présentées à la Commission des Prix aux fins d'approbation des relèvements de barèmes envisagés dans le secteur privé. Au début de mai, enfin, le gouvernement a annoncé son intention de réaliser des

économies sur divers postes de dépenses; à peu près dans le même temps, la Banque Nationale portait son taux d'escompte de 5 à 5½%.

Pays-Bas. La tendance à l'affaiblissement de la demande intérieure qui s'était fait jour au printemps de 1971 s'est poursuivie pendant la majeure partie de 1972. Grâce à des mesures restrictives, les dépenses publiques ont fléchi en termes réels. De plus, les investissements dans l'industrie, qui avaient plafonné en 1971, ont sensiblement diminué, en partie à cause du rétrécissement antérieur des marges bénéficiaires lié à l'augmentation des charges salariales. En revanche, le taux de croissance de la consommation privée s'est relevé, tandis que la construction de logements s'accélérait. En raison de la faiblesse relative de la demande intérieure, les importations ne se sont accrues que lentement, tandis que les exportations apparaissaient en forte expansion, notamment pendant le premier semestre ainsi que vers la fin de l'année et le début de 1973.

Malgré cette détente du côté de la demande, les salaires ont augmenté dans l'industrie de 12,5% en 1972, soit dans la même proportion que l'année précédente, encore que le taux de progression ait eu tendance à se ralentir quelque peu au fil des mois. La productivité de la main-d'œuvre dans les industries de transformation a augmenté de 8,5%, soit à un rythme sensiblement plus rapide qu'en 1971; cette accélération est due dans une certaine mesure au fait que les investissements ont continué d'être orientés vers la rationalisation, génératrice d'économies de main-d'œuvre, plutôt que vers l'accroissement de la capacité de production. Le taux de chômage, qui était tombé à 1,5% de la population active au printemps de 1971, est monté à 3,2% à la fin du premier semestre de 1972, puis il a légèrement fléchi, pour se situer à la fin de l'année à 2,7%. A l'opposé, le nombre des offres d'emploi non satisfaites est descendu en 1972 au niveau le plus bas qu'il ait atteint depuis longtemps. Les coûts unitaires de main-d'œuvre dans l'industrie se sont alourdis moins rapidement qu'en 1971, tandis que les marges bénéficiaires s'élargissaient quelque peu. La hausse des prix de détail a été de 7,9% au cours de l'année, contre 8,4% en 1971.

Du fait du caractère restrictif du budget considéré dans son ensemble, le déficit de FL 1.660 millions des comptes de l'Etat en 1971 a fait place, en 1972, à un excédent de FL 225 millions. En même temps, et dans le dessein de résoudre de manière sélective le problème de l'aggravation du chômage, le gouvernement a mis en application, par étapes successives, un programme de création d'emplois devant se traduire par l'engagement de FL 860 millions de dépenses sur deux ans. De plus, la majoration conjoncturelle d'impôt (appelée «surtaxe régulatrice») a été ramenée de 5 à 3% à partir du 1er juillet.

Devant l'ampleur des achats de devises par la banque centrale, les autorités se sont efforcées de limiter la création de liquidités en pratiquant une politique dynamique de gestion de la dette publique. Bien que se trouvant en situation excédentaire, l'Etat a emprunté sur le marché financier autant que l'année précédente, à l'effet principalement d'améliorer sa position à l'égard de la banque centrale. Les collectivités locales, dont le déficit était pourtant un peu plus faible qu'en 1971, ont sensiblement accru le volume de leurs emprunts à long terme, utilisant une grande partie du surplus

disponible pour réduire leur endettement à court terme à l'égard des banques, de l'Etat et du marché monétaire.

Ces opérations ont permis à la Nederlandsche Bank d'imprimer à sa politique une orientation compatible, d'une manière générale, avec les nécessités tant internes qu'externes. En mars 1972, comme on prévoyait que la demande de crédit bancaire resterait modérée, les directives limitant l'expansion des encours à court et à long terme furent rapportées. Le contrôle des changes a été resserré en mars et en juillet, mais les autorités ont, dans une large mesure, laissé l'afflux éventuel de devises peser sur le niveau du loyer de l'argent à court terme. Le taux d'escompte officiel a été ramené, en trois étapes, de 5 à 3% entre janvier et septembre; cette mesure, destinée en premier lieu à exercer un effet de dissuasion sur les entrées de capitaux, visait aussi de plus en plus à stimuler les investissements. Les conditions du marché monétaire, après être tombées à des niveaux très bas à la fin de l'été, ont recommencé de monter à la suite des interventions officielles. Au début de novembre, le loyer de l'argent étant en hausse à l'étranger et la demande globale en reprise, le taux de l'escompte fut porté de nouveau à 4%.

Pays-Bas: Variations des actifs et exigibilités de caractère financier.

Postes	Etat	Collec- tivités locales	Secteur bancaire	Inves- tisseurs institu- tionnels ¹	Secteur des ménages et des entre- prises	Etranger ²
	en millions de florins					
Excédent ou déficit (—) 1970	-- 1.230	-- 2.720	3.240	7.530	-- 7.385	565
financier (sur la	1971	-- 2.860	4.920	8.955	-- 8.930	-- 425
base des règlements)	1972	-- 2.605	4.435	11.190	-- 9.000	-- 4.245
<i>Variations correspondantes des actifs et exigibilités de caractère financier³</i>						
Liquidités primaires	1970	-- 20	--	125	2.590	}
	1971	-- 30	--	220	3.660	
	1972	-- 190	--	40	5.025	
Liquidités secondaires	1970	-- 120	--	670	300	-- 1.690
	1971	-- 190	--	325	590	-- 2.680
	1972	-- 180	--	545	105	-- 3.225
Crédit bancaire	1970	560	-- 1.200	130	25	-- 1.390
	1971	540	-- 140	755	215	-- 1.710
	1972	2.110	-- 1.280	2.785	340	-- 2.040
Recours net au marché financier	1970	-- 1.895	-- 1.660	3.370	6.710	-- 7.260
	1971	-- 2.215	-- 2.510	4.165	8.630	-- 8.250
	1972	-- 2.220	-- 4.270	7.220	12.030	-- 11.380
Opérations financières directes avec l'étranger	1970	100	5	--	--	1.620
	1971	15	55	--	--	2.040
	1972	330	15	--	--	710

¹ Comprend les compagnies d'assurance sur la vie, les fonds de pension, les caisses d'assurance sociale et les caisses d'épargne. ² Un chiffre négatif correspond à une augmentation des créances (ou à une diminution des engagements) des Pays-Bas à l'égard de l'étranger. ³ Un signe moins représente une diminution des actifs ou une augmentation des engagements.

Le déficit financier du secteur privé (calculé après défalcation de l'épargne de ce secteur canalisée vers les investisseurs institutionnels) a atteint FL 9,0 milliards en 1972, soit à peu près le même montant que l'année précédente. D'une part, les dépenses de capital fixe dans l'industrie étaient en période de creux, de l'autre, l'accroissement notable de l'épargne du secteur privé a été absorbé par les investisseurs institutionnels. En même temps, le volume des appels des emprunteurs résidents au marché financier néerlandais est passé de FL 14,4 milliards en 1971 à FL 19,9 milliards en 1972, principalement à cause de l'expansion du crédit hypothécaire et des emprunts effectués par les entreprises pour reconstituer leur liquidité. Enfin, les mesures de contrôle des changes ayant eu pour effet de rendre déficitaire la balance des mouvements de capitaux à long terme, les résidents étaient devenus davantage tributaires des ressources financières nationales.

D'après les estimations, la proportion des flux totaux de crédit par rapport au produit national brut en valeur est passée d'environ 14% en 1971 à près de 17% en 1972. Toutefois, comme une part croissante des fonds s'est dirigée vers le marché financier, la progression des actifs liquides a été limitée, coïncidant à peu près avec celle du revenu national à prix courants si l'on considère l'évolution d'une année sur l'autre, et s'établissant à environ 12% pour une comparaison faite de décembre 1971 à décembre 1972. Malgré d'importantes fluctuations en cours d'année, le rendement des fonds d'Etat à long terme s'établissait en décembre à environ 7,3%, soit à peu près le même chiffre qu'un an auparavant. Les taux d'intérêt du marché monétaire, bien qu'ayant enregistré d'amples oscillations en fonction des mouvements de capitaux étrangers, se sont maintenus en moyenne à un niveau peu élevé.

En février et en mars 1973, devant les entrées massives de devises, il a fallu prendre de nouvelles mesures pour réduire la liquidité bancaire. Le coefficient des réserves obligatoires sur les engagements à l'égard des résidents - ce système avait été remis en vigueur en septembre, mais sur une base très modérée - a été relevé progressivement jusqu'à atteindre 7% en avril pour être ramené à 4% en mai. En mars, d'autre part, l'obligation de réserve a été étendue à l'accroissement des engagements extérieurs nets des banques en florins, le taux correspondant ayant été porté à 80% à partir de la mi-avril. En outre, les comptes en florins de non-résidents ont été assujettis à des taux d'intérêt négatifs (supprimés d'ailleurs au début de mai) et des ventes spéciales de bons du Trésor ont permis d'absorber une partie des liquidités bancaires.

L'économie commençant à donner des signes de reprise, les pouvoirs publics se sont efforcés de nouveau, dans le budget de l'exercice 1973, de contenir la progression des dépenses globales, tout en prévoyant des mesures spéciales pour atténuer le chômage. La majoration qui avait été appliquée à divers impôts en vue de stabiliser la conjoncture a été complètement supprimée au début de 1973, mais les effets de cette modification ont été largement compensés par le relèvement d'autres impôts. Un arrangement tripartite conclu en novembre dernier, dénommé «contrat social», prévoit pour 1973 des augmentations de salaires modérées et, corrélativement, une surveillance des prix. En avril, la hausse du coût de la vie sur douze mois atteignait 8%, et l'on s'attendait à voir les salaires aussi bien que les prix monter encore fortement au cours de l'année. On prévoit d'autre part une reprise des investissements du secteur

privé, notamment sous forme de stocks, et une légère régression du chômage. En considération principalement de la hausse des taux d'intérêt dans les pays voisins, la Nederlandsche Bank a porté le taux d'escompte à 4½% le 4 juin.

Suisse. Après s'être légèrement calmée pendant le second semestre de 1971, l'expansion de la demande globale en Suisse s'est de nouveau intensifiée à partir du printemps de 1972. Au début, les dépenses du secteur public et la construction de logements ont constitué les éléments les plus dynamiques, mais bientôt la consommation des particuliers, stimulée par les relèvements de salaires, s'est également accélérée, puis les dépenses d'investissement et la demande étrangère ont suivi le mouvement. Si l'excédent de la demande ne s'est pas tellement répercuté sur la balance des paiements, il s'est traduit par une hausse plus rapide des coûts et des prix: les prix à la consommation ont progressé de près de 7% pendant l'année, tandis que l'indice dérivé du P.N.B. atteignait 9,3%.

D'entrée de jeu, les autorités ont buté sur le problème de l'abondance de liquidités dans l'économie à la suite des afflux massifs de capitaux survenus au cours de l'année précédente. En avril, la Banque Nationale a astreint pour la première fois les établissements de crédit à la constitution de réserves minimums calculées sur l'accroissement des dépôts des résidents; le mois suivant, elle a rendu plus rigoureuses les modalités d'application des réserves obligatoires assises sur l'accroissement des engagements à l'égard des non-résidents, tout en abaissant le coefficient de 100 à 50%. Les autorités helvétiques ont continué, en outre, à encourager l'émission d'emprunts étrangers en Suisse, et pris des mesures complémentaires dans le domaine des changes en vue d'accroître les sorties nettes de capitaux résultant de ces emprunts.

Ces dispositions ont provoqué un certain resserrement sur les marchés monétaire et financier au cours du second trimestre, mais la tendance a été interrompue par les entrées massives de fonds pendant la crise de la livre sterling. Pour endiguer ce flot, les pouvoirs publics ont adopté tout un ensemble de mesures nouvelles de contrôle des changes comprenant notamment l'interdiction des placements étrangers en valeurs mobilières et immeubles suisses, le prélèvement d'une commission sur l'accroissement des dépôts en francs suisses de non-résidents, la limitation des emprunts à l'étranger et la réglementation de la position des banques en devises. Pourtant, les capitaux continuèrent de chercher refuge dans le franc suisse, en particulier sous la forme de rapatriements de fonds de résidents. En juillet, une partie de la liquidité supplémentaire fut épongée par un relèvement des réserves obligatoires calculées sur l'accroissement des engagements des banques à l'égard tant des résidents que des non-résidents; en ce qui concerne les dépôts de ces derniers, les dispositions de la convention de 1971 furent remplacées par des ordonnances fédérales. En septembre, le programme des émissions de valeurs mobilières par des non-résidents fut élargi et la fraction à convertir en devises a été augmentée.

A l'automne, la situation sur les marchés de l'argent était devenue un peu plus tendue, mais le crédit bancaire a continué de marquer une forte expansion. Comme l'accord limitant la progression des encours devait expirer à la fin de juillet, la cadence d'octroi par le système bancaire des nouveaux prêts à l'économie interne s'était accélérée

à partir de mai; vers la fin de l'année, elle atteignait 11% environ sur douze mois, contre 7% à peu près en 1971. Le montant des nouvelles promesses de crédit en vue du financement de la construction a dépassé de 76%, au cours des neuf premiers mois de 1972, le niveau atteint durant la période janvier-septembre 1971, qui se situait lui-même à 47% au-dessus du chiffre noté une année auparavant. L'adoption de nouvelles mesures pour absorber la liquidité aurait risqué d'intensifier les rapatriements de fonds, d'autant plus que les avoirs de change nets des banques s'élevaient à FS 19,1 milliards à fin novembre. Pour décourager ces rapatriements, la Banque Nationale est même parfois intervenue de manière à atténuer les tensions.

L'expansion de la masse monétaire s'est considérablement ralentie. Calculée en incluant les dépôts à terme, elle a augmenté de 0,7% seulement, contre 26,6% en 1971. Si l'on y ajoute également les dépôts d'épargne, il est vrai, le taux de hausse a été de 6,0%, au lieu de 24,2% l'année précédente. Le montant net des placements offerts au public sur le marché financier est passé de FS 6,5 milliards à FS 7,4 milliards d'une année à l'autre, cette progression ayant toutefois été presque uniquement imputable aux émissions pour compte de non-résidents, qui ont atteint FS 2,5 milliards. En outre, des effets à moyen terme ont été émis en Suisse pour compte étranger à raison de FS 3,3 milliards, contre FS 4,8 milliards en 1971, année pendant laquelle ces titres pouvaient encore être cédés à des non-résidents sans contingentement.

Vers la fin de l'année, comme l'expansion de la demande et la hausse des prix ne marquaient aucun répit, les pouvoirs publics ont dû prendre de nouvelles dispositions pour lutter contre l'inflation: renforcement des mesures de restriction dans le domaine de la construction immobilière, limitation des facilités fiscales d'amortissement et institution d'un système de surveillance des prix, des salaires et des bénéfices. En outre, l'«Arrêté fédéral instituant des mesures dans le domaine du crédit» a donné pouvoir aux autorités d'imposer plusieurs autres mesures restrictives. L'expansion des prêts accordés à l'économie interne par les banques et établissements assimilés ne pourra pas excéder, au 31 juillet 1973, 6% du plafond que les banques devaient respecter au 31 juillet 1972 dans le cadre du «gentleman's agreement» précédemment en vigueur. Etant donné que la plupart des banques avaient déjà épuisé le potentiel de distribution qui leur était imparti — quand elles ne l'avaient pas dépassé — cette disposition revenait en fait à interdire l'octroi de tout nouveau concours. En outre, les émissions de valeurs mobilières suisses ont été réglementées et diverses mesures prises en vue de décourager le crédit à la consommation (relèvement du versement comptant et réduction des délais de remboursement). L'Arrêté fédéral permet également d'imposer des réserves obligatoires calculées tant sur le montant que sur l'accroissement des engagements envers les résidents et les non-résidents; les autorités n'ont toutefois fait usage de cette faculté qu'en mars 1973, lorsqu'elles ont décidé de soumettre effectivement les dépôts de non-résidents aux deux catégories de réserves. En même temps, pour prévenir des ventes massives de dollars contre francs suisses, la banque centrale s'est retirée du marché vers la fin de janvier et a laissé flotter la monnaie nationale.

Au printemps de 1973, l'expansion économique s'est poursuivie à vive allure, mais l'encadrement du crédit bancaire commence à faire sentir ses effets, en particulier dans le secteur de la construction. En outre, l'appréciation du franc suisse

sur le marché des changes a assombri les perspectives ouvertes aux industries exportatrices, dont certaines sont durement touchées. S'il est vrai que les prix continuent de monter à une cadence exceptionnellement élevée pour la Suisse, il est possible maintenant que la demande excédentaire de production et de main-d'œuvre se résorbe quelque peu. Il serait, certes, souhaitable de restreindre l'expansion rapide des dépenses du secteur public, mais un tel objectif est resté jusqu'à présent hors de portée des autorités confédérales.

Autriche. Contrairement aux prévisions, le taux de croissance global a augmenté l'an dernier. Après une forte expansion pendant le premier semestre, la demande intérieure a faibli pendant l'été, mais a repris de la vigueur à l'automne. Tout au long de l'année, le secteur du bâtiment a connu une grande activité et les investissements industriels ont continué de progresser, grâce au niveau satisfaisant des bénéfices et à des aménagements de la fiscalité. L'automne a été marqué par une accélération des dépenses des consommateurs, incertains des répercussions qu'aurait sur les prix la mise en vigueur, au début de 1973, de la taxe à la valeur ajoutée. Les exportations, enfin, dont la cadence s'était ralentie au premier semestre de 1972, se sont redressées pendant la seconde moitié de l'année.

La politique budgétaire, conçue à l'origine en fonction de l'hypothèse d'une décélération de l'activité économique, n'a été réorientée dans le sens de la stabilisation que dans les derniers mois. Il apparaît toutefois que, pour l'ensemble de l'année 1972, le budget a exercé un effet légèrement restrictif sur la liquidité de l'économie autrichienne.

La masse monétaire s'était déjà gonflée à l'excès, antérieurement, du fait des entrées de fonds étrangers. Aussi, les autorités ont-elles dû, dès le début de l'exercice, prendre des mesures monétaires restrictives. En janvier, elles se sont employées à réduire la liquidité bancaire par divers moyens: opérations d'open market, relèvement des coefficients de réserves obligatoires, reconduction de l'accord aux termes duquel les établissements de crédit acceptaient la stérilisation partielle des capitaux d'origine extérieure et s'engageaient à s'abstenir de collecter des ressources à l'étranger. En même temps, les plafonds fixés à l'expansion des encours, dans le cadre de la convention permanente sur le contrôle du crédit, furent abaissés. En juin, après un nouvel afflux massif de capitaux, il a fallu compléter ce dispositif par d'autres mesures: le gouvernement s'est engagé à ne pas recourir aux ressources étrangères — en fait, il a même remboursé certains emprunts par anticipation — et a émis un emprunt dont le produit a été bloqué. Les établissements de crédit convinrent, pour leur part, de placer de nouvelles disponibilités hors d'Autriche. Vers la fin de l'été, en vue d'absorber un accroissement saisonnier de liquidités dû aux recettes touristiques, la banque centrale a développé ses opérations d'open market. A l'automne, pour compenser l'incidence sur la liquidité de l'arrivée à échéance des titres émis antérieurement à l'effet de stériliser des ressources, les coefficients des réserves minimums ont encore été relevés. En vue de prévenir de nouvelles importations de capitaux, il a été convenu que les banques cesseraient en principe de céder des obligations libellées en schillings aux non-résidents et que les sociétés de financement de la construction n'accorderaient plus de facilités à ceux-ci. Jugeant excessif le volume des

concours accordés par les banques, les autorités ont abaissé une fois encore le plafond des encours, tandis que les banques acceptaient de prélever une commission sur les ouvertures de crédit non utilisées et de s'abstenir de toute publicité en faveur du crédit à la consommation.

Ces mesures ont permis d'abaisser le coefficient de liquidité des banques par rapport à leurs engagements envers les résidents. Le volume total des nouveaux crédits octroyés par les banques à l'économie n'en est pas moins passé de SCH 38 milliards en 1971 à quelque SCH 48 milliards en 1972. Compte non tenu des achats de valeurs mobilières, le taux de croissance des prêts a été de 21%, contre 19,9% l'année d'avant. La masse monétaire, définie comme incluant les dépôts à terme mais non les dépôts d'épargne, a progressé de 24,4%, contre 16,0% en 1971 et 8,3% seulement en 1970.

Au quatrième trimestre de 1972, il apparut que des tensions s'exerçaient sur l'économie tant dans le circuit des produits que dans le domaine de la main-d'œuvre. Les prix de détail, dont la hausse devait, selon les prévisions, être inférieure à 5% pour l'ensemble de l'année, ont atteint un taux de croissance annuel de 7,6% en décembre, tandis que les salaires ont progressé de 16,1% au cours de l'année, contre 9,8% en 1971.

En présence de cette situation et en prévision de la mise en vigueur prochaine de la taxe à la valeur ajoutée, d'autres mesures de stabilisation ont été prises vers la fin de 1972. Sur l'initiative du gouvernement, les syndicats et les employeurs sont convenus de limiter les augmentations de salaires et de prix pendant six mois. Pour leur part, les pouvoirs publics ont directement contribué aux efforts communs en bloquant certaines autorisations de dépenses à concurrence de 15 à 20% de leur montant et en différant l'utilisation de diverses autres. L'action sur le plan monétaire s'est traduite par le relèvement de 5 à 5½% du taux d'escompte officiel et par l'aggravation, sur plusieurs points, de l'obligation de réserve. L'accord sur le contrôle du crédit a été étendu aux établissements spécialisés, et les plafonds fixés aux encours en vertu de cet accord ont été abaissés. Les autorités ont annoncé leur intention de limiter l'expansion du crédit bancaire à 12% environ pour les douze mois se terminant en novembre 1973. En outre, des dispositions ont été prises pour limiter l'octroi de prêts par les compagnies d'assurances et les sociétés de financement de la construction. En vue de mettre la politique monétaire à l'abri des influences extérieures, les autorités ont interdit pour une durée de six mois l'achat par les non-résidents de valeurs mobilières libellées en schillings et de biens immobiliers situés en Autriche, le recours par les résidents à certaines formes d'emprunt à l'étranger et l'octroi aux non-résidents de prêts dont le montant serait utilisé dans le pays.

Au printemps de 1973, la demande globale restait vive, mais on pensait que la croissance en volume se ralentirait quelque peu à cause de limitations du côté de l'offre. Le programme de stabilisation s'est trouvé encore renforcé en mars avec la légère réévaluation du schilling. Vers cette époque, la liquidité bancaire s'est assez sensiblement resserrée; aussi la Banque Nationale a-t-elle apporté une certaine détente en intervenant à l'open market et en abaissant le taux des réserves minimums. Le problème crucial reste celui de l'évolution des prix, dont la hausse devrait, d'après

les prévisions, atteindre 7,5% en 1973. Comme il se peut également que les négociations salariales aient lieu plus tôt que projeté, les autorités s'emploient à maîtriser les forces expansionnistes en luttant sur un large front. Récemment, le gouvernement a annoncé que le programme de stabilisation continuerait d'être appliqué au-delà du 31 mai, terme fixé à l'origine, et avec plus de vigueur.

Danemark. La décélération de croissance qui s'était produite au cours des deux années précédentes s'est poursuivie dans les premiers mois de 1972, mais l'expansion économique a retrouvé sa vigueur à partir du printemps. La pause que marquait la construction de logements fit place à un essor de l'activité dans ce secteur, la consommation des particuliers montra plus de fermeté et les dépenses publiques continuèrent d'augmenter rapidement. Les investissements industriels restèrent empreints de faiblesse, encore qu'on ait observé vers la fin de l'année des signes de reprise. Au fil des mois, le chômage a régressé, tandis que les importations effectuaient un vif redressement après une période de mollesse qui s'était prolongée jusqu'à l'été. La hausse des prix à la consommation s'est accélérée, son taux ayant atteint 7,1% pour l'ensemble de l'année.

La nécessité d'améliorer la balance commerciale — tâche que compliquait l'engagement pris de supprimer, par étapes s'échelonnant de juillet 1972 à mars 1973, la surtaxe de 10% appliquée aux importations — amena les autorités à donner aux différents aspects de la politique économique poursuivie l'an dernier un caractère restrictif. Le budget de l'Etat pour l'exercice prenant fin en mars 1973 prévoyait un excédent de recettes de KRDK 2,6 milliards, succédant au léger déficit de l'année précédente, et les encours de crédits bancaires accordés à d'autres fins que le financement du secteur social de la construction demeurèrent plafonnés.

En fait, il apparut bientôt clairement que la réduction du train de vie de l'Etat restait lettre morte. En juillet, le gouvernement invita les collectivités locales à freiner leurs dépenses d'investissement et annonça qu'il ferait des économies sur ses propres programmes; la plupart de ces dernières, toutefois, ne se feraient sentir qu'à long terme. A l'automne, une taxe de 2½% fut instituée sur les ventes de logements et le taux de certains impôts sur les transactions fut relevé, mais ces mesures ne visaient qu'à compenser les moins-values fiscales liées aux modifications devant être apportées au régime de l'impôt sur le revenu des particuliers à compter de janvier 1973. Des tensions étant apparues dans le secteur du bâtiment, la construction de logements considérés comme non prioritaires fut soumise en octobre à des limitations quantitatives.

Dans le domaine de la politique monétaire, les plafonds assignés aux encours de crédit des banques furent reconduits à plusieurs reprises, mais relevés de 8% par étapes au cours de l'année dans le but de favoriser la reprise des investissements industriels. Le taux d'escompte officiel, qui avait été abaissé à 7% en janvier, fut porté en juin à 8%. Simultanément, les autorités réduisirent les facilités de crédit offertes aux banques par la Banque Nationale en ramenant la quotité des avances de 90 à 60% de la valeur des titres déposés en garantie. Le taux d'escompte revint de nouveau à 7% une fois que se furent dissipées les incertitudes sur l'entrée du Danemark dans les Communautés Européennes.

Mettant à profit la marge d'octroi de crédit que leur laissait l'ancien plafond d'encours, les banques ont accru leurs prêts au secteur privé de 12½% dans l'année, contre 4½% en 1971. En outre, elles ont fortement gonflé leur portefeuille de valeurs mobilières. La masse monétaire, entendue au sens large, a grossi d'un peu plus de 15%, alors que sa progression avait été de 9½% en 1971. Le volume global net des émissions sur le marché financier est passé à KRD 12,9 milliards, contre KRD 9,3 milliards en 1971 et seulement KRD 6,5 milliards en 1970; cette expansion s'explique pour l'essentiel par le placement d'une masse plus considérable d'obligations hypothécaires. Après avoir constamment fléchi durant la majeure partie de l'année, les rendements des titres à revenu fixe se sont redressés dans les derniers mois de 1972. En février 1973, l'accord passé avec les banques au sujet du plafonnement de la rémunération des dépôts, qui était en vigueur depuis près de quarante ans, a été dénoncé; un certain nombre d'établissements n'ont alors pas tardé à relever les taux d'intérêt offerts sur les ressources à terme.

Comme la pression de la demande continuait de se renforcer, l'encadrement du crédit bancaire a été prorogé jusqu'à la fin du premier semestre de 1973, la progression des encours admise pour cette période étant de 4%. En outre, le taux des avances sur titres de la banque centrale a été porté à un niveau légèrement supérieur au rendement moyen des valeurs à revenu fixe. Le budget de l'exercice 1973-1974 prévoyait à l'origine un excédent de KRD 1,2 milliard, mais le gouvernement, désireux d'accroître ce dernier, a pris au mois de mars un certain nombre de mesures de stabilisation. Celles-ci comprennent la suppression de l'exemption de T.V.A. dont bénéficiait la construction de logements, l'alourdissement des impôts frappant les sociétés et la réduction des abattements admis en matière d'impôt sur le revenu des particuliers et des entreprises. De même, il a été décidé de moduler les allocations familiales et les pensions de retraite en fonction du revenu, et de différer l'exécution de certains programmes d'investissements publics.

Le renouvellement des conventions collectives nationales en mars a donné lieu dans l'industrie, pendant plusieurs semaines, à des grèves et à des fermetures d'usines, les premiers mouvements de ce genre qu'on ait vus au Danemark depuis de longues années. L'accord finalement conclu prévoit un relèvement substantiel, étalé sur deux ans, des salaires horaires de base, l'égalité de rémunération pour les travailleurs des deux sexes et la réduction de la durée de la semaine de travail. Compte tenu des dispositions relatives à l'indexation et du phénomène de glissement qu'on observera sans doute une nouvelle fois, l'effet global de cet accord sera une accélération de la croissance des salaires par rapport à la progression qu'ils ont accusée au cours des deux années passées.

Norvège. Après une période prolongée d'expansion vigoureuse qui avait imposé l'adoption d'une politique de resserrement modéré, la demande intérieure s'est affaiblie considérablement l'an dernier. Alors que la formation de capital fixe avait accusé en 1971 une forte augmentation, on a observé en 1972 un fléchissement marqué des investissements dans la construction navale et un ralentissement beaucoup plus sensible de leur croissance dans les autres branches; toutefois, les dépenses d'équipement du secteur public et la construction de logements sont restées assez fermes. La

hausse des prix de détail ainsi que l'alourdissement de la fiscalité et le relèvement des cotisations de sécurité sociale ayant opéré une ponction sur le revenu disponible évalué en termes réels, la progression de la consommation des particuliers a été faible. Les exportations, en revanche, après une année médiocre, ont effectué un vif redressement, contribuant ainsi à porter le taux global d'expansion en volume au chiffre satisfaisant de 4,2% et à réduire le déficit de la balance des opérations courantes, conformément aux buts à long terme du gouvernement.

La politique budgétaire pour l'ensemble du secteur public a été conçue en 1972 de manière à atténuer la pression de la demande. Conformément aux objectifs fondamentaux, les dépenses de l'Etat ont progressé de 13% en regard d'une croissance du produit national brut en valeur de moins de 9%. Du fait, cependant, de l'augmentation de la pression fiscale et du relèvement des cotisations de sécurité sociale, l'excédent, avant opérations de prêts, du compte du secteur public pris dans son ensemble est ressorti à 2,2% du produit intérieur brut, contre 1,9% l'année précédente. En dépit de sa politique générale de resserrement, le gouvernement a prévu des programmes régionaux de création d'emplois. De plus, les autorités ont accéléré le déblocage des fonds d'investissement immobilisés auprès de la Norges Bank et réduit les avantages dont étaient assortis les versements effectués à ces fonds.

Pour favoriser la formation de capital fixe, les autorités monétaires ont augmenté le plafond des émissions obligataires par rapport à 1971 et révisé en hausse l'objectif qui avait été assigné à l'expansion du crédit intérieur, soit 7% depuis l'automne précédent. En outre, l'activité des caisses d'épargne dans le domaine des prêts ayant marqué un certain tassement au cours des premiers mois de 1972, l'obligation de détenir des réserves minimums de liquidités primaires a été assouplie dans un premier temps, puis purement et simplement supprimée.

A partir du début de l'été, la production industrielle amorça un mouvement de reprise sous l'influence de la demande externe. Au mois d'août, dans le dessein de contenir l'expansion du crédit, les autorités imposèrent de nouveau aux principales caisses d'épargne du sud du pays le respect de coefficients de liquidités primaires et relevèrent ultérieurement de deux points, en deux étapes, les pourcentages applicables aux banques en cette matière. Pour l'ensemble de l'année, les avoirs de change nets du système bancaire se sont accrus un peu plus fortement qu'en 1971 tandis que la progression du crédit intérieur était, de même, légèrement plus rapide. Les disponibilités monétaires et quasi monétaires ont accusé une augmentation de 12,8%, contre 12,6% en 1971.

A la suite de l'abolition, à la mi-novembre 1971, du blocage temporaire des prix, la hausse des prix à la consommation s'accéléra, de sorte qu'en septembre 1972 elle dépassait 8% en douze mois. Sur ce, le gouvernement restaura le régime antérieur de blocage, auquel il substitua cependant, au début de 1973, un système de surveillance des prix. Peu après, le taux de progression en termes annuels fléchissait à 6,8% environ, mais il eut tôt fait de s'accélérer de nouveau. Etant donné que les accords de salaires conclus pour deux ans en 1972 ont prévu des relèvements substantiels des rémunérations ainsi qu'un dispositif d'ajustement automatique de celles-ci en fonction du coût de la vie, on s'attend que la tension sur les prix demeurera forte.

En 1973, le budget de l'Etat est orienté une nouvelle fois dans le sens d'une réduction de la demande. L'expansion relative des opérations des collectivités publiques doit se poursuivre, mais il est prévu de modérer la croissance des dépenses et d'étoffer les recettes par une augmentation des impôts indirects. Le compte général du secteur public, y inclus les fonds de sécurité sociale, dégagera, pense-t-on, un excédent, avant incidence des prêts, équivalant à 2,4% du produit intérieur brut, soit un peu plus qu'en 1972. En considération des investissements importants que prévoient d'effectuer les compagnies de navigation, les autorités laisseront s'accroître l'endettement à l'égard de l'étranger, mais veilleront à maintenir dans des limites déterminées l'expansion du crédit intérieur afin d'éviter que la demande n'exerce une pression excessive. Les concours accordés par les établissements de crédit du secteur public, surtout pour le financement de la construction de logements et de routes, continueront toutefois de se développer fortement.

Suède. L'économie ne s'est remise que lentement de la récession qui s'était amorcée en 1971. Le fléchissement enregistré durant cette phase dans la consommation des particuliers, la construction de logements et les investissements des collectivités locales a fait place l'an dernier à une légère expansion. Les mesures d'incitation à la formation de capital fixe par le secteur privé ont été efficaces, mais le processus de reconstitution des stocks a marqué de nouveau une décélération. Par suite, et nonobstant l'augmentation des dépenses d'équipement de l'Etat et la progression plus vive des exportations – sous l'effet notamment de l'amélioration de la conjoncture dans l'industrie des pâtes de bois et du papier – la croissance du produit national brut en volume n'a pas excédé 2%, taux insuffisant pour assurer la résorption du chômage.

Le dispositif de relance mis en place en 1971 a été maintenu l'an dernier, avec des éléments renforcés mais une structure générale peu modifiée. Outre la mise en œuvre d'un programme de travaux publics destinés à procurer des emplois aux chômeurs, les mesures prises ont visé essentiellement à favoriser la formation de capital fixe, les principales d'entre elles portant sur le déblocage des fonds d'investissement, l'élargissement des facilités fiscales d'amortissement des achats de machines et d'équipement (étendues en novembre à la construction) et la majoration de la contribution de l'Etat aux dépenses de protection de l'environnement engagées par les collectivités locales. Dans le secteur du logement, la demande était tellement bien satisfaite que les possibilités d'incitations nouvelles se trouvaient très limitées. Comme il a fallu poursuivre l'action anti-cyclique plus longtemps que prévu, le déficit budgétaire pour l'exercice 1972-1973 (de juillet à juin) pourrait s'élever à KRS 7,2 milliards, contre KRS 3,3 milliards d'après l'estimation primitive.

Après s'être progressivement assouplie au cours de l'année 1971, la politique monétaire est demeurée sous le signe de l'aisance en 1972, sans que des changements notables soient intervenus dans ses modalités d'application. La liquidité s'est sensiblement améliorée sous l'effet de l'augmentation rapide du déficit budgétaire, dont une part seulement a été financée par le placement d'un montant plus élevé d'effets publics en dehors du système bancaire et par la progression accélérée des réserves de change. La masse monétaire, entendue au sens large, s'est gonflée de 12½% durant l'année, contre 10½% en 1971.

Le volume net des nouveaux crédits a représenté au total, avec KRS 27 milliards, 14% du produit national brut. La proportion correspondante avait été de 12% en 1971, tandis qu'en 1970, lorsque la politique restrictive était encore en vigueur, elle n'avait atteint que 9%. Etant donné toutefois que, l'an dernier, une part très importante des ressources a servi à financer le déficit du budget de l'Etat, les concours aux autres emprunteurs se sont développés, en pourcentage du produit national brut, à peu près au même rythme qu'en 1971. Une observation très semblable peut être faite à propos de la progression des crédits au seul secteur des entreprises. Alors que, en 1971, celle-ci avait été forte pour satisfaire aux besoins de reconstitution des trésoreries, l'année suivante a vu le ralentissement du flux des facilités nouvelles accordées à l'économie, le seul élément dynamique ayant été les prêts à la consommation, que les statistiques incluent dans le même secteur. Les besoins de financement nets des collectivités locales ont diminué en valeur absolue l'an dernier, mais le crédit immobilier a continué de se développer en raison de la hausse du prix des terrains et du coût de la construction.

Dans l'expansion du crédit global, l'an dernier, la plus grande part est revenue aux banques, qui ont bénéficié d'un flux croissant de dépôts. La demande émanant des entreprises ayant marqué une détente, elles ont accru leurs prêts à la consommation et à la construction. Elles n'en ont pas moins été en mesure de satisfaire sans difficulté à leurs obligations en matière de réserves de trésorerie et de liquidités, en acquérant un volume important d'effets publics à court terme, et de maintenir en outre une position créditrice nette à la Riksbank tout au long de l'année. A compter du début

Suède: Flux nets de crédits.

Prêteurs	Années	Emprunteurs				Total
		Etat	Collectivités locales	Secteur du logement	Secteur des entreprises	
en millions de couronnes suédoises						
Riksbank	1970	1.600	—	30	—	1.630
	1971	1.520	—	30	30	1.520
	1972	— 180	10	—	—	— 170
Banques commerciales	1970	— 840	300	1.990	— 140	1.310
	1971	1.220	200	600	3.190	5.210
	1972	1.950	120	1.950	4.050	8.070
Autres banques	1970	1.080	220	1.640	1.010	3.950
	1971	— 700	670	1.590	950	2.510
	1972	1.830	450	2.770	1.470	6.520
Organismes publics d'assurances	1970	760	690	3.270	2.040	6.760
	1971	950	820	4.140	3.270	9.180
	1972	1.930	770	2.720	2.760	8.180
Organismes privés d'assurances	1970	370	60	750	710	1.890
	1971	— 90	140	1.740	910	2.700
	1972	460	290	1.420	1.070	3.240
Divers	1970	240	10	10	230	490
	1971	— 270	10	40	370	150
	1972	350	40	20	740	1.150
Total	1970	3.210	1.280	7.690	3.850	16.030
	1971	2.630	1.840	8.080	8.720	21.270
	1972	6.340	1.680	8.680	10.090	26.990

de 1972, les caisses d'épargne, les associations de crédit rural et la caisse d'épargne postale ont été invitées à respecter des ratios de liquidité plus élevés, en conséquence de quoi elles ont accru sensiblement leurs achats nets de valeurs mobilières à revenu fixe. Ce compartiment du marché financier n'en a pas moins été affaibli par la diminution des placements qu'y a effectués le Fonds National des Retraites, ce phénomène étant imputable non pas à un ralentissement de la croissance des ressources du Fonds, mais au remboursement par celui-ci de dettes à court terme contractées envers d'autres institutions financières. Le volume net des émissions nouvelles de valeurs à revenu fixe n'a été, l'an dernier, que légèrement supérieur à celui de 1971: si les cessions de fonds d'Etat au public ont marqué une augmentation beaucoup plus considérable, les opérations lancées par chacune des autres principales catégories d'emprunteurs ont accusé une forte régression. Cette réduction du recours aux ressources à long terme a affecté surtout le secteur de la construction, dont les besoins ont été couverts dans une mesure plus large que de coutume au moyen de prêts bancaires à court terme.

Les salaires ont monté rapidement jusqu'au printemps de 1972 avec la diffusion progressive des effets des accords de salaires conclus pour deux ans en 1971. Par la suite, l'absence de tension sur le marché du travail maintint les rémunérations, pendant un temps, à un niveau à peu près constant; en décembre, pourtant, les gains horaires étaient supérieurs de quelque 11% à ceux de la période correspondante de l'année précédente. La hausse des prix à la consommation s'est ralentie peu à peu jusque vers la fin de l'année, époque où les répercussions du renchérissement des denrées se firent sentir plus fortement. Le gouvernement a décrété le blocage des prix de la plupart des produits alimentaires à compter de janvier 1973, annulant les relèvements déjà acceptés et augmentant les subventions à l'agriculture. Les mesures visant à modifier la répartition de la charge fiscale ont pris effet peu après: les taux de l'impôt sur le revenu des personnes physiques ont été réduits quelque peu, tandis que, pour compenser en partie la perte de recettes correspondantes, la taxe sur les salaires était portée de 2 à 4% et que certains autres impôts indirects étaient également majorés.

La vigueur accrue des exportations dans les premiers mois de 1973 a enfin donné à la reprise un nouvel élan. La faiblesse de la demande de logements et des investissements des collectivités locales a continué, cependant, de modérer la cadence générale de progression.

Finlande. Après le bref, mais sensible ralentissement de croissance observé en 1971, l'activité économique a retrouvé un dynamisme remarquable à partir du milieu de 1972. Si l'impulsion est venue surtout du réveil vigoureux de la demande extérieure, la reprise a été nette également au niveau de la consommation et un redressement s'est opéré dans le secteur de la construction de logements. La progression des dépenses publiques a été beaucoup plus rapide, l'accent ayant été mis tout particulièrement sur les investissements. En revanche, et pour la seconde année de suite depuis l'essor remarquable de la période 1969-1970, les sommes consacrées aux installations d'usines et achats d'équipement ont peu varié, à cause, en partie, de l'incertitude planant sur l'avenir des relations commerciales avec la Communauté Européenne.

Les prix de détail ont monté de 7,3% en 1972 du fait, notamment, d'un certain assouplissement, vers la fin du printemps, dans le contrôle des prix et des loyers. Les salaires ont continué de progresser rapidement, mais les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté moins vite qu'auparavant grâce à l'amélioration de la productivité. Le renchérissement des importations a été très sensible, et la hausse des prix de gros a atteint 11½%.

La politique budgétaire du gouvernement a été placée sous le signe de l'expansion, surtout vers la fin de l'année. L'accélération des dépenses publiques a visé pour une part à résorber le chômage, et l'Etat a accru fortement ses prêts pour le financement des logements du secteur social. De plus, en recourant dans une plus large mesure aux concours étrangers de manière à réduire le montant de son endettement interne, le Trésor a contribué à assouplir les conditions monétaires appliquées aux autres catégories d'emprunteurs.

La politique monétaire a adopté une attitude prudemment libérale. Les taux d'intérêt ont été abaissés de trois quarts de point au début de 1972 et les contingents de refinancement des établissements de crédit auprès de la banque centrale ont été maintenus à un niveau relativement élevé durant l'année. Conformément à la décision prise par le gouvernement en août 1971, les sommes versées antérieurement au compte du fonds d'action conjoncturelle sur les livres de la Banque de Finlande ont été débloquées à concurrence de près de MF 590 millions pour l'ensemble de l'exercice, mais les effets de ces retraits sur la liquidité bancaire ont été compensés en grande partie par la cession aux banques de certificats de dépôt. En outre, les emprunteurs du secteur privé ont été incités à recourir aux crédits offerts par l'étranger, et l'obligation du paiement anticipé de certaines importations a été levée en juin 1972. Simultanément était supprimé le plafonnement global du crédit à la consommation, à la suite de quoi on observa en juillet un assouplissement sensible des conditions des ventes à tempérament. Ultérieurement, dans les premiers jours de l'année 1973, la Banque de Finlande a invité les banques à porter leurs efforts sur le développement des prêts destinés aux investissements. En revanche, elle a réduit sa propre contribution au financement des besoins du secteur privé.

Dans la perspective d'une nouvelle progression de l'activité, le budget pour l'exercice 1973 prévoit une politique économique légèrement expansionniste au premier semestre de l'année, avec infléchissement graduel vers une orientation restrictive au cas où l'évolution effective l'exigerait. L'accent continue d'être mis sur le rétablissement d'un niveau élevé de l'emploi, objectif en fonction duquel sera adapté l'échelonnement dans le temps des déblocages de crédits budgétaires, du versement des subventions en faveur des investissements et de l'octroi des prêts de l'Etat. Au mois de mars, devant la vigueur persistante des pressions à la hausse des prix à la consommation, les autorités ont reconduit pour un an le contrôle des prix et des loyers.

Espagne. Sous l'influence stimulante des politiques monétaire et budgétaire, le mouvement de reprise de l'activité qui s'était esquissé à l'automne de 1971 est allé en s'intensifiant tout au long de l'année écoulée. Les investissements dans l'industrie, qui avaient fléchi en 1971, se sont vigoureusement redressés grâce à l'instauration d'un crédit d'impôt de 7% pour les nouveaux équipements commandés pendant le premier

semestre de 1972. Par ailleurs, la consommation s'est accélérée dans le secteur privé et les exportations ont continué de se développer à un rythme satisfaisant.

Tandis que le taux de croissance de la production s'élevait, on enregistrait parallèlement une expansion des importations, une baisse régulière du chômage dans les secteurs non agricoles et une progression plus vive des salaires (les gains horaires ont augmenté en moyenne de 16,5% en 1972 par rapport à 1971). La hausse des prix de détail a été plus rapide pendant l'été, atteignant alors environ 9% sur une base annuelle. En présence de cette situation, les autorités ont progressivement durci leurs politiques monétaire et budgétaire. Elles ont toutefois jugé que les réserves de main-d'œuvre disponibles dans le secteur agricole et la bonne tenue de la balance des paiements leur permettaient de continuer à favoriser une forte croissance économique tout en luttant contre l'inflation par une action sélective. Toute une série de mesures en ce sens ont été mises en vigueur en octobre: fixation hebdomadaire des prix des denrées alimentaires essentielles par les gouverneurs de province, réductions de droits de douane sur toute une gamme de produits, assouplissement du contingentement des importations et réforme du monopole d'Etat des achats à l'étranger de produits alimentaires, la majeure partie de ceux-ci devant désormais être importés par l'intermédiaire d'entreprises privées. Ces mesures ont permis de ralentir la hausse des prix de détail, dont le taux s'établissait en décembre à 7,3% sur douze mois.

L'accroissement des recettes fiscales a contribué à rétablir l'an dernier l'équilibre du budget de l'Etat, après le déficit enregistré en 1971; d'autre part, les autorités ont émis un volume important de titres pour compenser une partie des répercussions sur la liquidité de l'excédent permanent de la balance des paiements. De plus, au début de l'année, la constitution de réserves obligatoires a été imposée aux caisses d'épargne. Ces mesures n'ont pas empêché la masse monétaire, entendue au sens large du terme, d'augmenter de 23%, à peu près comme en 1971, et le crédit bancaire au secteur privé de 22%, contre 18% en 1971. Si les taux de croissance de ces agrégats sont ainsi demeurés élevés, les autorités n'en ont pas moins été en mesure de mieux contrôler la liquidité bancaire. La progression de la base monétaire a été ramenée à 14,6%, contre 22,4% en 1971, et le rapport entre les réserves libres des banques et leurs dépôts, qui était presque resté constant en 1971, a fléchi de 5,5% au début de l'année dernière à 1,6% en décembre.

Le secteur privé a accru non seulement ses emprunts auprès des banques, mais également ses émissions de valeurs mobilières, en même temps qu'il développait son recours au crédit extérieur. Il semble d'autre part que le financement par l'intermédiaire de circuits privilégiés ait marqué un recul, conformément aux objectifs des autorités.

Au début de 1973, la demande et la production étaient en progression rapide. Le budget du nouvel exercice a été conçu de manière à ne pas administrer de stimulants inflationnistes à l'économie, la politique monétaire demeurant axée sur le freinage de l'expansion de la liquidité. Les autorités n'en gardent pas moins comme objectif un taux assez élevé de croissance économique. Au cours des premiers mois de l'année, les réserves libres du système bancaire ont recommencé d'augmenter sous l'influence des importants achats de devises effectués par la Banque d'Espagne. L'accroissement

des exigibilités nettes des banques envers l'étranger étant devenu un facteur important de création de liquidités internes, les pouvoirs publics ont étendu au volume total des engagements à l'égard des non-résidents sous forme de dépôts en pesetas convertibles le coefficient de réserves obligatoires de 100%, qui ne s'appliquait précédemment qu'à l'accroissement de ces dépôts. En janvier, le portefeuille minimum des banques en emprunts d'Etat a été ramené de 15 à 14%, et en mars, pour la première fois, des bons du Trésor à trois mois qui ne seront pas retenus pour la détermination de ce coefficient ont été émis pour un montant élevé. De plus, le calcul des réserves obligatoires s'effectue désormais sur une base journalière. Dans l'ensemble, ces mesures ont eu pour but de permettre une résorption importante de liquidités bancaires. En outre, elles représentent un affinement sensible des instruments de politique monétaire.

Portugal. En légère perte de vitesse en 1971, la croissance de la production a repris son élan l'année dernière. Les exportations se sont développées à une cadence plus rapide et le volume des investissements en capital fixe a augmenté, tandis que la consommation, dans les secteurs public et privé, a continué de progresser vigoureusement. La hausse des prix de détail, qui s'était fortement accélérée en 1971, s'est poursuivie l'année suivante au taux de 9% environ.

Les achats nets de devises par les autorités se sont traduits, une fois de plus, par un accroissement de la liquidité bancaire assez important pour annuler, et bien au-delà, les effets du relèvement général d'un point, en mai, des coefficients de réserves obligatoires. La cadence de progression du crédit distribué par les banques au secteur privé s'est encore accélérée, de sorte que les avoirs de ce dernier en monnaie et quasi-monnaie ont augmenté de 24%, contre 21% en 1971 et 13% en 1970. On a enregistré également un développement marqué des émissions d'actions et d'obligations ainsi que du financement à long terme assuré par les établissements de crédit à vocation spéciale, notamment la Banque Nationale de Développement.

Comme l'inflation prenait un caractère préoccupant, le gouvernement décida en juin de plafonner les prix de divers biens et services; pour les autres, les relèvements de tarifs seraient désormais sujets à révision. Simultanément, une majoration fut appliquée au montant des impôts frappant les particuliers et les entreprises bénéficiant de revenus élevés, tandis que la vente de certains articles devenait passible d'une taxe de luxe. Grâce à l'accroissement plus rapide des recettes fiscales et au ralentissement des dépenses d'investissement de l'Etat, qui avaient très fortement augmenté en 1971, le compte des opérations du Trésor a dégagé l'an dernier un excédent global supérieur à celui de l'exercice précédent.

Au mois de décembre 1972, les autorités annoncèrent un nouveau train de mesures anti-inflationnistes comprenant certaines modifications de la fiscalité directe, l'institution d'une taxe sur les véhicules à moteur et un dispositif de durcissement de la politique monétaire. La Banque du Portugal porta son taux d'escompte de 3¼ à 4%, et la plupart des conditions de banque, tant créditrices que débitrices, furent également relevées. En outre, les coefficients de réserves obligatoires ont été majorés d'un point à compter de janvier 1973. Concurrément, des limites étaient fixées, par rapport aux exigibilités sous forme de dépôts en monnaie nationale, aux encours des banques

dans les divers domaines du crédit à la consommation, du financement des importations et des prêts à court terme aux autres établissements de crédit. Auparavant, le désir d'encourager l'épargne avait motivé le lancement d'une formule de contrats assurant une rémunération élevée aux dépôts qui seraient constitués aux fins, soit d'acquisition ou de construction d'un logement, soit d'achat de valeurs mobilières portugaises, à revenu fixe ou variable.

Yougoslavie. Du fait des nombreuses mesures restrictives prises en 1971, le rythme d'expansion de la demande s'est modéré au cours de l'année suivante. Les dépenses de l'ensemble des agents économiques ont augmenté de 5% à prix constants, le taux de progression n'ayant pas dépassé 3% pour les investissements en capital fixe. En revanche, et grâce aux dévaluations du dinar intervenues successivement en janvier et décembre 1971 ainsi qu'aux dispositions sélectives adoptées en vue de restreindre les importations et de favoriser les exportations, la balance des transactions courantes, fortement déficitaire en 1971, a dégagé un excédent confortable en 1972. L'effet cumulé de ces divers facteurs a été une croissance de 6% du revenu national en termes réels, contre 8,5% en 1971.

Une fois encore, cependant, on a enregistré une forte poussée des prix. Au cours de la période de douze mois ayant pris fin en décembre 1972, le coût de la vie a monté de 17% après avoir déjà progressé de 18% l'année précédente. Pour le seul poste des denrées alimentaires, la hausse a atteint 20%. Le principe du blocage subsistait, certes, mais il fallait bien ajuster les prix en fonction de l'évolution des coûts.

La masse monétaire s'est gonflée de 36% durant les douze mois qui se sont écoulés jusqu'à novembre 1972, contre 15% l'année précédente. Cette accélération tient, au premier chef, au renversement de la position extérieure nette du pays, les opérations en devises s'étant soldées, non plus par des sorties assez importantes comme en 1971, mais par des entrées de fonds d'une ampleur notable. Le volume du crédit bancaire, par contre, ne s'est accru que de 15%, soit un peu moins que l'an dernier. Il faut y voir dans une certaine mesure l'effet de la politique restrictive adoptée à partir du printemps, époque où il apparut que la création de liquidités par le canal de la balance des paiements prenait des proportions considérables. A ce titre les coefficients de réserves obligatoires furent relevés, le contrôle des banques se fit plus strict et une limite fut imposée, en septembre, à l'expansion du crédit bancaire jusqu'à la fin de l'année. En outre, le recours au crédit extérieur sous la plupart de ses formes fut assujéti au versement à la Banque Nationale, en compte non rémunéré, d'une fraction déterminée — pouvant atteindre 40% — de la contre-valeur des emprunts obtenus; en décembre, d'ailleurs, les taux furent relevés, avec fixation du pourcentage maximum à 75%.

L'inflation ne donnant guère de signes d'atténuation, de nouvelles mesures furent prises à la fin de 1972 et au début de 1973. Les plus efficaces, sans doute, sont celles qui ont touché le domaine des salaires. Les rémunérations des personnes employées dans le secteur des services furent bloquées jusqu'au 30 juin 1973; les gains acquis par le personnel dans les entreprises incapables, par défaut de liquidité, de faire face à leurs échéances furent amputés d'une fraction allant jusqu'à 10%, cependant que les traitements des fonctionnaires du gouvernement fédéral étaient réduits

du même pourcentage. De plus, une taxe temporaire de 4% fut instituée sur certaines importations, et des décisions intervinrent pour freiner les investissements non productifs et les ventes à tempérament. Par ailleurs, plusieurs républiques frappèrent l'achat de catégories déterminées de produits de consommation d'un impôt dit de stabilisation, auquel furent assujettis également les titulaires de revenus élevés. A la mi-février enfin, quand survint une nouvelle dévaluation du dinar, qui amputait de 10% la valeur de la monnaie nationale, à la suite de l'abaissement de la parité-or du dollar, les autorités s'efforcèrent à nouveau de bloquer les prix de la plupart des biens et des services au niveau cette fois de fin décembre 1972. En mai, ce blocage prit fin avec l'accord intervenu entre le gouvernement central et les différentes républiques pour limiter à 15% la hausse du coût de la vie en 1973.

Le problème de l'inflation n'a rien perdu de son acuité en ce printemps de 1973. En raison, toutefois, des mesures visant les salaires qui ont été décrites ci-dessus, il semble qu'on puisse voir se poursuivre le ralentissement observé l'an passé dans la progression des revenus des particuliers, le taux annuel de celle-ci ayant fléchi de 30% au premier trimestre de 1972 à 18% pour le dernier. Pour ce qui concerne la question lancinante du «défaut de liquidité» des entreprises, les pouvoirs publics mettent en application un système de recouvrement obligatoire des créances que les firmes détiennent les unes sur les autres, l'objectif étant de parvenir à une meilleure utilisation des ressources.

En mai 1973, une nouvelle étape a été franchie sur la voie de la convertibilité du dinar avec l'ouverture d'un marché des changes restreint. Les banques satisfaisant à certains critères sont désormais admises à négocier entre elles les avoirs en monnaies convertibles les plus importantes; ainsi elles ne sont plus tenues de traiter exclusivement avec la Banque Nationale.

Australie. En dépit de l'assouplissement de la politique budgétaire et monétaire à partir des derniers mois de 1971, le produit national brut n'a marqué qu'une très faible progression pendant la majeure partie de 1972, tandis que le chômage est monté en flèche. La consommation des ménages est demeurée hésitante et les dépenses d'investissements productifs, qui s'étaient vivement développées dans la construction et l'industrie minière, ont marqué un recul. L'expansion s'est néanmoins poursuivie dans le secteur des exportations et du logement; vers la fin de l'année, d'ailleurs, sous l'effet d'une politique plus stimulante, la consommation a commencé de se ranimer.

La balance des opérations courantes a enregistré un excédent de \$A 350 millions l'an passé, contre un déficit de \$A 800 millions en 1971. De surcroît, et en dépit de l'assouplissement de la politique monétaire et de l'adoption de mesures de contrôle des changes en septembre 1972, les entrées nettes de capitaux se sont poursuivies au même rythme élevé qu'en 1971, s'établissant à près de \$A 2 milliards pour l'ensemble de l'année. De ce fait, après avoir doublé en 1971 pour atteindre \$E.U. 3,3 milliards, les avoirs officiels en or et en devises ont fait, l'année-dernière, un nouveau bond qui les a portés à \$E.U. 6,1 milliards. Le revirement de la balance des transactions courantes est attribuable en partie à la faiblesse conjoncturelle des importations

et à la hausse des prix des matières premières à l'exportation. Il est vrai que non seulement les déficits des exercices 1970 et 1971 avaient été peu élevés par rapport aux niveaux antérieurs, mais qu'en outre le réajustement monétaire de décembre 1971 s'était traduit, pour le dollar australien, par une dévaluation effective vis-à-vis de l'ensemble des devises. C'est dans ce contexte général que s'inscrivent sa réévaluation, en décembre 1972, de 7,05% par rapport aux autres monnaies et le maintien de sa parité lors de la dévaluation du dollar E.U. en février 1973. A cet égard, il convient de garder présente à l'esprit l'appréciation relative du yen, la part du Japon dans le commerce extérieur de l'Australie ayant marqué une progression très rapide au cours de ces dernières années.

Les diverses mesures d'incitation prises en cours d'année dans le cadre du budget comportent notamment le relèvement des subventions aux Etats pour l'exécution des programmes de travaux publics, l'octroi d'un crédit d'impôt de 20% pour les investissements dans les industries de transformation, une réduction de 2,5% de la majoration appliquée à l'impôt sur le revenu des personnes physiques, ainsi qu'une augmentation des prestations de sécurité sociale. Sous l'effet, en grande partie, de ces mesures, l'excédent des comptes financiers de l'Etat fédéral pour l'exercice se terminant en juin 1972, initialement estimé à \$A 630 millions, soit près de 2% du produit national brut, n'a atteint que \$A 390 millions. En outre, le projet de budget pour 1972-73 présenté en août, qui a prévu un relèvement substantiel des pensions, l'octroi de subventions à l'industrie et des versements aux Etats ainsi qu'une réduction moyenne de 10% de l'impôt sur le revenu des personnes physiques, table sur un léger déficit du Trésor en 1972-1973.

Par suite des achats officiels de devises et de l'apparition d'un déficit dans le budget fédéral, les actifs liquides de l'économie se sont fortement gonflés et les taux d'intérêt ont amorcé un mouvement de baisse progressive. La masse monétaire, entendue au sens large du terme, s'est accrue de près de 20%, contre 9% seulement en 1971, sous l'effet d'une préférence plus marquée pour la liquidité. Le crédit bancaire au secteur privé, dont la distribution s'est accélérée à partir du milieu de l'année, a progressé de 16%, mais les banques ont été également en mesure de renforcer leurs actifs liquides ainsi que leur portefeuille de fonds d'Etat, le total de ces deux postes, exprimé en pourcentage des dépôts, étant passé de 34,4 à 38%.

Le début de l'année 1973 a vu l'extension rapide de la reprise de l'activité et une baisse du chômage. Alors que les tensions inflationnistes s'étaient quelque peu atténuées en 1972, avec une hausse de 4,5% des prix à la consommation et une progression moyenne de 9% des salaires, on a observé plus récemment une accélération du mouvement ascendant. De janvier à mars, la balance des transactions courantes est demeurée excédentaire. En revanche, et par suite notamment du renforcement du contrôle des changes - en particulier, la réglementation des emprunts à l'étranger instaurée en septembre a été progressivement durcie en décembre et en février - on a enregistré d'importantes sorties nettes de capitaux pendant les semaines ayant suivi la dévaluation du dollar E.U., de sorte que la balance générale des paiements est devenue déficitaire. Devant l'apparition de pressions sur la demande, les autorités ont laissé se resserrer les conditions d'accès au crédit interne et relevé de 6,6 à 7,6%, en avril, le coefficient des réserves obligatoires des banques.

Afrique du Sud. La politique restrictive mise en œuvre antérieurement pour enrayer le développement excessif de la demande, ainsi que la dévaluation du rand en décembre 1971, ont permis d'obtenir, l'an dernier, une amélioration sensible de la situation du compte extérieur du pays. Les autorités ont également réussi à ralentir l'expansion des dépenses publiques et à faire porter davantage les efforts sur les investissements dans le domaine des infrastructures. La croissance de la consommation des ménages a continué de s'affaiblir, tandis que les dépenses du secteur privé en capital fixe ont marqué le pas et que le niveau des stocks a baissé après une période de reconstitution ayant duré trois années. De ce fait, le taux global de croissance a été décevant. Certes, les prix à la consommation ont augmenté de 7,4% pendant l'année, mais le fait tient en grande partie à la dévaluation du rand et au renchérissement des denrées alimentaires.

Stimulées à la fois par la montée des prix sur les marchés étrangers et par l'abaissement du taux de change, les exportations de marchandises ont progressé de 36% en valeur l'an dernier, tandis que la vive hausse des prix des produits importés a été largement compensée par la contraction du volume des achats à l'étranger. En outre, par suite de l'accroissement de R 240 millions de la valeur de la production d'or sur le marché, le déficit de la balance des paiements courants est tombé d'environ R 1.000 millions en 1971 à R 100 millions seulement l'année dernière. Bien qu'en recul par rapport au chiffre très élevé noté en 1971, les entrées nettes de capitaux sont intervenues pour R 500 millions dans l'accroissement des réserves officielles de change, qui sont passées de \$E.U. 711 millions à \$E.U. 1.290 millions. Comme ces réserves ont continué d'augmenter dans les premiers mois de 1973, la quasi-totalité des pertes enregistrées depuis le début de 1969 a été récupérée. C'est en considération de ces éléments que la réglementation des importations instaurée en novembre 1971 a été assouplie en juillet 1972.

Le projet de loi de finances pour 1972-73 renferme un certain nombre de mesures modérément expansionnistes et notamment des incitations de caractère fiscal aux exportations et aux investissements industriels, ainsi qu'un assouplissement du contrôle de la construction et de la réglementation du crédit à la consommation. Les autres dispositions comportent un abaissement sélectif de la taxe sur le chiffre d'affaires, des aménagements de l'impôt sur le revenu des personnes physiques et une diminution du prélèvement exceptionnel, remboursable, sur les dividendes touchés par les entreprises. Cependant, pour parer au risque d'inflation, le projet de budget prévoit un ralentissement de la croissance des dépenses et une réduction des besoins globaux d'emprunt, mesures auxquelles s'ajoute un programme d'action gouvernemental visant à un assouplissement de la position officielle en matière de contrôle de la main-d'œuvre et des importations. Vers la fin de l'année, il fut décidé une nouvelle fois de rendre encore plus libérale la réglementation des ventes à tempérament, d'abaisser les taux des taxes sur le chiffre d'affaires et de rembourser plus tôt que prévu le produit, qui avait été bloqué, de la surtaxe prélevée en 1966 sur les revenus.

Pour l'année civile 1972, le déficit global du budget de l'Etat s'est établi à R 750 millions, contre R 845 millions en 1971, une proportion plus importante en ayant été financée à l'aide de ressources non monétaires. L'excédent des comptes

extérieurs a toutefois entraîné un gonflement de la liquidité de l'économie, et les taux d'intérêt à court terme se sont inscrits progressivement en baisse. L'abaissement de 6,5 à 6% du taux d'escompte en août a été suivi d'une réduction générale des conditions débitrices et créditrices des banques. Par ailleurs, les plafonds fixés aux encours de crédit, qui étaient demeurés inchangés pendant longtemps, ont été relevés à deux reprises, en avril et en septembre, puis abolis en novembre et remplacés alors par un système de coefficients de trésorerie et de liquidité. Si cette réforme revêt essentiellement un caractère structurel, les nouveaux ratios ont été choisis de façon à laisser aux banques d'amples liquidités.

La masse monétaire, suivant la définition large, s'est accrue d'environ 19%, contre 7% seulement en 1971, les dépôts bancaires à long terme ayant progressé de près de 50%. Bien que la cadence de distribution du crédit ait été plus rapide vers la fin de l'année, les concours bancaires au secteur privé n'ont augmenté que d'un peu moins de 12% en 1972, ce qui a permis aux banques de reconstituer leurs actifs liquides.

Si l'on a pu observer, au début de 1973, quelques signes de reprise de l'activité, la marge de capacités productives inutilisées est demeurée considérable. Le projet de budget pour l'exercice se terminant en mars 1974 prévoit une accélération des dépenses publiques, du fait principalement d'un relèvement des traitements des fonctionnaires et des pensions. D'autres mesures, à effet légèrement expansionniste, ont été prises: subventions et dégrèvements fiscaux en faveur des exportations et des investissements industriels, réduction sélective des taxes sur le chiffre d'affaires, abolition du prélèvement sur les dividendes touchés par les sociétés et diminution de la majoration appliquée à l'impôt sur les revenus des personnes physiques dans les tranches élevées du barème. L'abaissement du taux d'escompte à 5,5% en mars a été suivi d'un adoucissement des conditions débitrices des banques. Les taux créditeurs, en revanche, ont été maintenus au même niveau, et il a été décidé, en vue d'encourager l'épargne, de rémunérer désormais à un taux plus élevé les dépôts à échéance de plus de deux ans.

Europe de l'Est. En Union Soviétique, le ralentissement de la croissance économique, dont le rythme est revenu de 9 et 6% pour les deux années précédentes à 4% en 1972, s'explique principalement par un fléchissement de la production agricole imputable à des conditions météorologiques défavorables. Si toutes les cultures ont souffert — et, par contrecoup, la production de viande également — c'est la faiblesse de la récolte de céréales qui a eu les conséquences les plus fâcheuses, car il n'a pu être remédié à la pénurie qu'à l'aide d'importations massives. L'expansion de la production industrielle a continué de perdre de la vitesse pour la seconde année de suite, et ses résultats sont restés légèrement inférieurs l'an dernier à l'objectif fixé, principalement à cause de l'insuffisance de la production de biens de consommation. Au nombre des raisons de cette décélération, on peut citer l'hiver rigoureux, qui a entravé l'activité de la construction, et une progression relativement faible des investissements industriels en 1971. Il faut y ajouter la baisse du taux de croissance de la productivité, qui a fléchi d'environ 7% en 1970 à 5,2% en 1972, le fait s'expliquant par la prépondérance donnée, en matière d'investissements, aux extensions de capacité sur les mesures de rationalisation de la production ou de remplacement de matériel

périmé, ainsi qu'à la modicité des progrès réalisés sur la voie d'une meilleure utilisation des matières premières. L'accroissement global des investissements en capital fixe a été de 6,6%, contre 7,3% en 1971 et 11,5% en 1970, alors que, dans le seul secteur industriel, l'expansion des investissements a atteint 16%. Les revenus salariaux des ménages ont augmenté dans la même proportion qu'en 1971 (6,2%), mais la progression de l'ensemble des revenus nominaux a fléchi de 7,2 à 6,8%. Les prix sont restés, en général, relativement stables et la consommation a augmenté en volume d'environ 4%, contre 5,2% en 1971. Pour 1973, le plan prévoit que le taux de croissance global devrait se relever, avec le redressement de la production agricole. Dans l'industrie, l'objectif fixé pour cette année est de 5,8% (alors que le taux effectivement enregistré en 1972 a été de 6,5%) avec une importance relativement plus grande donnée aux biens d'équipement.

En République démocratique allemande, la croissance économique s'est accélérée en 1972 après une période de ralentissement d'un an. Il semblerait, d'après des données encore incomplètes, que ce revirement soit dû en partie à la reprise de la production agricole après trois ans de mauvaises récoltes. Dans l'industrie, malgré une pénurie persistante de main-d'œuvre, l'activité a également progressé à une cadence plus rapide que l'année précédente, surtout grâce à un meilleur équilibre entre la fourniture d'énergie et celle de matières premières, et à une amélioration de 5,5% de la productivité. L'extension des capacités de production a joué un rôle plus limité qu'à l'accoutumée en raison de la stagnation des investissements en 1971. Une reprise s'est manifestée dans ce domaine en 1972, mais la cadence d'augmentation (3%) est demeurée faible par rapport aux résultats des années antérieures. La progression de la production de biens de consommation s'est apparemment accélérée sous l'effet des mesures d'encouragement officielles. Les relèvements de salaires, les améliorations dans le domaine des transferts de caractère social et l'accroissement du volume des ventes dans l'agriculture ont déterminé une hausse de 5 à 6% des revenus des ménages en valeur nominale; les revenus en termes réels ont augmenté à peu près dans les mêmes proportions du fait de la stabilité des prix. La consommation des particuliers

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

Pays	Production brute						Revenu national «produit» ¹	
	Industrie		Agriculture		Construction		1971	1972
	1971	1972	1971	1972	1971	1972		
augmentations annuelles en termes réels, en pourcentage								
Bulgarie	9,5	8,3	3,0	4,8	5,9		7,0	7,0 ²
Hongrie	7,0	5,6	9,2	4,0	7,0	1,0	6,5	5,0 ²
Pologne	8,3	10,8	3,7	8,1	8,0	14,4 ²	8,2	9,0 ²
République démocratique allemande	5,6	6,3	-0,9		5,3	4,3 ²	4,5	5,4
Roumanie	11,7	11,7	18,4	9,0	9,3	7,5	12,8	10,0
Tchécoslovaquie	6,9	6,4	3,2	3,6	9,7	9,4	5,2	5,7
U.R.S.S.	7,7	6,5	1,1	-5,0 ²	8,8	9,0	6,0 ²	4,0 ²

¹ Produit «matériel» net.

² Estimation.

Source: Nations Unies, Commission Economique pour l'Europe, *Etude sur la situation économique de l'Europe en 1972*.

s'est, de même, accrue de 6%, soit sensiblement plus que les années précédentes, tandis que les ventes de marchandises autres que les denrées alimentaires ont progressé de près de 9%. Dans l'ensemble, par conséquent, les résultats effectifs ont été conformes à l'objectif d'élévation du niveau de vie que les autorités s'étaient fixé. On retrouve la même préoccupation dans le plan pour 1973, qui prévoit pour la première fois une expansion plus forte de la production dans le secteur des biens de consommation (7,1%) que dans celui des biens d'équipement (4,9%). Les objectifs globaux de 1973 sont fixés légèrement au-dessus des résultats obtenus en 1972.

En *Pologne*, l'économie a enregistré une croissance substantielle en 1972, sous l'influence combinée de bonnes récoltes, d'une ample capacité de production et d'une demande finale soutenue. La production industrielle a bénéficié de la reprise des investissements en 1971, d'une meilleure utilisation des installations existantes et d'une augmentation d'environ 4½% des effectifs de la main-d'œuvre par suite d'un assouplissement de la réglementation de l'emploi. De plus, la productivité dans l'industrie s'est de nouveau améliorée sensiblement, avec un gain de 6%. Conformément aux objectifs poursuivis par les autorités, la production de biens de consommation s'est développée plus rapidement que celle des biens d'équipement, le taux de progression ayant atteint 11% en 1972, contre 8% en 1971 et 6,5% en moyenne entre 1965 et 1970. En même temps, les investissements en capital fixe ont fait un bond de 21,5%, après avoir augmenté de 7,7% en 1971. A cause de l'augmentation des revenus provenant de la production agricole, mais en raison également de la politique générale en matière de répartition, les revenus de la population ont enregistré une hausse de 15% en valeur nominale. Les ventes au détail se sont accrues de 12,6%. Il apparaît donc — puisque, du fait du blocage, les prix sont restés stables — que le niveau de vie s'est sensiblement amélioré. Par ailleurs, la demande émanant à la fois de la consommation et des investissements a exercé une pression telle que les possibilités de la production se sont trouvées dépassées et qu'il a fallu accroître fortement les importations, qui ont été financées en partie par recours aux euro-marchés. Cette année, des entreprises pilotes sont en cours de constitution à titre expérimental; leurs directeurs locaux auront une plus grande responsabilité en matière d'investissements et de main-d'œuvre, et les salaires pourront être liés aux résultats de l'exploitation. Le plan prévoit pour 1973 des objectifs de croissance globale supérieurs à ceux de 1972, mais inférieurs aux résultats effectifs de l'an dernier, l'accent étant mis de nouveau sur la production de biens de consommation.

En *Tchécoslovaquie*, la production agricole a fait de nouveaux progrès l'an dernier, et de nouvelles mesures ont été prises dans ce secteur en vue d'étendre le système d'exploitation collective et de centraliser la gestion. Dans l'industrie, en revanche, le rythme de croissance a continué de fléchir. Les principaux problèmes qui continuent de se poser aux autorités sont la pénurie de ressources énergétiques, l'utilisation insuffisante du capital fixe et le manque de main-d'œuvre. Le gouvernement s'est spécialement attaché à l'amélioration de la productivité industrielle, qui a augmenté, une fois de plus, dans une proportion très importante (5,8%). Les efforts visant à rationaliser l'utilisation du matériel n'ont guère été couronnés de succès. La cadence d'expansion du volume global des investissements, qui s'était ralentie après avoir atteint son point le plus élevé en 1969, a marqué une reprise l'an dernier

en passant à 8,3%. La hausse des salaires (5%) a été inférieure à l'accroissement de la productivité, la différence ayant permis de donner une plus grande ampleur aux transferts sociaux. Si la progression de l'ensemble de leurs revenus nominaux a été de 5,8%, le taux de développement de la consommation des particuliers n'a été que faiblement inférieur à ce chiffre. Les prix à la consommation, bloqués depuis 1970, ont marqué une légère baisse, tandis que l'offre de biens à ce même stade, bien que supérieure au niveau enregistré précédemment, a été quelque peu inadaptée à l'évolution de la demande. Devant la pleine utilisation des ressources productives, le plan pour 1973 vise à maintenir à peu près les mêmes taux de croissance qu'en 1972 et à accorder une plus grande importance à la production de biens d'équipement.

En *Hongrie*, les autorités ont renforcé le dispositif de restriction du crédit et le contrôle des importations vers la fin de l'année 1971 et au début de 1972, à la suite de la vive progression des investissements et du volume des importations. L'objectif était de plafonner les dépenses d'équipement à un niveau élevé et, d'une façon plus générale, de favoriser les réformes de structure plutôt que l'expansion. De ce fait, les investissements en capital fixe ont diminué de 2%, la demande s'étant tassée durant l'année tant dans le domaine des installations et de l'équipement que dans celui de la construction. Si le niveau de l'emploi a légèrement baissé dans l'industrie, la productivité s'est améliorée de 6,5%, soit presque au même rythme que l'année d'avant. Pour le revenu réel par habitant comme pour les ventes au détail, la progression (3 à 3,5%) a été inférieure à celle de l'année précédente. La hausse des prix de détail — 3% seulement en moyenne, mais sensiblement plus dans le cas de certains produits essentiels — a suscité quelques inquiétudes au même titre que les écarts grandissants entre les différentes catégories de revenus. C'est pourquoi les autorités ont décidé de bloquer les prix de certaines denrées alimentaires de base et d'appliquer un système sélectif en matière de relèvement des salaires, prestations sociales et taux d'imposition en vue d'égaliser les disparités de revenus. D'une façon générale, le contrôle de l'Etat sera renforcé et la planification centralisée prendra une plus grande importance. En vue de promouvoir la coopération avec les autres pays, une nouvelle réglementation a été adoptée en ce qui concerne la constitution de sociétés mixtes avec participation d'entreprises étrangères. Si le plan pour 1973 prévoit un léger ralentissement de la croissance économique, il table également sur une reprise de 3% des investissements.

Du fait des récoltes exceptionnelles obtenues en 1971, l'accroissement de la production agricole en *Roumanie* s'est ralenti l'année dernière. L'expansion de la production industrielle, en revanche, s'est poursuivie à un rythme aussi rapide que l'année précédente. Les dépenses d'investissement en capital fixe ont de nouveau marqué une progression importante (10,5%) malgré le recul noté dans le programme de la production de matériaux de construction. Celle de biens de consommation s'est accrue à un rythme plus lent, l'offre de certains produits et en particulier de denrées alimentaires demeurant insuffisante. Etant donné que certaines de ces lacunes tenaient à des difficultés dans le domaine de la distribution, différentes mesures ont été prises en vue d'améliorer l'efficacité du réseau commercial. Le chiffre d'affaires du commerce de détail a progressé de 6,3% en 1972, soit un taux légèrement inférieur à celui de la hausse des revenus nominaux des ménages (7,5%). En décembre 1972, la Roumanie

a été le premier membre du Comecon à adhérer au F.M.I. et à la B.I.R.D. Sa quote-part au Fonds a été fixée à D.T.S. 190 millions. A l'effet de promouvoir la coopération avec les autres pays, le programme de constitution de sociétés mixtes, groupant des entreprises roumaines et étrangères, a reçu une nouvelle impulsion par la publication de la réglementation appropriée. Le plan pour 1973 fixe comme objectif le maintien de la croissance du produit matériel net à un taux proche de 10%, la cadence de progression du produit industriel brut devant passer de 11,7%, chiffre effectif, en 1972 à 14,7% l'année suivante.

En *Bulgarie*, le revenu national a augmenté de 7% pour la troisième année de suite. Le résultat ainsi obtenu en 1972 est dû à l'amélioration de la production agricole et ce, en dépit de conditions météorologiques moins favorables. Dans le secteur industriel, la croissance s'est légèrement ralentie, tout en se maintenant d'une façon générale à un niveau relativement élevé. Le fléchissement effectif des investissements en 1971 et les déséquilibres provoqués par l'industrialisation accélérée expliquent pour une large part la décélération ainsi notée l'an dernier. On a également observé une pénurie croissante de main-d'œuvre ainsi qu'une grande mobilité des travailleurs. Pour surmonter certaines de ces difficultés, les autorités ont resserré le contrôle des entreprises et relevé sensiblement le montant des salaires et des avantages liés à l'amélioration du rendement. En outre, la production de biens de consommation est encouragée dans le cadre des objectifs du plan pour 1973. La productivité de l'industrie s'est accrue de 5,9%. Dans l'ensemble de l'économie, les salaires en termes réels ont progressé en 1972 de près de 2,5% en moyenne – les prix de détail ayant été stables – tandis que le revenu réel total par habitant a augmenté de 4%, soit à un rythme inférieur à celui des années passées. Aussi la marge de ressources disponibles pour le développement des investissements s'est-elle élargie, ceux-ci s'étant accrus d'environ 11%. Le plan pour 1973 table sur un accroissement approximatif de 8% du revenu national.

III. ÉCHANGES ET PAIEMENTS INTERNATIONAUX.

Parallèlement à la reprise de l'activité économique, l'expansion du commerce mondial s'est accélérée en 1972 après s'être ralentie en 1971. Le total des transactions s'est ainsi élevé à \$374 milliards, de sorte qu'on approche maintenant de \$100 milliards par trimestre, chiffre qui donne une idée de l'ampleur des fluctuations qui peuvent se produire aujourd'hui dans les paiements internationaux sous l'effet de décalages dans les règlements. A titre de comparaison, le volume moyen du commerce international au début des années soixante représentait environ un tiers de son montant actuel.

Le taux de progression en valeur a atteint l'an dernier près de 17%, dépassant de quelque 5 points celui de l'année précédente. Cette rapidité accrue de la croissance des échanges est attribuable principalement à l'augmentation de leur volume, celui-ci ayant progressé de 10% au lieu de 5¾% l'année d'avant. La valeur unitaire

Commerce international.¹

Zones	Exportations (f.o.b.)		Importations (c.a.f.)		Taux d'accroissement des			
					exportations		importations	
	1971	1972	1971	1972	1971	1972	1971	1972
	en milliards de dollars E.U.				en pourcentage			
Zones développées								
Europe occidentale ²								
C.E.E.	100,9	123,0	99,1	117,3	14,0	22,0	12,0	18,5
A.E.L.E.	47,9	55,2	55,2	64,1	12,0	15,0	9,0	16,0
Autres pays ³	6,7	8,5	12,2	14,6	17,5	26,5	9,0	18,5
Total	155,5	186,7	166,5	196,0	13,5	20,0	11,0	17,5
Etats-Unis	43,5	49,0	48,3	58,9	2,0	12,5	14,0	22,0
Canada	17,6	20,1	16,8	20,5	9,0	14,0	16,0	22,0
Japon	24,0	28,7	19,7	23,5	24,5	19,0	4,5	19,0
Autres pays ⁴	9,4	11,6	12,2	12,0	9,0	24,0	10,0	- 1,5
Total ⁵	250,4	296,5	263,5	310,4	12,0	18,5	11,0	18,0
(Indice en volume 1970 = 100)	(106,3)	(115,9)	(105,8)	(115,7)	(6,5)	(9,0)	(6,0)	(9,5)
Autres zones								
(Indice en volume 1970 = 100)	61,5	69,8	62,9	71,1	12,0	13,5	12,0	13,0
(Indice en volume 1970 = 100)	(104,4)	(118,1)	(107,7)	(120,0)	(4,5)	(13,0)	(7,5)	(11,5)
Total général	311,9	366,3	326,4	381,5	12,0	17,5	11,5	17,0
(Indice en volume 1970 = 100)	(105,5)	(115,8)	(106,0)	(116,4)	(5,5)	(10,0)	(6,0)	(10,0)

¹ Représente en gros 90% du total du commerce mondial, 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. ² Zones économiques, à fin décembre 1972. ³ Espagne, Grèce, Irlande, Malte, Yougoslavie. ⁴ Afrique du Sud, Australie, Israël, Nouvelle-Zélande. ⁵ Le total peut ne pas correspondre à la somme des chiffres partiels, l'ajustement ayant été fait pour les régions, mais non pour les pays.

des marchandises faisant l'objet d'échanges internationaux a monté de près de 6½%, soit 1½ point de plus qu'en 1971. L'évolution des prix, influencée surtout dans un premier temps par la dévaluation du dollar de 1971, a reflété dans des proportions croissantes le renchérissement prononcé des produits de base à un moment où l'expansion de l'activité économique mondiale, et par conséquent celle du commerce mondial, prenaient de la vigueur. En fait, si l'on tient compte des répercussions sur les prix de la dépréciation du dollar – dont la valeur a été amputée effectivement de 9% entre le milieu de l'année 1970 et fin juin 1972 – la hausse globale de 12% accusée pendant les deux dernières années par les prix mondiaux, exprimés en monnaie américaine, des produits échangés n'est pas à proprement parler surprenante. La seconde dévaluation du dollar au début de 1973, combinée avec la persistance du climat inflationniste, ne fera d'ailleurs qu'accélérer le mouvement.

En valeur, le commerce des pays développés a augmenté de 18% l'an passé, tandis que celui des pays en voie de développement a marqué une progression de 13%. En volume, en revanche, la situation est inverse puisque les prix des exportations et des importations des pays en voie de développement n'ont subi en moyenne que de faibles modifications en termes de dollars.

Le courant d'importations s'est accéléré dans les pays industriels, à l'exception principalement de l'Australie et de l'Afrique du Sud dont les achats à l'étranger ont, en fait, diminué à cause de la stagnation prolongée de l'économie interne. La performance du Japon à cet égard est particulièrement remarquable puisque le taux d'accroissement est passé de 4½% en 1971 à 19% l'an passé. En Europe, les zones de l'A.E.L.E. et de la C.E.E. ont enregistré toutes deux une expansion prononcée des importations par rapport à 1971: de 9 à 16% et de 12 à 18½% respectivement. Parmi les

Progression des exportations des principales zones industrielles.¹

Origine	Années	Destination						Total
		C.E.E.	A.E.L.E.	Amérique du Nord ²	Japon	Autres pays développés ³	Autres zones	
<i>en pourcentage par rapport à l'année précédente, sur la base des valeurs en dollars</i>								
C.E.E.	1970	18,5	17,0	10,5	33,0	17,5	13,5	17,0
	1971	15,0	12,5	18,0	— 4,5	11,0	12,5	14,0
	1972	22,5	25,5	17,0	24,5	23,0	15,5	22,0
A.E.L.E.	1970	15,0	19,5	3,0	14,5	11,0	8,5	13,0
	1971	8,5	11,5	16,5	6,5	11,5	15,5	12,0
	1972	17,5	20,0	18,0	20,0	7,5	8,5	15,0
Amérique du Nord . .	1970	23,5	18,5	3,5	33,0	22,0	16,5	14,5
	1971	— 1,0	— 5,0	14,5	— 10,5	5,0	2,5	4,0
	1972	5,0	6,5	18,0	22,0	12,5	10,0	13,0
Japon	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
	1972	34,5	42,5	19,0	—	18,0	13,5	19,0

¹ Zones économiques, à fin décembre 1972. ² A l'exclusion du Mexique. ³ Cette zone comprend les pays mentionnés dans les notes 3 et 4 du tableau de la page 104 et les pays à économie planifiée.

pays de l'A.E.L.E., l'accélération a été particulièrement forte pour l'Autriche, le Royaume-Uni et la Suisse, tandis que, dans la C.E.E., la France et l'Italie ont connu une progression exceptionnelle. Chez les pays européens autres que les membres de la C.E.E. ou de l'A.E.L.E., la poussée des importations a été surtout le fait de l'Espagne. Au Canada comme aux Etats-Unis, enfin, les achats à l'étranger se sont développés de 22%, sous l'impulsion de la reprise de l'économie interne.

Du côté des exportations, l'expansion la plus forte - 22% - a été enregistrée par la C.E.E. dont tous les membres ont accusé un taux d'accroissement élevé. Les ventes de l'A.E.L.E. se sont également intensifiées, mais la médiocrité des résultats de la Grande-Bretagne a ralenti quelque peu la progression d'ensemble de la zone. Le taux d'accroissement des exportations japonaises a baissé de 24½ à 19% d'une année à l'autre, la décélération des ventes à l'Amérique du Nord ayant été compensée en partie par un développement des expéditions vers l'Europe. Les exportations des pays d'Amérique du Nord se sont accélérées, leur expansion globale passant de 4% en 1971 à 13% l'année dernière. Les livraisons des Etats-Unis au Japon ont connu un vif essor avec un taux d'augmentation de 22%, contre une baisse de 13% en 1971.

Balances des paiements.

L'année 1972 s'est écoulée sans apporter vraiment l'assurance que le processus d'ajustement des transactions courantes s'amorçait, notamment dans le domaine commercial. Il avait été admis, après l'Accord de Washington, que l'incidence défavorable de celui-ci sur les termes de l'échange l'emporterait, à court terme, sur l'effet d'équilibrage du volume des opérations et ce, tant dans les pays ayant dévalué leur monnaie que dans ceux qui l'avaient réévaluée. Vers la fin de l'année pourtant, le volume des échanges ne réagissait encore guère, sinon pas du tout, à la nouvelle structure des prix relatifs. Ainsi, l'excédent de la balance commerciale s'est accru au Japon et en Allemagne fédérale, alors que le déficit s'élargissait sensiblement aux Etats-Unis. Cette évolution ébranla la confiance dans la viabilité du réalignement de parités réalisé à Washington et accrut sa vulnérabilité à une nouvelle crise. Dès l'automne, la question était de savoir non pas si celle-ci se produirait, mais quand la chose se ferait.

Les résultats enregistrés en 1972 par les principales zones industrielles en matière de balance des paiements révèlent une situation extrêmement déséquilibrée. En ce qui concerne les échanges commerciaux, le principal changement intervenu l'an dernier a été l'aggravation de plus de \$4 milliards du déficit des Etats-Unis. La balance du Royaume-Uni a également accusé une forte détérioration, l'écart entre l'excédent enregistré l'année précédente et le déficit de 1972 ayant atteint \$2,5 milliards; ce renversement explique d'ailleurs pour l'essentiel l'augmentation de \$1,8 milliard du solde négatif de l'A.E.L.E. Au Canada, le surplus s'est contracté de près de \$0,9 milliard. Celui de la C.E.E., en revanche, s'est accru de \$3 milliards, surtout à cause de l'évolution des balances de l'Allemagne fédérale et des Pays-Bas. Quant au Japon, son excédent commercial a atteint \$9 milliards, soit \$1,2 milliard de plus qu'en 1971. Au total, le solde positif des échanges des principaux pays industriels a diminué de \$2,6 milliards en 1972, revenant à \$8,3 milliards.

Si les variations des balances commerciales des pays industriels se sont compensées dans une certaine mesure, la détérioration a été à peu près générale pour leurs balances des transactions invisibles. Le déficit des Etats-Unis s'est aggravé de \$1,1 milliard, celui du Canada et du Japon de \$0,1 milliard et \$0,3 milliard respectivement. L'augmentation des décaissements nets de l'Allemagne fédérale et de la France a provoqué une aggravation de \$1,7 milliard de la position de la C.E.E. Seule l'A.E.L.E. a enregistré une amélioration de \$0,5 milliard, imputable principalement à la progression des excédents au titre du tourisme en Autriche, en Suisse et au Portugal. Pour l'ensemble des pays industriels, le surplus des opérations courantes à l'égard du reste du monde a ainsi fortement diminué, fléchissant de \$8 milliards à \$2,7 milliards en 1972.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux, le fait saillant a été la contraction de \$13,2 milliards du déficit des Etats-Unis, qui s'est encore élevé, néanmoins, à \$6,7 milliards en 1972. Les crises survenues en 1971 ayant provoqué dans ce pays des sorties nettes d'une ampleur exceptionnelle, on escomptait quelque peu un reflux d'une certaine importance l'année dernière. Ces prévisions ne se sont pas réalisées, et les sorties nettes ont été supérieures à celles de 1969 et de 1970. Au Canada, la balance des transactions financières est passée du déficit à l'excédent, ce retournement correspondant à une variation de \$1,1 milliard. Les changements ainsi intervenus

Balances des paiements des principales zones industrielles.

Postes	Années	Etats-Unis	Canada	Japon	C.E.E.	A.E.L.E.	Total
		en milliards de dollars E.U.					
Balance commerciale	1970	+ 2,2	+ 3,0	+ 4,0	+ 5,7	- 5,0	+ 9,9
	1971	- 2,7	+ 2,6	+ 7,8	+ 7,9	- 4,7	+ 10,9
	1972	- 6,8	+ 1,7	+ 9,0	+ 10,9	- 6,5	+ 8,3
Services et transferts	1970	- 1,8	- 2,0	- 2,0	- 4,0	+ 5,5	- 4,3
	1971	- 0,1	- 2,2	- 2,0	- 4,9	+ 6,3	- 2,9
	1972	- 1,2	- 2,3	- 2,3	- 6,6	+ 6,8	- 5,6
Balance des paiements courants	1970	+ 0,4	+ 1,0	+ 2,0	+ 1,7	+ 0,5	+ 5,6
	1971	- 2,8	+ 0,4	+ 5,8	+ 3,0	+ 1,6	+ 8,0
	1972	- 8,0	- 0,6	+ 8,7	+ 4,3	+ 0,3	+ 2,7
Mouvements nets de capitaux	1970	- 5,1	+ 0,7	- 0,6	+ 4,3	+ 2,6	+ 1,9
	1971	- 19,9	- 1,0	+ 1,9	+ 3,8	+ 3,7	- 11,5
	1972	- 6,7	+ 0,1	- 2,0	+ 0,4	+ 1,2	- 7,0
Allocations de D.T.S.	1970	+ 0,8	+ 0,1	+ 0,1	+ 0,7	+ 0,5	+ 2,2
	1971	+ 0,7	+ 0,1	+ 0,1	+ 0,6	+ 0,4	+ 1,9
	1972	+ 0,7	+ 0,1	+ 0,1	+ 0,6	+ 0,5	+ 2,0
Balance générale*	1970	- 3,9	+ 1,8	+ 1,5	+ 6,7	+ 3,6	+ 9,7
	1971	- 22,0	- 0,5	+ 7,9	+ 7,4	+ 5,7	- 1,6
	1972	- 14,0	- 0,4	+ 4,8	+ 5,3	+ 2,0	- 2,3

* Egale aux variations des avoirs officiels nets et de la position extérieure nette des banques telles qu'elles sont définies dans le cadre de la «surveillance multilatérale» (c'est-à-dire à l'exclusion des plus-values dégagées par la réévaluation des avoirs officiels nets en or ou en actifs assortis d'une garantie-or et, si possible, de la position extérieure globale nette) sauf dans le cas des Etats-Unis, où cette balance générale représente la balance des liquidités nettes.

dans la position de l'Amérique du Nord ont trouvé une large contrepartie dans les mouvements intéressant les autres zones industrielles. Le solde positif de \$1,9 milliard enregistré par le Japon en 1971 a fait place à une perte de \$2 milliards. Un renversement du même ordre de grandeur a été observé pour la C.E.E., où les recettes nettes - \$3,8 milliards en 1971 - se sont pratiquement tarées; les décaissements nets de l'Italie ont augmenté de \$2 milliards, tandis que la balance de la France et celle des Pays-Bas se sont inversées, à raison de \$1,2 milliard et \$0,9 milliard respectivement, pour devenir déficitaires. L'excédent de l'Allemagne fédérale a progressé en revanche de \$1,2 milliard. Au sein de l'A.E.L.E. également, on a enregistré un recul marqué des entrées nettes de capitaux, qui ont fléchi de \$3,7 milliards en 1971 à \$1,2 milliard l'an dernier, principalement à cause de la baisse de \$2,5 milliards des recettes nettes de la Suisse. Au total, les sorties nettes de capitaux des principales zones industrielles vers le reste du monde ont encore été, en 1972, d'un montant appréciable (\$7 milliards).

Pour la seconde année de suite, la balance générale des paiements de ces mêmes zones industrielles considérées dans leur ensemble, compte tenu des quelque \$2 milliards d'allocations de D.T.S., a été déficitaire. La diminution de \$8 milliards du solde négatif des Etats-Unis a été plus que compensée par la réduction des excédents du Japon, de la C.E.E. et de l'A.E.L.E. réunis, de sorte que le déficit global - \$2,3 milliards - a été supérieur de près de \$0,7 milliard à celui de 1971.

Dans l'exposé ci-après sur l'évolution par pays, les données concernant les principales nations européennes sont exprimées en monnaie nationale. Les balances des paiements de tous les autres pays sont analysées en termes de dollars, mais les références aux échanges de marchandises sont toujours fondées sur des statistiques douanières établies en monnaie nationale, sauf dans le cas de la Grèce et de la Turquie. Les balances générales portent sur les variations des avoirs officiels nets (y compris les allocations de D.T.S.) et des positions extérieures nettes des banques, sauf dans le cas des Etats-Unis, du Royaume-Uni, de la Turquie et de la Yougoslavie; elles n'incluent généralement pas les modifications de valeur subies, à la suite de changements de parité, par les encaisses-or et les avoirs officiels nets assortis d'une garantie-or. Dans la mesure du possible, les autres modifications de valeur affectant les positions officielles et celles des banques, et par conséquent les balances générales, ont également été exclues (c'est le cas, en particulier, pour tous les pays dont les balances des paiements sont exprimées en monnaie nationale). Ces aménagements, ainsi que les différences dans l'établissement des statistiques concernant certains postes, expliquent les divergences existant entre les balances générales présentées dans le présent chapitre et celles qui figurent au Chapitre IV.

Etats-Unis. Un des facteurs clés à l'origine de la seconde dévaluation du dollar, intervenue le 13 février 1973, a été la forte détérioration de la balance commerciale des Etats-Unis en 1972. Pour l'ensemble de l'année, les exportations ont augmenté de 14% en valeur et de 10,5% en volume, tandis que les taux de progression des importations ont été respectivement de 22,5% et de 13,5%. De ce fait, le déficit des échanges commerciaux (à l'exclusion des opérations de caractère militaire) s'est élargi, passant de \$2,7 milliards à \$6,8 milliards d'une année à l'autre.

Les principaux aspects de cette dégradation ont été examinés au premier chapitre. Dans la présente section, on s'efforcera de traduire en termes quantitatifs les raisons pour lesquelles, d'une façon générale, le résultat effectif de l'an dernier s'est tellement écarté des prévisions établies sur la base du réajustement monétaire de décembre 1971. Les principaux facteurs en cause sont au nombre de quatre. En premier lieu, l'évolution de la situation conjoncturelle pourrait expliquer la détérioration jusqu'à concurrence de quelque \$2 milliards. Ce chiffre est deux fois plus élevé que prévu, la différence étant due en grande partie à la vigueur de la reprise de l'activité économique aux Etats-Unis. En second lieu intervient l'incidence des modifications de taux de change. Ces ajustements ont des effets en valeur et en volume qui ont tendance à s'exercer dans des directions opposées sur une courte période. En l'espèce, les avantages en volume procurés par le réaligement monétaire ont été, d'après les estimations, assez limités — quelque \$1 milliard peut-être — et ils ont porté essentiellement sur les exportations. En revanche, l'évolution des termes de l'échange a eu une influence défavorable qu'on peut évaluer à \$2,5 milliards. Au total, l'incidence négative des modifications de taux de change a été de \$1,5 milliard, soit trois fois plus que prévu, la raison devant en être cherchée dans le faible degré de réaction du volume des importations, dans le court terme, à la nouvelle structure des prix relatifs. En troisième lieu, il convient de mentionner deux facteurs spéciaux: il est possible que le rebond des exportations à la suite des grèves de 1971 soit à l'origine, comme on l'avait plus ou moins escompté, d'une amélioration d'environ \$0,7 milliard, tandis que le niveau exceptionnellement élevé des ventes de blé a entraîné un léger gain supplémentaire, imprévu celui-là. Compte tenu de tous ces éléments, on arrive à une détérioration résiduelle d'environ \$1,5 milliard, chiffre très supérieur aux prévisions. Les importations de produits pétroliers ont augmenté à elles seules de \$1,1 milliard, soit une hausse presque double de celle de l'année précédente. Abstraction faite de ce facteur, l'aggravation de la tendance a représenté près de \$1 milliard, chiffre légèrement inférieur à celui qu'on a noté à partir de 1965. En définitive, la détérioration globale effective s'est établie à près de \$4,2 milliards, alors que les prévisions de fin 1971 faisaient état d'une aggravation d'environ \$1,75 milliard. La différence — près de \$2,5 milliards — s'explique principalement par l'expansion plus forte que prévu des achats à l'étranger.

La balance des opérations invisibles s'est dégradée, contrairement aux prévisions là aussi, d'environ \$1 milliard en 1972, pour faire apparaître un déficit de \$1,2 milliard. On s'attendait à une forte augmentation des recettes en devises provenant des sociétés américaines à l'étranger sous l'effet de la reprise de l'activité, surtout en termes de dollars dévalués. En fait, les revenus des investissements ne se sont accrus que de \$0,9 milliard, au lieu de \$1,5 milliard en 1971. En outre, les décaissements au titre des investissements étrangers aux Etats-Unis ont progressé de \$1 milliard en raison de la hausse des taux d'intérêt à court terme dans ce pays et du gonflement des exigibilités envers les non-résidents. C'est pourquoi la balance des revenus d'investissements, qui constituait, les années précédentes, une source croissante de devises, s'est quelque peu détériorée l'an passé. Par suite et compte tenu du fléchissement de \$0,8 milliard des ventes de matériel militaire et de quelques autres variations mineures, la balance des opérations courantes s'est soldée en 1972 par un déficit global de \$8 milliards, soit \$5,2 milliards de plus qu'en 1971.

Etats-Unis: Balance des paiements.*

Postes	1971	1972					1973 1er trimestre
		Année entière	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
	en millions de dollars						
Commerce extérieur (f.o.b.)							
Exportations	42.790	48.840	11.860	11.860	12.380	13.240	15.340
Importations	45.455	55.655	13.490	13.340	13.905	14.920	16.260
Balance commerciale	- 2.665	- 6.815	- 1.830	- 1.780	- 1.525	- 1.680	- 920
Autres transactions courantes							
Transactions militaires	- 2.895	- 3.540	- 885	- 955	- 850	- 850	.
Tourisme et transports	- 2.430	- 2.585	- 665	- 645	- 615	- 660	.
Revenus des Investissements . . .	+ 7.995	+ 7.900	+ 1.880	+ 1.785	+ 1.925	+ 2.310	.
Autres services . . .	+ 745	+ 820	+ 200	+ 190	+ 205	+ 225	.
Envois de fonds . . .	- 1.530	- 1.555	- 390	- 380	- 370	- 415	.
Dons du gouvernement fédéral	- 2.045	- 2.210	- 600	- 535	- 540	- 535	.
Total	- 160	- 1.170	- 460	- 540	- 245	+ 75	.
Balance des paiements courants	- 2.825	- 7.985	- 2.290	- 2.320	- 1.770	- 1.605	.
Capitaux à long terme							
Opérations du gouvernement américain	- 2.380	- 1.370	- 345	- 95	- 320	- 610	.
Investissements directs	- 4.830	- 3.015	- 1.625	+ 250	- 880	- 760	.
Valeurs mobilières . .	+ 1.375	+ 3.885	+ 675	+ 605	+ 820	+ 1.785	.
Divers	- 620	- 760	- 130	- 105	- 195	- 330	.
Total	- 6.455	- 1.260	- 1.425	+ 655	- 575	+ 85	.
Balance de base . . .	- 9.280	- 9.245	- 3.715	- 1.665	- 2.345	- 1.520	.
Capitaux à court terme non liquides du secteur privé . .	- 2.385	- 1.635	- 510	+ 590	- 505	- 1.210	.
Erreurs et omissions	- 11.055	- 3.805	+ 940	- 1.310	- 1.825	- 1.610	.
Allocations de D.T.S.	+ 720	+ 710	+ 180	+ 180	+ 175	+ 175	.
Balance des liquidités nettes. . .	-22.000	-13.975	- 3.105	- 2.205	- 4.500	- 4.165	- 6.800
Capitaux liquides du secteur privé							
Créances	- 1.075	- 1.140	- 675	+ 195	- 615	- 45	- 1.555
Exigibilités	- 6.690	+ 4.815	+ 555	+ 1.190	+ 440	+ 2.630	- 1.870
Total	- 7.765	+ 3.675	- 120	+ 1.385	- 175	+ 2.585	- 3.425
Balance des transactions entre autorités monétaires	-29.765	-10.300	- 3.225	- 820	- 4.675	- 1.580	-10.225

* Sur la base des transactions, après correction des variations saisonnières.

En revanche, les sorties nettes de capitaux (y compris les erreurs et omissions, mais à l'exclusion des flux « liquides ») sont tombées de \$19,9 milliards à \$6,7 milliards. Le déficit au titre des mouvements à long terme a été ramené de \$6,5 milliards en 1971 à \$1,3 milliard l'an dernier, cette amélioration résultant pour près de la moitié d'une vive progression des achats étrangers de valeurs américaines (ce poste s'est monté l'an dernier à \$4,5 milliards au total). D'autre part, les investissements directs des résidents à l'étranger ont fléchi de \$1,4 milliard pour s'établir à \$3,3 milliards, alors que ceux des non-résidents aux Etats-Unis ont augmenté de \$0,4 milliard. Les opérations du gouvernement américain ont également évolué dans le sens de l'équilibre, le déficit revenant de \$2,4 milliards en 1971 à \$1,4 milliard seulement l'an passé. Etant donné que l'amélioration notée au titre des mouvements de capitaux à long terme a compensé la détérioration du poste des transactions courantes, le déficit de la balance de base (\$9,2 milliards) a été à peu près égal à celui de l'année précédente.

Les sorties nettes enregistrées sous la rubrique « Erreurs et omissions » ont diminué, fléchissant de \$11,1 milliards à \$3,8 milliards d'une année à l'autre. Si ample que soit cette variation, le caractère permanent de l'exode des capitaux dénote la persistance des incertitudes qui pesaient sur le dollar. Après un reflux de \$0,9 milliard pendant les trois premiers mois, les versements nets au profit de l'étranger ont atteint en moyenne \$1,6 milliard au cours de chacun des trois trimestres suivants. Les sorties identifiées de capitaux à court terme non liquides ne se sont contractées que de \$0,8 milliard durant l'année 1971, le recul étant principalement imputable à la compression des crédits commerciaux.

Compte tenu de l'allocation de D.T.S., la balance des liquidités nettes s'est soldée par un déficit de \$14 milliards. Ce chiffre est à rapprocher des soldes négatifs de \$22 milliards, \$3,9 milliards et \$3,4 milliards enregistrés respectivement en 1971, en 1970 et pour la moyenne des années 1965 à 1969.

Sous l'effet principalement des mouvements de fonds bancaires, le déficit de \$7,8 milliards qu'a accusé en 1971 la balance des flux de capitaux liquides du secteur privé a fait place l'an dernier à un excédent de \$3,7 milliards. Cette inversion résulte pour une bonne part du changement intervenu dans la position des banques américaines à l'égard de leurs succursales à l'étranger et dans celle des banques étrangères aux Etats-Unis vis-à-vis de leur siège à l'extérieur: créditrices nettes antérieurement, elles sont devenues débitrices nettes en 1972. Les entrées se sont produites en majeure partie au quatrième trimestre et elles ont surtout porté sur les opérations avec le Canada et le Japon; les taux d'intérêt à court terme étaient en effet orientés à la hausse aux Etats-Unis, tandis qu'ils restaient stables dans ces deux pays.

La balance des transactions entre autorités monétaires s'est ainsi soldée par un déficit de \$10,3 milliards imputable à concurrence de plus des trois quarts aux paiements courants. L'année précédente, certes, le solde négatif atteignait \$29,8 milliards, mais il n'était dû qu'à raison d'un dixième à la balance des opérations courantes.

Le déséquilibre des paiements s'est brusquement accentué au premier trimestre de 1973. Le déficit de la balance des transactions entre autorités monétaires s'est élevé à \$10,2 milliards, soit à peu près autant que pour toute l'année 1972. Les mouvements de capitaux liquides du secteur privé sont intervenus dans ce chiffre pour un

tiers: leur solde est devenu négatif, la variation par rapport au trimestre précédent ayant atteint \$5,9 milliards. Le déficit au titre des autres mouvements de capitaux s'est aggravé de \$3 milliards environ, pour atteindre un total de \$5,5 milliards. Les sorties de capitaux ont été observées pour l'essentiel pendant deux périodes: en février, avant la dévaluation, et au début de mars, avant le réajustement monétaire. Le mouvement de fuite devant le dollar s'est produit malgré une amélioration sensible de la balance des transactions courantes. Le déficit commercial a en effet été ramené de \$1.680 millions au quatrième trimestre de 1972 à \$920 millions au premier trimestre de 1973. Les exportations, de leur côté, ont progressé pendant les trois premiers mois de l'année de \$2,1 milliards, soit de 16%; ce rapide accroissement est dû pour plus de moitié à l'essor des ventes à l'étranger de produits agricoles, dont les prix ont monté en flèche. L'augmentation des importations s'établit à \$1,3 milliard, soit 9%. L'amélioration de la position commerciale des Etats-Unis est surtout imputable aux opérations avec l'Europe occidentale et le Japon. En avril, cette tendance favorable s'est confirmée, avec un excédent commercial de \$0,2 milliard. Les livraisons à l'étranger se sont accrues de 2% par rapport à mars, tandis que les achats marquaient un recul de 2½%.

Canada. Après avoir dégagé des excédents de \$1.010 millions en 1970 et de \$390 millions en 1971, la balance des paiements courants a changé de sens l'année dernière, faisant apparaître un déficit de \$585 millions. Ce revirement est dû à l'évolution des échanges commerciaux, les autres rubriques n'ayant enregistré qu'une faible détérioration. Il reflète non seulement le fait que le Canada fut parmi les premiers pays à entrer dans la phase ascendante du cycle, mais également l'incidence de grèves de grande envergure qui ont provoqué une certaine contraction durable des exportations, ainsi que la revalorisation du dollar canadien entre 1970 et la fin de 1972. Pendant le premier trimestre de 1973, la balance des paiements courants, corrigée des variations saisonnières, s'est encore détériorée. Le solde négatif s'est élevé à \$290 millions, contre \$45 millions pour le trimestre précédent, en raison surtout de la décélération des exportations. Avant ajustement, le déficit des paiements courants s'est établi à \$450 millions, chiffre légèrement inférieur à celui du premier trimestre de 1972.

Les importations ont continué de s'accélérer l'an dernier, avec un rythme de croissance atteignant 20% en valeur et 16% en volume. Si cette expansion a eu des assises très larges, la cadence a été donnée par les produits finis, qu'il s'agisse de biens de consommation ou de biens d'équipement. Les ventes de marchandises se sont développées de 12½% en valeur et de 9½% en volume, taux à peu près doubles de ceux qui ont été enregistrés en 1971. Les livraisons aux Etats-Unis et aux autres pays ont augmenté respectivement de 16 et 5½%. La progression des exportations a été très inégale en 1972, les grèves, au Canada et ailleurs, ayant déformé la physionomie traditionnelle des échanges commerciaux tout au long de l'année.

En 1970 et en 1971, les entrées de capitaux à long terme avaient fortement baissé, car les autorités, devant la situation excédentaire de la balance des paiements courants, avaient invité les provinces et les grandes sociétés à accorder la priorité

Canada: Balance des paiements.¹

Postes	1971	Année entière	1972 ²				1973 ² 1er trimestre
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
en millions de dollars E.U. ³							
Commerce extérieur (f.o.b.)							
Exportations	18.480	21.040	4.790	5.290	5.130	5.830	6.080
Importations	15.890	19.300	4.520	4.740	4.830	5.210	5.670
Balance commerciale	+ 2.590	+ 1.740	+ 270	+ 550	+ 300	+ 620	+ 410
Services et transferts	- 2.200	- 2.325	- 585	- 565	- 510	- 665	- 700
Balance des paie- ments courants .	+ 390	- 585	- 315	- 15	- 210	- 45	- 290
Balance des paie- ments courants, avant ajustement	+ 390	- 585	- 465	- 95	- 60	+ 35	- 450
Mouvements de capi- taux à long terme . .	+ 390	+ 1.790	+ 335	+ 640	+ 270	+ 545	
Balance de base . . .	+ 780	+ 1.205	- 130	+ 545	+ 210	+ 580	+ 20
Mouvements de capi- taux à court terme ⁴	- 1.380	- 1.755	- 350	- 795	- 390	- 220	
Allocations de D. T. S.	+ 115	+ 115	+ 115	-	-	-	-
Balance générale . . .	- 485	- 435	- 365	- 250 ⁵	- 180	+ 360	- 430

¹ Sur la base des transactions. ² Les chiffres trimestriels concernant la balance des paiements courants sont désaisonnalisés. ³ Conversions effectuées sur la base de la moyenne trimestrielle des cours cotés sur le marché au comptant. ⁴ Y compris les erreurs et omissions. ⁵ A l'exclusion de la plus-value de \$135 millions résultant de la réévaluation, opérée en mai 1972, des avoirs officiels nets en or ou assortis d'une garantie-or.

aux sources de financement internes. Bien que cette politique demeurât en vigueur en 1972, nombre de collectivités publiques se sont de nouveau tournées vers l'étranger en raison à la fois d'un élargissement de l'écart entre les taux d'intérêt à long terme pratiqués respectivement au Canada et aux Etats-Unis et du niveau sensiblement plus bas de ceux dont étaient assorties les émissions en deutsche marks et en francs suisses sur les marchés internationaux. Il y avait également le désir, pour quelques emprunteurs canadiens, de maintenir leur présence sur ces marchés. Aussi les nouveaux emprunts effectués par les provinces et les municipalités à l'étranger ont-ils atteint \$1.360 millions en 1972, contre \$740 millions en 1971. Pour le reste, la principale variation est intervenue dans les transactions sur titres canadiens en circulation, qui ont donné lieu l'an passé à des entrées nettes de \$230 millions, contre des sorties du même ordre de grandeur en 1971. Le montant total des apports nets au titre des mouvements de capitaux à long terme s'est élevé à \$1.790 millions, soit \$1.400 millions de plus qu'en 1971.

Les entrées nettes de l'espèce ont cependant été compensées en quasi-totalité par les sorties de fonds à court terme, celles-ci (non enregistrées pour la plupart) étant motivées en partie par l'évolution des cours sur les marchés des changes durant la période considérée. Au total, la balance générale des paiements s'est soldée par un déficit net de \$435 millions, résultat voisin de celui de l'année précédente. Au premier

trimestre de 1973, les mouvements de capitaux ont encore dégagé un très faible excédent, de sorte que le déficit global est ressorti à \$430 millions; ce chiffre est légèrement supérieur à celui du trimestre correspondant de l'exercice antérieur, mais il faut tenir compte du fait qu'il n'y a pas eu de répartition de D.T.S. en 1973.

Japon. La persistance de l'excédent considérable de la balance commerciale japonaise a fortement contribué, tout au long de l'année dernière, à saper la confiance dans le réajustement monétaire réalisé en 1971 à Washington. L'expansion plus rapide que prévu de la demande interne au second semestre de 1972 n'a pas empêché, en effet, le solde positif des échanges de s'élever à \$9 milliards pour l'ensemble de l'année, c'est-à-dire \$1,2 milliard de plus que l'année précédente.

Une réévaluation de la monnaie nationale a souvent tendance à améliorer pendant un temps la situation de la balance commerciale, étant donné que les répercussions favorables de l'opération sur les termes de l'échange ne sont que progressivement annulées par l'accélération des importations et le ralentissement des exportations. Pour le Japon, ce phénomène explique en grande partie la vigueur persistante de la balance commerciale. L'amélioration des termes de l'échange en 1972 par rapport à l'année précédente ressort à 4½%: en termes de dollars, les prix à l'importation ont augmenté de 8%, tandis que la hausse à l'exportation n'a pas excédé 13% du fait que les tarifs exprimés en yens ont baissé d'approximativement 3%. Si l'accroissement en volume des ventes à l'étranger a été beaucoup plus faible qu'en 1971 (5½% contre 17½%), il s'agit, dans une large mesure, d'une réaction assez typique des exportations japonaises à la vive reprise de la demande intérieure.

Japon: Balance des paiements.¹

Postes	1971	1972	1971		1972		1973
	Année entière	Année entière	1er semestre	2ème semestre	1er semestre	2ème semestre	1er trimestre
	en millions de dollars E.U.						
Commerce extérieur (f.o.b.)							
Exportations . . .	23.565	26.080	10.655	12.910	12.490	15.590	7.410
Importations . . .	15.780	19.080	7.855	7.925	8.805	10.275	6.335
Balance commerciale	+ 7.785	+ 9.000	+ 2.800	+ 4.985	+ 3.685	+ 5.315	+ 1.075
Services et transferts	- 1.990	- 2.345	- 1.105	- 885	- 1.505	- 840	- 540
Balance des paiements courants . .	+ 5.795	+ 6.655	+ 1.695	+ 4.100	+ 2.180	+ 4.475	+ 535
Mouvements de capitaux à long terme . .	- 1.080	- 4.470	- 15	- 1.065	- 1.495	- 2.975	- 2.205
Balance de base . .	+ 4.715	+ 2.185	+ 1.680	+ 3.035	+ 685	+ 1.500	- 1.670
Mouvements de capitaux à court terme²	+ 2.960	+ 2.455	+ 1.215	+ 1.745	+ 605	+ 1.850	+ 705
Allocations de D.T.S.	+ 130	+ 130	+ 130	-	+ 130	-	-
Balance générale . .	+ 7.805	+ 4.770	+ 3.025	+ 4.780	+ 1.420³	+ 3.350	- 965³

¹ Sur la base des transactions. ² Y compris les erreurs et omissions. ³ A l'exclusion des plus-values, estimées respectivement à \$135 millions et \$205 millions, résultant des réévaluations des avoirs officiels nets en or ou assortis d'une garantie-or qui ont été effectuées à la fin de janvier 1972 et en février-mars 1973.

L'incidence du réajustement monétaire s'est nettement reflétée dans la répartition géographique des courants commerciaux. En valeur, la progression des ventes aux Etats-Unis s'est ralentie, alors que les livraisons vers l'Europe s'accéléraient très fortement, augmentant de 40% en 1972 pour atteindre près de \$5 milliards. Les exportateurs japonais ont manifestement déployé une grande énergie dans la recherche de nouveaux débouchés pour compenser partiellement l'amenuisement de leurs perspectives sur le marché américain.

Les importations ont progressé à une cadence bien plus rapide à mesure que l'année s'avancait. Le taux annuel de croissance en volume, corrigé des variations saisonnières, est passé de 13½% pour le premier semestre de 1972 à 21½% pour le second, sous l'effet de la vigueur croissante de la reprise économique et du mouvement d'accroissement des stocks. Pour l'ensemble de l'année, toutefois, l'élasticité des importations par rapport aux revenus s'est établie à 1,4, contre 1,6 en 1966, année marquée par un redressement conjoncturel à peu près comparable.

Malgré la progression des décaissements de devises au titre du tourisme et des transferts du secteur public, le déficit des transactions invisibles ne s'est que légèrement aggravé en 1972 par rapport à 1971, en raison de l'amélioration des recettes procurées par les revenus des investissements. Tous comptes faits, les opérations courantes se sont donc soldées par un excédent supérieur à celui de l'année précédente: \$6,7 milliards contre \$5,8 milliards.

En revanche, le surplus dégagé par la balance de base n'a même pas atteint la moitié de celui de 1971. Les mouvements de capitaux à long terme ont en effet engendré en 1972 \$4,5 milliards de sorties nettes, soit quatre fois plus que l'année antérieure. Conformément aux objectifs de la politique officielle, le Japon a accru sa participation au financement d'emprunts internationaux, et les résidents ont développé leurs achats de valeurs mobilières étrangères. D'autre part, le durcissement du contrôle des changes s'est traduit par une contraction des entrées de fonds.

Les apports de capitaux à court terme (y compris les erreurs et omissions) ont atteint le chiffre considérable de \$2,5 milliards et ce, en dépit du fait que les mesures prises pour limiter les règlements anticipés d'exportations japonaises – source principale de ces entrées – ont été remises en vigueur à la fin de février après que leur application eut été suspendue au début de l'année.

Le Parlement a approuvé en novembre 1972 un large programme d'action visant à réduire l'excédent de la balance commerciale. Des mesures ont été prises tant pour favoriser les importations (principalement par des abaissements de droits de douane, par l'augmentation des quotas applicables à l'entrée au Japon de certaines catégories de marchandises et par l'élargissement des facilités de paiement) que pour réduire les exportations (notamment par le contingentement de produits clés et le resserrement des conditions du crédit dans ce secteur). L'effet conjugué de ces dispositions, de l'expansion sans cesse plus rapide de la demande interne et d'achats massifs de matières premières explique la contraction de l'excédent des échanges commerciaux au premier trimestre de 1973; d'une année à l'autre, en effet, le solde positif a fléchi de \$1,7 milliard à \$1,1 milliard. Le déficit des opérations invisibles s'étant élevé à \$0,5 milliard, les transactions courantes ont procuré

au total une recette nette de \$0,6 milliard. L'amenuisement de l'excédent des paiements courants s'est accompagné du renversement de la balance des mouvements de capitaux, celle-ci étant devenue déficitaire sous l'effet du strict contrôle exercé sur les entrées de devises et de la libéralisation des sorties: les décaissements nets au titre des transactions financières à long terme ont atteint \$2,2 milliards, tandis que l'excédent des flux à court terme ressortait à \$0,7 milliard, ce qui a laissé un déficit de \$1,5 milliard pour le trimestre, alors que le compte des mouvements de capitaux était presque en équilibre un an auparavant. La balance générale des paiements pour les trois premiers mois de 1973 a fait ainsi apparaître un solde négatif de près de \$1 milliard, alors qu'elle avait dégagé un excédent du même ordre de grandeur au premier trimestre de 1972. En avril, elle s'est encore soldée par un déficit de près de \$1,2 milliard, imputable surtout au dénouement de positions spéculatives prises antérieurement en matière de règlements, ainsi qu'à d'importants décaissements dans le cadre des mouvements de capitaux à long terme.

Royaume-Uni. La balance générale s'est soldée l'an dernier par un déficit de £720 millions, accusant ainsi, sur l'ensemble de l'année, une détérioration de £2.465 millions attribuable aussi bien aux opérations courantes qu'aux mouvements de capitaux; l'excédent courant de £1.045 millions enregistré en 1971 a disparu, tandis que les entrées nettes de £575 millions qu'avaient engendrées, cette même année, les transactions financières ont fait place l'an dernier à des sorties nettes d'un montant de £880 millions.

Il était à prévoir qu'après les résultats exceptionnellement favorables de 1971, dus à la stagnation de l'économie interne autant qu'à l'amélioration des termes de l'échange, la balance des opérations courantes changerait de sens. En fait, la dégradation a été très brutale et ce, en dépit de l'existence de capacités productives inemployées. Le processus, qui a surtout affecté les échanges visibles, s'est amorcé dès les premiers mois de l'année. Bien que les termes de l'échange aient encore légèrement progressé après s'être améliorés de 9% depuis 1969, la balance commerciale a accusé pour la première moitié de 1972 un déficit de £175 millions, contre un excédent de £260 millions pour les six mois précédents. Le volume des exportations a fléchi au rythme annuel de 4%; dans le même temps, celui des importations augmentait de 17%. Alors que le produit national brut ne s'est franchement inscrit en hausse qu'au second semestre, les dépenses de consommation ont très vivement progressé dès le début de l'année. On a noté en revanche une contraction rapide des stocks, dans lesquels les produits importés tiennent une grande place. Si les grèves qui ont affecté l'économie britannique et la faiblesse de la demande des pays producteurs de matières premières, qu'expliquent en partie les restrictions appliquées aux importations, ont certainement contribué à la détérioration de la balance commerciale, le renversement intervenu semble dû en majeure partie à la réaction tardive du volume des échanges à l'affaiblissement de la position concurrentielle du Royaume-Uni.

Le montant des recettes nettes au titre des transactions invisibles ayant encore permis de compenser largement le déficit commercial pendant les six premiers mois de l'année, la balance des opérations courantes s'est soldée par un excédent de £175 millions.

Royaume-Uni: Balance des paiements.¹

Postes	1971	1972	1971 ²		1972 ²		1973 ³
			1er semestre	2ème semestre	1er semestre	2ème semestre	1er trimestre
en millions de livres sterling							
Commerce extérieur (f.o.b.)							
Exportations	8.795	9.135	4.255	4.540	4.490	4.645	2.630
Importations ³	8.480	9.830	4.200	4.280	4.665	5.165	2.995
Balance commerciale	+ 315	- 695	+ 55	+ 260	- 175	- 520	- 365
Services et transferts	+ 730	+ 730	+ 370	+ 360	+ 350	+ 380	+ 175
Balance des paiements courants	+ 1.045	+ 35	+ 425	+ 620	+ 175	- 140	- 190
Balance des paiements courants, avant ajustement	+ 1.045	+ 35	+ 415	+ 630	+ 135	- 100	- 345
Mouvements de capitaux							
Capitaux publics à long terme	- 270	- 250	- 90	- 180	- 80	- 170	- 55
Investissements étrangers au Royaume-Uni	+ 1.180	+ 755	+ 740	+ 440	+ 345	+ 410	+ 355
Investissements à l'étranger du secteur privé britannique	- 855	- 1.350	- 450	- 405	- 645	- 705	- 365
Emprunts nets en devises des banques britanniques pour financer des investissements britanniques à l'étranger	+ 275	+ 715	+ 165	+ 110	+ 350	+ 365	+ 145
Crédits commerciaux	- 260	- 80	- 175	- 85	- 40	- 40	- 65
Autres capitaux à court terme non bancaires	+ 110	- 60	+ 110	-	+ 10	- 70	- 20
Total	+ 180	- 270	+ 300	- 120	- 60	- 210	- 5
Erreurs et omissions	+ 395	- 610	+ 265	+ 130	- 370	- 240	+ 265 ⁴
Allocations de D. T. S.	+ 125	+ 125	+ 125	-	+ 125	-	-
Balance générale	+ 1.745	- 720	+ 1.105	+ 640	- 170	- 550	- 85

¹ Sur la base des transactions. ² Les chiffres concernant la balance des paiements courants sont désaisonnalisés. ³ Y compris les règlements anticipés d'achats d'avions militaires et d'engins balistiques aux Etats-Unis. ⁴ Y compris le poste débiteur de £38 millions correspondant aux paiements effectués au titre de la garantie des balances sterling.

La médiocrité des résultats des transactions commerciales et la pression accrue des salaires et des prix ont toutefois ébranlé la confiance dans la livre. En outre, les autorités s'attachaient manifestement à favoriser l'expansion de l'économie interne. Aussi n'est-il pas surprenant que la dégradation de la balance des paiements courants se soit accompagnée d'un large mouvement de sorties de capitaux. Le premier trimestre avait encore laissé une entrée nette de £70 millions (y compris les erreurs et omissions), qui n'avait d'ailleurs rien de comparable avec l'afflux de £495 millions enregistré pendant la même période de l'année précédente. Au cours des trois mois suivants, le compte des opérations en capital est devenu déficitaire, avec un solde négatif de £495 millions, contre un excédent de £70 millions pour le trimestre correspondant de 1971.

Cette évolution a eu deux causes essentielles. D'une part, les investissements étrangers au Royaume-Uni, tant dans le secteur public que dans le secteur privé, sont tombés de £740 millions pendant la première moitié de 1971 à £345 millions dans les six premiers mois de 1972; d'autre part, le poste « Erreurs et omissions » a effectué un renversement complet entre ces deux périodes, passant d'un excédent de £265 millions à un déficit de £370 millions. Les investissements britanniques à l'étranger ont monté en flèche, mais leur progression a été presque égalée par celle des emprunts nets en devises contractés pour assurer leur financement, de sorte que le déficit global net de ces deux postes pour le premier semestre de 1972 (£295 millions) n'a dépassé que de £10 millions celui qui avait été enregistré au cours des six premiers mois de 1971.

Au second semestre, la balance des transactions courantes a accusé un déficit de £140 millions, soit une variation de £315 millions par rapport à l'excédent de la première moitié de l'année. Les exportations visibles, en termes réels, ont plafonné, de sorte que le léger progrès réalisé en définitive tient uniquement à la hausse des valeurs unitaires. C'est là un résultat défavorable en période d'expansion accélérée du commerce mondial. Il se peut que les deux semaines et demie de grève des dockers en juillet et en août aient fait perdre certaines ventes à l'étranger et que la reprise de l'activité interne ait absorbé une partie du potentiel d'exportation. D'un autre côté, les importations ont continué de se développer fortement, à un rythme annuel d'environ 20% en valeur; cette expansion résulte pour moitié d'un accroissement en volume et, pour le reste, de la dépréciation de la livre sterling et du renchérissement des matières premières.

Pour la première fois depuis 1966, l'excédent des échanges invisibles n'a pas augmenté; comme en 1971, il s'est élevé à £730 millions pour l'ensemble de l'année. Le déficit des opérations du secteur public s'est aggravé, en partie à cause de l'alourdissement du coût en sterling des dépenses militaires à l'étranger. L'excédent net au titre des intérêts, bénéfices et dividendes a fléchi de £465 millions à £435 millions; les gains réalisés par les sociétés étrangères au Royaume-Uni ont en effet progressé, tandis que les recettes des sociétés pétrolières britanniques opérant à l'étranger ont marqué une baisse, compensée en partie, il est vrai, par l'amélioration des résultats, exprimés en livres sterling, obtenus par les entreprises des autres branches d'activité. On a également noté une progression des revenus nets procurés par les réserves de change officielles, par suite de la hausse des taux d'intérêt à l'étranger, et une augmentation des bénéfices en devises assurés par les services financiers et l'aviation civile. En revanche, le déficit au titre des transports pétroliers s'est aggravé et l'excédent de la balance du tourisme a fléchi après plusieurs années consécutives d'accroissement.

Depuis que la livre sterling est devenue flottante, le niveau très élevé du loyer de l'argent au Royaume-Uni a attiré un volume considérable de capitaux étrangers, sous forme à la fois d'investissements directs et de placements de portefeuille. Le compte des transactions financières prises dans leur ensemble a cependant continué de se détériorer pendant le second semestre de 1972 par rapport à la période correspondante de 1971, puisque l'excédent de £10 millions réalisé à cette époque a fait place à un solde négatif de £450 millions. Ce revirement provient essentiellement

des variations du poste « Erreurs et omissions » qui, comme au premier semestre, a accusé un déficit: les £130 millions de recettes enregistrées en 1971 entre juillet et décembre ont fait place à des décaissements de £240 millions pendant la période correspondante de 1972. Ce poste s'était soldé temporairement par un excédent au troisième trimestre, grâce à l'incidence favorable de la grève des dockers sur les termes des paiements et peut-être aussi à cause du dénouement de positions spéculatives, mais il est redevenu fortement déficitaire (de £435 millions) au dernier trimestre, en raison de la relative fermeté du dollar à l'époque. Le déficit résultant de la différence entre les sorties de fonds destinés à des investissements privés britanniques à l'étranger et les entrées correspondant aux emprunts nets en devises s'est aggravé de £45 millions par rapport aux six derniers mois de 1971, pour atteindre £340 millions. (Le total des investissements privés britanniques à l'étranger, qui ont été gonflés par la décision d'entrer dans la C.E.E., s'est établi à £1.350 millions pour l'ensemble de l'année, soit près de £500 millions de plus qu'en 1971.)

Au premier trimestre de 1973, le déficit des échanges visibles a continué de s'amplifier, mais ce mouvement s'explique entièrement, et même au-delà, par la détérioration très prononcée des termes de l'échange. Les prix à l'importation ont accusé une hausse de quelque 10% par rapport au niveau moyen des deux trimestres précédents, tandis que la croissance en volume était de 6%. En sens contraire, les barèmes à l'exportation n'ont augmenté que de 3%, avec une progression, encourageante, de 11% en termes réels. Le déficit de la balance des paiements courants après correction des variations saisonnières, soit £190 millions, a été supérieur de £120 millions à la moyenne trimestrielle établie sur la période de juillet à décembre 1972. Les mouvements de capitaux identifiés ont été à peu près en équilibre: on relève sous cette rubrique un accroissement des investissements étrangers dans le secteur pétrolier, en liaison avec l'exploitation des gisements d'hydrocarbures et de gaz naturel en Mer du Nord. Compte tenu enfin du solde positif important du poste « Erreurs et omissions », le déficit de la balance générale des paiements a été ramené à £85 millions.

Allemagne fédérale. L'évolution de la balance commerciale allemande l'an dernier a contribué elle aussi à faire naître des doutes sur la viabilité du réaligement monétaire décidé à Washington. Pour l'ensemble de l'année, l'excédent des échanges commerciaux s'est établi à DM 26,4 milliards, soit DM 3,8 milliards de plus qu'en 1971. En outre, le rythme d'expansion s'est accéléré au fil des mois: le surplus du quatrième trimestre, en particulier, a atteint le chiffre record de DM 9 milliards. On admettait généralement, certes, que le solde positif de la balance commerciale augmenterait peut-être temporairement après la réévaluation jusqu'à ce que le volume des exportations et celui des importations se soient ajustés en fonction des nouveaux prix relatifs. Or, c'est précisément cet ajustement qui n'a pas semblé se concrétiser à mesure que l'année s'avance.

L'amélioration des termes de l'échange ressort à 3% d'une année sur l'autre, soit environ la moitié du taux effectif de la réévaluation du deutsche mark pendant cette période: les prix ont baissé de 2% à l'importation et augmenté de 1% à l'exportation. L'expansion des achats à l'étranger a été de 7% en valeur et de 9,5% en volume, chiffres inférieurs aux prévisions qui avaient été faites en se plaçant dans l'hypothèse

d'un essor vigoureux de l'économie allemande. En fait, la croissance de la demande interne, en termes réels, s'est quelque peu ralentie pendant la majeure partie de 1972, de sorte que l'élasticité des importations n'a pas marqué de changement par rapport à 1971. La théorie d'un ajustement différé du volume des échanges est contredite par le fléchissement du rythme d'accroissement du volume des importations, qui est passé de 10,5% au premier semestre à 8% au second. En ce qui concerne les ventes à l'extérieur, l'Allemagne a pu maintenir sa part dans les exportations mondiales, en termes réels, malgré la réévaluation de sa monnaie. Des facteurs particuliers ont certes provoqué, à la fin de 1971, le report de certaines livraisons, mais cela n'explique que très partiellement les résultats exceptionnels de l'année dernière. La cadence de progression des exportations, d'une année sur l'autre, a été de 9,5% en valeur et de 8,5% en volume, contre 8,5 et 6,5% respectivement en 1971. De plus, contrairement à ce qui s'est passé dans le cas des achats, l'expansion des ventes en volume s'est accélérée au second semestre, atteignant 11% sur une base annuelle, contre 6% seulement pendant les six premiers mois. Enfin, les commandes passées par la clientèle étrangère aux entreprises allemandes pendant le quatrième trimestre de 1972 ont été supérieures de 35% à celles de la période correspondante de l'année précédente.

Alors que l'accroissement des ventes et des achats à l'étranger a porté sur les transactions effectuées avec un large éventail de pays, la progression de l'excédent s'est concentrée sur un petit nombre de partenaires commerciaux: Etats-Unis (+DM 1,9 milliard), Royaume-Uni (+DM 1,5 milliard), Autriche (+DM 0,9 milliard), Suisse (+DM 0,6 milliard) et pays du bloc socialiste (+DM 1,1 milliard). Avec les Etats membres de la C.E.E., en revanche, le déficit s'est accru (—DM 1,9 milliard).

Les gains procurés par les échanges commerciaux ont été de nouveau compensés en grande partie par l'aggravation du déficit des transactions invisibles. La balance des services s'est soldée par des décaissements nets de DM 11,8 milliards, soit DM 1,1 milliard de plus qu'en 1971. Cette évolution est imputable pour l'essentiel au poste du tourisme, dont le solde négatif s'est creusé de DM 1,6 milliard pour atteindre DM 8,6 milliards et n'a été compensé que partiellement par

1) l'apparition d'un léger excédent, succédant à un léger déficit, au titre des revenus des investissements et ce, grâce à l'accroissement des intérêts rapportés par les réserves officielles, et

2) une amélioration de DM 0,3 milliard des recettes provenant des administrations militaires étrangères. Le solde passif des transferts, en hausse très sensible (de DM 2,4 milliards), a atteint DM 13,3 milliards, cette détérioration résultant principalement de l'augmentation de DM 1 milliard des versements au Fonds Européen d'Orientation et de Garantie Agricoles, ainsi que de l'augmentation de DM 0,9 milliard des envois de fonds des travailleurs étrangers. L'excédent des opérations courantes s'est donc établi à DM 1,3 milliard en 1972, soit DM 0,2 milliard seulement de plus qu'en 1971.

Avec DM 14,5 milliards, le solde positif des mouvements de capitaux privés à long terme a dépassé de DM 5,6 milliards le chiffre de 1971 et a représenté la plus forte entrée nette jamais enregistrée à ce titre en Allemagne. Cet afflux de fonds s'est

Allemagne fédérale: Balance des paiements.*

Postes	1971	Année entière	1972				1973 1er trimestre
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
en millions de deutsche marks							
Commerce extérieur (f.o.b.)							
Exportations	136.680	149.490	35.255	36.440	35.460	42.335	41.690
Importations	114.020	123.075	29.195	31.325	29.210	33.345	34.405
Balance commerciale	+ 22.660	+ 26.415	+ 6.060	+ 5.115	+ 6.250	+ 8.990	+ 7.285
Services et transferts	- 21.525	- 25.090	- 6.210	- 5.500	- 7.820	- 5.560	- 6.570
Balance des paie- ments courants . . .	+ 1.135	+ 1.325	- 150	- 385	- 1.570	+ 3.430	+ 715
Mouvements de capi- taux à long terme . .	+ 6.215	+ 12.835	+ 4.900	+ 5.950	+ 2.520	- 435	+ 385
Balance de base . . .	+ 7.350	+ 14.160	+ 4.650	+ 5.565	+ 950	+ 2.995	+ 1.100
Mouvements de capi- taux à court terme . .	- 345	- 5.430	- 400	- 1.565	+ 2.800	- 6.265	+ 405
Erreurs et omissions	+ 7.860	+ 7.205	+ 5.980	+ 3.695	- 480	- 1.990	+ 12.790
Allocations de D.T.S.	+ 625	+ 620	+ 620	-	-	-	-
Balance générale . . .	+ 15.490	+ 16.555	+ 10.850	+ 7.695	+ 3.270	- 5.260	+ 14.295

* Sur la base des transactions.

produit, pour l'essentiel, au cours du premier semestre de 1972 et en deux temps: d'abord en mars, avec les cessions à des non-résidents de titres spécialement conçus en vue de tourner le dispositif du dépôt comptant (mis en vigueur le 1er mars) et la réglementation sur les réserves obligatoires appliquées aux engagements envers l'extérieur, puis en juin, lorsque la livre sterling se mit à flotter. Vers la fin du même mois, pour prévenir de nouvelles entrées, les autorités soumirent à autorisation l'achat à des résidents, par des non-résidents, de valeurs allemandes à revenu fixe. Cette mesure a eu une efficacité remarquable: alors que les opérations de ce genre avaient totalisé DM 6,5 milliards dans les sept premiers mois de l'année, on a enregistré pendant les cinq mois restants des ventes nettes de titres de l'espèce pour un montant de DM 0,8 milliard. Au cours de l'année 1972, l'élargissement de l'écart entre le rendement des obligations allemandes et celui des emprunts internationaux libellés en deutsche marks a été en grande partie responsable du renversement du solde net des investissements allemands à l'étranger. Les prises de bénéfices sur les obligations étrangères en deutsche marks détenues par des Allemands sont intervenues à raison de DM 4,2 milliards dans la variation de DM 5,3 milliards qu'a accusée ce poste. La balance de base s'est soldée par un excédent de DM 14,2 milliards, le double environ de celui qui avait été enregistré en 1971.

Les taux d'intérêt à court terme en Allemagne marquèrent une tendance au fléchissement au début de 1972, parallèlement d'ailleurs à l'évolution notée à l'étranger. L'écart effectif en faveur des conditions pratiquées sur le marché intérieur n'a disparu qu'avec la mise en vigueur du «dépôt comptant»; il a toutefois réapparu au début du troisième trimestre, obligeant à durcir la réglementation du dépôt comptant à

partir du 1er juillet. Au quatrième trimestre, l'écart est devenu négatif, et cette situation s'est prolongée jusque dans les premiers jours de février 1973. Au total, les transactions enregistrées sur capitaux à court terme se sont soldées en 1972 par une sortie nette de DM 5,4 milliards, soit DM 5,1 milliards de plus qu'en 1971. Le mouvement s'est produit pour l'essentiel au quatrième trimestre, lorsque les entreprises ont réagi à la hausse du coût des emprunts à l'étranger en développant sensiblement leurs remboursements aux non-résidents. Le poste « Erreurs et omissions » a, une fois de plus, dégagé un solde positif appréciable (DM 7,2 milliards), toutes les entrées s'étant concentrées sur le premier semestre de 1972.

La situation s'est modifiée de façon spectaculaire en février et au début de mars 1973, à l'époque où la fuite devant le dollar a eu sa contrepartie dans la ruée sur le deutsche mark. La balance des mouvements de capitaux non identifiés s'est renversée entre le dernier trimestre de 1972 et les trois premiers mois de cette année, passant d'un déficit de DM 2 milliards à un excédent de DM 12,8 milliards; ce chiffre représente les neuf-dixièmes du solde positif global, le reste provenant des transactions financières identifiées et des paiements courants. Les échanges commerciaux ont laissé un surplus de DM 7,3 milliards, soit DM 1,2 milliard de plus que pendant la période correspondante de l'année précédente, avec un taux annuel de croissance de 18% environ, pour les importations comme pour les exportations. Le déficit des opérations invisibles a atteint DM 6,6 milliards, en augmentation de DM 0,4 milliard sur le premier trimestre de 1972, de sorte que la balance des transactions courantes, qui était légèrement déficitaire à cette époque, a produit un excédent de DM 0,7 milliard.

France. L'excédent dégagé par les opérations courantes de la France s'est établi l'an dernier à FF 1,4 milliard, soit environ la moitié seulement du résultat de 1971, en raison d'une nouvelle détérioration des transactions invisibles, due toutefois en grande partie à des facteurs spéciaux. Les mouvements de capitaux à long terme, presque équilibrés l'année précédente, se sont soldés en 1972 par un important déficit (FF 3,6 milliards). Comme, de surcroît, les entrées de fonds à court terme se sont contractées, l'excédent de la balance générale a fléchi de FF 11,2 milliards à FF 2,1 milliards.

Les exportations de marchandises ont continué de se développer à une allure rapide, augmentant de 15,5% en valeur, pour une hausse des prix unitaires de 1,5% seulement. On a toutefois observé au second semestre une décélération de la progression en volume et une accentuation de l'incidence des prix. Si la croissance des exportations agricoles a été particulièrement vive, avec un taux de 20,5% en valeur et de 13,5% en volume, les autres secteurs ont marqué également une bonne progression. Parallèlement à une activité économique soutenue, mais aussi par suite d'un certain rétrécissement des marges de capacité disponibles, les importations ont enregistré en 1972 une expansion de 16%, contre 10% en 1971, l'accélération ayant été encore plus prononcée en termes réels: 13,5% contre 7,5%.

L'excédent de la balance des services a été, avec FF 2,4 milliards, plus faible qu'en 1971. Le poste des frets n'a accusé qu'une légère amélioration en dépit de la normalisation des relations franco-algériennes et du raccourcissement des parcours des navires pétroliers qui en est résulté. Les revenus nets du capital ont, en revanche,

France: Balance des paiements.¹

Postes	1970	1971	Année entière	1972			
				1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en millions de francs français							
Commerce extérieur (f.o.b.)							
Exportations	100.075	114.465	132.075	30.875	34.280	29.490	37.430
Importations	98.255	108.325	125.510	31.070	31.790	27.955	34.695
Balance commerciale	+ 1.820	+ 6.140	+ 6.565	- 195	+ 2.490	+ 1.535	+ 2.735
Services et transferts							
Services	+ 3.005	+ 3.685	+ 2.400	+ 305	+ 1.295	+ 480	+ 320
Transferts	- 4.440	- 6.910	- 7.585	- 1.725	- 1.455	- 2.030	- 2.375
Total	- 1.435	- 3.225	- 5.185	- 1.420	- 160	- 1.550	- 2.055
Balance des paiements courants	+ 385	+ 2.915	+ 1.380	- 1.615	+ 2.330	- 15	+ 680
Capitaux à long terme							
Secteur public	- 970	- 975	- 240	- 520	- 315	- 195	+ 780
Secteur privé	+ 1.540	+ 995	- 3.350	- 625	- 555	+ 205	- 2.375
Total	+ 570	+ 20	- 3.590	- 1.145	- 870	+ 20	- 1.595
Balance de base	+ 955	+ 2.935	- 2.210	- 2.760	+ 1.460	+ 5	- 915
Capitaux à court terme²	+ 5.980	+ 7.410	+ 3.415	+ 160	+ 1.250	+ 1.930	+ 75
Allocations de D.T.S.	+ 920	+ 890	+ 880	+ 880	-	-	-
Balance générale	+ 7.955	+ 11.235	+ 2.085	- 1.720	+ 2.710	+ 1.935	- 840

¹ A l'égard de la zone franc et des pays hors zone franc; sur la base des transactions. ² Y compris les erreurs et omissions.

diminué de moitié, s'établissant à FF 0,9 milliard, principalement par suite de la détérioration de la position débitrice nette des banques françaises à l'égard de l'étranger au cours des deux dernières années. Malgré l'augmentation des versements nets du Fonds Européen d'Orientation et de Garantie Agricoles, les transferts ont enregistré une forte détérioration consécutive à une nouvelle expansion des envois de fonds des travailleurs émigrés et à l'accroissement de l'aide aux pays en voie de développement. Les opérations du secteur public à ce titre comprennent en effet une importante transaction spéciale liée à l'amortissement, à concurrence de FF 1,1 milliard, de la dette de certains pays africains. Cette somme a été comptabilisée au quatrième trimestre sous la rubrique des transferts, tandis que l'apurement du crédit a été enregistré dans les entrées de capitaux officiels à long terme.

Les sorties nettes de fonds à long terme, d'un montant élevé, traduisent des variations importantes affectant toutes les catégories d'emprunteurs. Dans le secteur privé, les apports des non-résidents ont été très légèrement supérieurs à ceux de 1971, avec FF 8,1 milliards, tandis que les décaissements attribuables aux résidents, qui ont atteint FF 7,6 milliards, ont augmenté de FF 0,8 milliard au cours de l'année. Les investissements, directs et de portefeuille, à l'étranger se sont en effet fortement développés, en particulier au quatrième trimestre, tandis que le volume des crédits

commerciaux a diminué. Pour ce qui concerne les banques, les opérations à long terme, qui avaient été à peu près en équilibre en 1971, se sont soldées l'an dernier par un déficit de FF 3,9 milliards, par suite d'une vive expansion des crédits commerciaux et autres concours à long terme. Enfin, malgré d'importants versements à l'A.I.D. et à la B.I.R.D., le déficit du secteur public a fléchi de FF 0,7 milliard pour s'établir à FF 0,2 milliard du fait de la transaction spéciale mentionnée précédemment.

Après les entrées massives de 1971, les mouvements de capitaux à court terme (y compris les « Erreurs et omissions ») ont été peu ou prou en équilibre pendant les trois mois qui ont suivi le réalignement monétaire de Washington. Les crises ayant affecté la livre sterling et la lire au second trimestre ont provoqué une recrudescence de la demande de francs français, et les capitaux ont continué d'affluer pendant le troisième trimestre. Le dollar des Etats-Unis s'étant temporairement raffermi pendant les trois derniers mois, l'excédent dégagé a été faible, et l'écart entre le franc financier et le franc officiel a disparu.

Italie. L'évolution de la balance des paiements a été marquée, l'an dernier, par d'importantes sorties de capitaux. Ainsi, malgré l'excédent confortable laissé par les paiements courants et le montant substantiel des emprunts nets à caractère compensatoire effectués par les autorités des secteurs public et semi-public, la balance générale des mouvements monétaires a fait ressortir un déficit de LIT 680 milliards, soit un revirement de LIT 1.235 milliards par rapport à l'excédent de l'exercice précédent.

Les transactions courantes ont procuré en 1972 des recettes nettes de LIT 845 milliards, soit LIT 135 milliards de moins qu'une année auparavant. Cette détérioration résulte cependant exclusivement de l'entrée en jeu de deux facteurs spéciaux. En premier lieu, les importations d'or non monétaire se sont développées d'environ 65%, pour s'établir à LIT 475 milliards, sans s'accompagner pour autant d'une expansion de même importance des exportations d'or manufacturé. Cette vive progression pour la deuxième année de suite — pendant les années soixante, les achats de métal jaune s'élevaient en moyenne à quelque LIT 30 milliards — est en partie imputable à la hausse des cours, mais elle traduit peut-être également la crainte de voir l'institution de la T.V.A. en 1973 s'accompagner de l'assujettissement des acquisitions d'or à l'impôt. En second lieu, la mise en vigueur, le 27 juin, d'une réglementation interdisant aux banques italiennes de créditer les comptes capital de non-résidents de la contre-valeur des billets de banque libellés en lires reçus de leurs correspondants étrangers a accentué la décote de ces billets sur les marchés des changes étrangers. Le transfert de transactions de change au profit des places étrangères qui s'est opéré de ce fait a entraîné une sous-évaluation, à concurrence, estime-t-on, de près de LIT 200 milliards, des recettes invisibles nettes au titre du tourisme et des envois de fonds des travailleurs au second semestre. (Parallèlement, les sorties de capitaux non enregistrées devraient dépasser d'autant les chiffres officiels.)

Sur la base des statistiques douanières, les importations ont augmenté de 13½%, contre 6% en 1971, tandis que les exportations se sont accrues de 15½%, soit deux points de plus qu'une année auparavant. Les gains en volume n'ont été que légèrement inférieurs, étant donné que les prix, tant à l'importation qu'à l'exportation, ont monté d'environ 1½%. Le déficit qu'accuse traditionnellement le poste des denrées

alimentaires s'est encore creusé, à raison de LIT 240 milliards, pour atteindre LIT 1.560 milliards. En revanche, l'excédent des échanges de produits non alimentaires a progressé de LIT 350 milliards, soit environ de moitié. Selon certaines estimations, l'Italie a exporté à peu près 40% de sa production industrielle l'an passé. Si cette dernière n'a marqué qu'une avance de l'ordre de 4%, les exportations dans ce secteur se sont développées de quelque 15%. Ce sont les biens de consommation non alimentaires, avec une progression de 23½%, et les denrées alimentaires (18½%) qui sont à l'origine de l'expansion des importations, les achats de biens d'équipement ne s'étant accrus que de 9%.

Les échanges commerciaux, calculés en termes de règlements et y compris les importations d'or non monétaire, ont été équilibrés en 1972, alors qu'ils avaient dégagé un excédent de LIT 70 milliards en 1971. Sur la base des chiffres douaniers, en revanche, on note une amélioration de LIT 110 milliards par rapport à l'année précédente. Les recettes nettes au titre des transactions invisibles ont atteint LIT 845 milliards, soit LIT 65 milliards de moins qu'en 1971, mais ce résultat tient, lui aussi, de l'artifice statistique pour les raisons mentionnées ci-dessus.

Italie: Balance des paiements.¹

Postes	1970	1971	1972	1971 ¹		1972 ¹	
				1er semestre	2ème semestre	1er semestre	2ème semestre
en milliards de lires							
Commerce extérieur (f.o.b.)							
Exportations	8.198	9.275	10.720	4.425	4.850	5.210	5.510
Importations	8.435	9.205	10.720	4.610	4.595	5.055	5.665
Balance commerciale	- 240	+ 70	-	- 185	+ 255	+ 155	- 155
Services et transferts							
Tourisme	+ 570	+ 655	+ 655	+ 240	+ 415	+ 380	+ 275
Envois de fonds des travailleurs	+ 615	+ 685	+ 700	+ 330	+ 355	+ 385	+ 335
Divers	- 470	- 430	- 510	- 210	- 220	+ 20	- 530
Total	+ 715	+ 910	+ 845	+ 360	+ 550	+ 765	+ 80
Balance des paiements courants	+ 475	+ 980	+ 845	+ 175	+ 805	+ 920	- 75
Balance des paiements courants, avant ajustement	+ 475	+ 980	+ 845	+ 25	+ 955	+ 760	+ 85
Mouvements de capitaux							
Résidents	- 1.450	- 1.360	- 1.905	- 620	- 740	- 870	- 1.035
Non-résidents	+ 1.305	+ 940	+ 560	+ 990	- 50	- 90	+ 650
Erreurs et omissions	- 105	- 70	- 245	- 140	+ 70	- 125	- 120
Total	- 250	- 490	- 1.590	+ 230	- 720	- 1.085	- 505
Allocations de D.T.S.	+ 65	+ 65	+ 65	+ 65	-	+ 65	-
Balance générale	+ 290	+ 555	- 680	+ 320	+ 235	- 260	- 420

¹ Sur la base des transactions. ¹ Les chiffres relatifs aux opérations courantes sont désaisonnalisés.

Du fait de la croyance de plus en plus forte à la dévaluation de la lire et du caractère libéral de la politique monétaire, les sorties nettes de capitaux, y compris les erreurs et omissions, se sont élevées, selon les données officielles, à LIT 1.590 milliards pour l'ensemble de l'année, soit plus du triple du chiffre de l'année précédente. En réalité, la détérioration a été nettement plus prononcée: tandis qu'en 1971 on a enregistré un amortissement net de quelque LIT 140 milliards d'emprunts compensatoires contractés au cours des années précédentes par des entreprises publiques ou semi-publiques, il y a eu en 1972 un endettement net de LIT 350 milliards environ à ce titre. Il convient en outre de tenir compte du fait que, au second semestre de l'année, les sorties de capitaux ont été sous-évaluées d'environ LIT 200 milliards. Les deux facteurs ont fortement marqué la physionomie des mouvements de l'espèce au cours de l'année. D'après les chiffres officiels, le montant global des sorties de capitaux a fléchi de LIT 1.085 milliards au premier semestre à LIT 505 milliards au second. Cependant, l'apurement net d'emprunts compensatoires a porté au premier semestre sur quelque LIT 260 milliards, tandis qu'au second la politique a été inversée, de sorte que les nouvelles opérations de ce genre ont donné lieu à des entrées de près de LIT 610 milliards. De la sorte, si l'on défalque les mouvements de capitaux à caractère compensatoire et si l'on inclut les sorties non enregistrées pendant la seconde moitié de l'année, les transactions financières font ressortir un déficit d'environ LIT 825 milliards pendant les six premiers mois et de LIT 1.315 milliards pour le second semestre. La principale cause des sorties de capitaux en 1972 a été l'évolution défavorable des termes de paiement, ceux-ci étant à l'origine de pertes nettes d'environ LIT 1.050 milliards. Par ailleurs, on a noté également un gonflement très sensible du portefeuille des résidents en valeurs étrangères.

Déduction faite des mouvements de capitaux à caractère compensatoire, la balance générale s'est donc soldée l'an dernier par un déficit «autonome» de LIT 1.030 milliards, contre un excédent de LIT 700 milliards en 1971.

Par suite de l'expansion des sorties de capitaux, cette balance générale est devenue déficitaire au début de 1973, ce qui a incité les autorités à instaurer, le 22 janvier, le système du double marché des changes. Après la seconde dévaluation du dollar, elles décidèrent de laisser flotter également la lire commerciale. A fin mai, la devise italienne accusait une dépréciation de près de 10% vis-à-vis des autres monnaies. Pour les quatre premiers mois de 1973, la balance globale fait apparaître un solde négatif de quelque LIT 550 milliards. Celui-ci est dû pour les deux tiers aux résultats de janvier, et provient surtout des décaissements nets au titre des mouvements de capitaux, notamment des achats considérables de valeurs mobilières étrangères effectués par les résidents; pour le reste, les sorties, qui se sont étalées sur la période de février à avril, ont été principalement imputables à l'évolution de la balance des opérations courantes, devenue alors déficitaire. Les importations se sont fortement accrues en volume, à la suite de la reprise de l'activité économique et de l'accélération de la constitution des stocks. En termes nominaux, la progression a été encore plus marquée à cause de la hausse des cours mondiaux des matières premières et de la dépréciation de la lire. Les exportations, en revanche, ont été freinées par les grèves dans la métallurgie et les industries mécaniques.

Union Economique Belgo-Luxembourgeoise. Il est parfois difficile d'évaluer les éléments de la balance des paiements de l'U.E.B.L., celle-ci n'étant pas calculée intégralement sur la base des transactions, mais en partie sur celle des règlements. L'an dernier, toutefois, l'évolution de termes de paiement n'a probablement pas joué un rôle très marquant. La balance commerciale s'est soldée par des recettes nettes d'un montant de FB 46 milliards, tandis que les statistiques douanières, établies sur une base f.o.b. ajustée (y inclus l'excédent net des opérations de courtage sur marchandises à l'étranger et du commerce de l'or non monétaire), ont fait apparaître un surplus de FB 52 milliards. Les chiffres correspondants pour 1971 étaient respectivement de FB 41 milliards et FB 23 milliards. Toutefois, s'il est hors de doute que la balance commerciale calculée sur la base des transactions s'est fortement améliorée, les résultats se dégageant ainsi des statistiques douanières donnent peut-être une idée trop optimiste de cette évolution; il est probable qu'il y a eu sous-évaluation des ventes à l'étranger en 1971 du fait de la taxe qui les a frappées cette année-là et qui a été supprimée au début de 1972.

La progression des exportations a été de 14% en valeur et d'un pourcentage seulement légèrement inférieur en volume; elle a été surtout marquée pour les produits métallurgiques, chimiques et agricoles. Les importations se sont accrues de 9% en valeur et de 10½% en volume, ce dernier résultat traduisant une légère accélération liée à la modeste reprise de la demande interne. Les termes de l'échange se sont améliorés de 2% l'année passée, ce qui a compensé la détérioration enregistrée en 1971.

Les progrès de la balance des opérations courantes ont été largement effacés par la forte poussée des sorties nettes de capitaux, celles-ci ayant atteint FB 30,8 milliards en 1972. Les décaissements nets au titre des opérations du secteur privé sur fonds à long terme, notamment, ont plus que doublé, de sorte que le déficit de ce poste

Union Economique Belgo-Luxembourgeoise: Balance des paiements.¹

Postes	1971	Année entière	1972				1973 1er trimestre
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
en milliards de francs belges							
Commerce extérieur ²							
Exportations	526,1	586,5	139,5	141,1	143,4	162,5	167,0
Importations	486,7	540,4	128,2	130,3	133,0	148,9	154,5
Balance commerciale	+ 41,4	+ 46,1	+ 11,3	+ 10,8	+ 10,4	+ 13,6	+ 12,5
Services et transferts	+ 0,1	+ 3,7	+ 1,2	- 1,2	+ 0,1	+ 3,6	+ 2,5
Balance des paiements courants . .	+ 41,5	+ 49,8	+ 12,5	+ 9,6	+ 10,5	+ 17,2	+ 15,0
Mouvements de capitaux (chiffres nets) ³	- 16,1	- 30,8	- 16,8	- 2,9	- 0,6	- 10,5	- 9,7
Allocations de D.T.S.	+ 3,5	+ 3,5	+ 3,5	-	-	-	-
Balance générale . .	+ 28,9	+ 22,5	- 0,8	+ 6,7	+ 9,9	+ 6,7	+ 5,3

¹ En partie sur la base des règlements. ² Les exportations et les importations sont calculées en partie sur la base des prix c.a.l. ³ Y compris les erreurs et omissions.

s'est chiffré à FB 17,4 milliards. Cette augmentation est due pour l'essentiel à la progression des achats de valeurs étrangères effectués par les résidents, principalement pour des considérations de rendement. De plus, les entrées de capitaux étrangers au titre des investissements directs ont fléchi de FB 4,5 milliards. Le Trésor belge, enfin, a continué de réduire son endettement à court terme en devises et en or.

L'excédent global de FB 22,5 milliards obtenu l'an dernier a donc été inférieur de FB 6,4 milliards à celui de 1971.

Au cours du premier trimestre de 1973, la balance générale a dégagé un solde positif de FB 5,3 milliards. Les décaissements nets au titre des mouvements de capitaux identifiés se sont fortement accrus, tandis que les opérations sur marchandises, telles qu'elles ressortent des statistiques douanières, ont accusé une détérioration; les recettes nettes ont donc été imputables en grande partie aux entrées de fonds résultant de décalages dans les paiements.

Pays-Bas. Le tassement de la demande interne, conjugué au gonflement des commandes passées par l'étranger et à une amélioration de 2% des termes de l'échange, a provoqué l'an dernier un revirement d'environ FL 4,3 milliards dans le compte des opérations courantes qui, de déficitaire, est devenu largement excédentaire. Ce mouvement a été toutefois compensé en grande partie par un changement de sens, d'une ampleur à peu près équivalente, du solde des transactions financières à long terme, de sorte que la balance générale a dégagé finalement un excédent de FL 2,5 milliards, à peu près égal à celui de l'année précédente.

Malgré la réévaluation du florin, les exportations se sont développées à une cadence assez élevée, encore que les taux d'accroissement en valeur et en volume – respectivement 12½ et 11% – aient été inférieurs aux chiffres correspondants de 1971. Les importations ont progressé de 6% en termes nominaux, mais de 4½% seulement en termes réels, les prix ayant généralement fléchi. L'augmentation des achats à l'étranger de biens de consommation a été de 10%, chiffre nettement inférieur à la moyenne, tandis que les acquisitions de biens d'équipement se sont réduites de 13%. Aussi la balance commerciale a-t-elle dégagé un solde positif de FL 1,2 milliard, contre un déficit de FL 2,4 milliards en 1971.

L'excédent des transactions invisibles s'est également accru – de FL 0,6 milliard – pour s'établir à FL 2,2 milliards. Ce changement est dû pour moitié à l'expansion des recettes provenant des transports et des assurances de marchandises. Le revenu net des investissements s'est également inscrit en forte hausse, et le déficit du tourisme s'est contracté. La balance des opérations courantes, après avoir été négative pendant deux ans, a par suite enregistré un solde positif appréciable de FL 3,4 milliards.

Le renversement de la balance des mouvements de capitaux à long terme, où les recettes nettes ont fait place à des versements nets, a représenté une variation totale de FL 3,9 milliards, imputable pour les trois-cinquièmes aux opérations sur valeurs mobilières. Avec la mise en vigueur du «circuit fermé des obligations», on a vu se tarir en Bourse les ventes nettes aux non-résidents de valeurs néerlandaises à revenu fixe, alors que les transactions de l'espèce avaient donné lieu en 1971 à une entrée

Pays-Bas: Balance des paiements.¹

Postes	1970	1971	1972	1971		1972	
				1er semestre	2ème semestre	1er semestre	2ème semestre
en millions de florins							
Commerce extérieur (f.o.b.)							
Exportations	39.625	44.455	50.115	21.765	22.690	24.305	25.810
Importations	42.850	46.895	48.920	23.470	23.425	24.160	24.760
Balance commerciale	- 3.225	- 2.440	+ 1.195	- 1.705	- 735	+ 145	+ 1.050
Services et transferts	+ 1.345	+ 1.570	+ 2.205	+ 370	+ 1.200	+ 720	+ 1.485
Balance des paiements courants . .	- 1.880	- 870	+ 3.400	- 1.335	+ 465	+ 865	+ 2.535
Mouvements de capitaux à long terme . .	+ 1.895	+ 1.315	- 2.580	+ 870	+ 445	- 765	- 1.815
Balance de base . .	+ 15	+ 445	+ 820	- 465	+ 910	+ 100	+ 720
Mouvements de capitaux à court terme²	+ 1.555	+ 1.575	+ 1.390	+ 1.650	- 75	+ 900	+ 490
Allocations de D.T.S.	+ 315	+ 270	+ 270	+ 270	-	+ 270	-
Balance générale . .	+ 1.885	+ 2.290	+ 2.480	+ 1.455	+ 835	+ 1.270	+ 1.210

¹ Sur la base des transactions. ² Y compris les erreurs et omissions.

nette de FL 1,2 milliard. Cette évolution n'a été compensée qu'en partie par l'accroissement des achats d'actions néerlandaises par les non-résidents. De leur côté, les résidents ont fortement développé leurs acquisitions de titres étrangers (principalement américains). Les investissements directs ont accusé un déficit de FL 0,2 milliard, contre un excédent de FL 0,5 milliard en 1971. Les investissements néerlandais à l'étranger ont connu en effet une forte expansion, tandis que les entrées de capitaux étrangers se sont légèrement contractées. La balance des crédits à long terme est également devenue déficitaire, s'étant dégradée de FL 0,4 milliard par rapport à 1971. On a enregistré en outre une détérioration de FL 0,2 milliard au titre des transactions officielles.

Les opérations sur capitaux à court terme, qui comprennent principalement des mouvements non enregistrés liés aux décalages dans les paiements, ont continué de dégager au total un excédent appréciable, qui n'a été que légèrement inférieur au chiffre de 1971 malgré le niveau relativement faible des taux d'intérêt à court terme pratiqués sur le marché intérieur.

Suisse. Tant les opérations courantes que les mouvements de capitaux ont été caractérisés, l'an passé, par une situation d'équilibre approximatif, la balance générale des paiements n'ayant fait ressortir qu'un excédent de \$135 millions. En 1971, en revanche, les entrées monétaires, dont la source était presque exclusivement les mouvements de capitaux, s'étaient élevées à \$2,7 milliards environ. (On notera toutefois que les chiffres des deux années ne sont pas strictement comparables, en raison de

modifications intervenues dans la classification statistique des fonds fiduciaires gérés par les banques.)

Le déficit commercial s'est creusé l'an dernier, malgré une amélioration de près de 3½% des termes de l'échange résultant principalement du réaligement monétaire de décembre 1971. L'accélération de la progression des importations en valeur, de 6½ à 9% d'une année à l'autre, est due, à raison des quatre-cinquièmes environ, à une augmentation en volume tant en 1971 qu'en 1972. Quant aux exportations, elles ont accusé un accroissement de 11% en termes nominaux, imputable pour plus de la moitié à la hausse des prix. Ce sont les importations de biens de consommation qui ont enregistré la plus forte avance, avec un taux de 15%, le fait s'expliquant par la vigueur de la demande interne. Du côté des exportations, le développement le plus rapide (environ 17½%) a été observé dans le secteur des matières premières et des produits semi-finis.

L'excédent des paiements courants a été, avec \$85 millions, à peu près le même qu'en 1971, la détérioration de \$155 millions de la balance commerciale ayant été pratiquement compensée par l'amélioration du compte des transactions invisibles. Les recettes nettes procurées par les revenus des investissements et par le tourisme ont largement progressé, tandis qu'on a noté une légère augmentation du solde des transferts, sous l'effet principalement du gonflement des envois de fonds des travailleurs immigrés provoqué par la hausse des salaires.

Les mouvements financiers se sont fortement ressentis des mesures prises par les autorités pour encourager les exportations de capitaux et faire échec à un afflux de devises. Les sorties identifiées sont passées de \$1,2 milliard en 1971 à plus de \$2 milliards en 1972, du fait de l'augmentation des placements effectués à l'extérieur par les sociétés d'investissement et des acquisitions nettes de valeurs étrangères à revenu fixe. Aussi estime-t-on à quelque \$2,1 milliards pour l'an dernier le montant des entrées nettes de capitaux non identifiées.

Autriche. L'expansion de l'économie interne se poursuivant à un rythme rapide, le déficit des opérations courantes s'est aggravé l'an dernier de \$80 millions, pour atteindre \$170 millions. Celui de la balance commerciale a continué de s'amplifier, mais il a été compensé en grande partie par l'excédent croissant des transactions invisibles. Dans le cas de l'Autriche, on estime que les entrées de capitaux non identifiées proviennent en grande partie de transactions courantes plutôt que d'opérations financières. Les évaluations officielles donnent à penser que, si l'on tenait compte de ces entrées, la balance des paiements courants apparaîtrait comme ayant presque été en équilibre tant en 1971 qu'en 1972.

Les importations de marchandises se sont accrues de 15% en valeur, soit légèrement plus que l'année précédente, mais l'expansion en volume a été de 16%, c'est-à-dire le double de celle de 1971, la valeur moyenne des produits acquis à l'extérieur ayant diminué de 1% après s'être inscrite en hausse de 4,5% un an auparavant. Les achats de biens de consommation et de biens d'équipement ont progressé, grosso modo, au même taux, ce qui montre que la croissance de la demande interne a reposé sur une base très large.

Le gonflement des exportations (+13,5%) a été lui aussi entièrement imputable à la variation en volume. Pour la seconde année de suite, en effet, les producteurs autrichiens ont réussi à tenir leurs prix exprimés en monnaie nationale, voire à les baisser. Le développement des ventes à l'étranger s'est produit essentiellement au second semestre, époque pendant laquelle elles ont marqué une tendance à l'accélération. Cette évolution est due en partie à la reprise économique observée chez certains des principaux partenaires commerciaux de l'Autriche, notamment en Allemagne fédérale, mais aussi aux effets des réductions réciproques de droits de douane intervenues en octobre pour le commerce avec les pays de la C.E.E. à la suite de la conclusion d'un

Autres pays d'Europe: Balance des paiements.¹

Pays	Années	Balance commerciale (f.o.b.)	Services et transferts	Balance des opérations courantes	Mouvements de capitaux en chiffres nets ²	Allocations de D. T. S.	Balance générale ³
Autriche	1971	- 1.075 ³	+ 985	- 90	+ 150	+ 20	+ 80
	1972	- 1.380 ³	+ 1.210	- 170	+ 290	+ 30	+ 150
Danemark	1971	- 685	+ 255	- 430	+ 565	+ 30	+ 165
	1972	- 420	+ 315	- 105	+ 280	+ 30	+ 205
Espagne	1971	- 1.600	+ 2.455	+ 855	+ 430	+ 40	+ 1.325
	1972	- 2.365	+ 3.020	+ 655	+ 980	+ 40	+ 1.675
Finlande	1971	- 460 ³	+ 120	- 340	+ 525	+ 20	+ 205
	1972	- 275 ³	+ 125	- 150	+ 335	+ 20	+ 205
Grèce	1971	- 1.320 ³	+ 980	- 340	+ 525	+ 15	+ 200
	1972	- 1.605 ³	+ 1.200	- 405	+ 910	+ 15	+ 520
Irlande	1971	- 385	+ 180	- 205	(+ 530)	+ 15	(+ 340) ⁴
	1972	- 330	+ 160	- 170	+ 175	+ 15	+ 20
Islande	1971	- 50	+ 5	- 45	+ 55	+ 5	+ 15
	1972	- 25	+ 5	- 20	+ 20	+ 5	+ 5
Norvège	1971	- 1.555 ³	+ 1.045	- 510	+ 655	+ 25	+ 170
	1972	- 1.130 ³	+ 1.010	- 120	+ 260	+ 30	+ 170
Portugal ⁵	1971	- 600	+ 805	+ 205	+ 155	-	+ 360
	1972	- 595	+ 1.080	+ 485	- 100	-	+ 385
Suède	1971	+ 395 ³	- 205	+ 190	+ 45	+ 35	+ 270
	1972	+ 660 ³	- 405	+ 255	+ 320	+ 35	+ 610
Suisse	1971	- 1.465 ³	+ 1.545	+ 80	(+ 2.590)	-	(+ 2.670) ⁶
	1972	- 1.620 ³	+ 1.705	+ 85	+ 50	-	+ 135 ⁶
Turquie	1971	- 495 ³	+ 385	- 110	+ 495	+ 15	+ 400 ⁸
	1972	- 680 ³	+ 630 ⁷	- 50 ⁷	+ 175 ⁷	+ 20	+ 145 ⁸
Yougoslavie ⁹	1971	- 1.315 ³	+ 840	- 475	+ 425	+ 20	- 30 ⁸
	1972	- 1.035 ³	+ 1.140	+ 105	+ 440	+ 20	+ 565 ⁸

¹ Sur la base des transactions. ² Y compris les erreurs et omissions. ³ Importations c.a.f. ⁴ Variations de la position extérieure nette des banques pour la période mai-décembre seulement, en raison du conflit dans la profession bancaire. ⁵ Balance des paiements entre le Portugal (métropole) et le reste du monde. ⁶ En raison d'importantes modifications apportées aux éléments constitutifs de la position extérieure nette des banques en Suisse (inclusion des fonds fiduciaires), les données relatives aux années 1971 et 1972 ne sont pas comparables entre elles. ⁷ Estimations. ⁸ Correspond à la variation des seuls avoirs officiels nets. ⁹ Données calculées sur la base des règlements.

accord intérimaire, cette mesure ayant également contribué à élever la cadence d'expansion des importations.

Comme en 1971, les recettes brutes tirées du tourisme ont progressé au rythme de 22%. Etant donné toutefois l'accélération constatée dans les dépenses à ce titre, l'excédent s'est accru de 18%, contre 25% en 1971. Le solde de la balance du tourisme, égal à \$1.130 millions, correspond à la quasi-totalité de l'excédent des transactions invisibles qui, en termes de dollars, a encore enregistré une augmentation considérable.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux, le fait le plus marquant a été le changement de sens du solde des transactions à long terme, les \$20 millions de décaissements nets enregistrés en 1971 ayant fait place l'an dernier à \$85 millions de recettes nettes; cette évolution est due tant à la forte progression des nouveaux emprunts contractés à l'étranger par le secteur privé qu'aux importants achats de valeurs mobilières autrichiennes effectués par des non-résidents. Compte tenu de quelques entrées de fonds non identifiées attribuables aux mouvements de capitaux à court terme et à l'allocation de D.T.S., la balance générale a dégagé un surplus de \$150 millions, contre \$80 millions en 1971.

Espagne. Malgré le vigoureux redressement de la conjoncture l'an dernier, l'excédent de la balance des paiements courants de l'Espagne n'a été, avec \$655 millions, que légèrement inférieur à celui de 1971. Certes, les importations ont accusé en valeur une hausse effective de plus de 30%, contre 5% l'année précédente, mais les exportations ont également continué de se développer et ce, au taux de 25% environ. De la sorte, le déficit commercial s'est aggravé l'an dernier de \$765 millions par rapport à 1971, année où les achats à l'étranger dépassaient déjà les ventes de \$1.600 millions. Cette détérioration a toutefois été compensée en grande partie par une amélioration de \$565 millions au titre des transactions invisibles, principalement attribuable aux bons résultats de la balance touristique ainsi qu'à l'augmentation des envois de fonds des travailleurs émigrés.

Le secteur le plus dynamique du commerce extérieur a été, cette année encore, celui des produits non agricoles, notamment dans le domaine du matériel de transport, où les importations ont à peu près doublé tandis que les exportations s'accroissaient de quelque 40%.

Les entrées nettes de capitaux à long terme, qui ont progressé en 1972 pour atteindre un total de \$755 millions, ont correspondu, à raison de près de 85%, à des investissements directs et à des achats de biens immobiliers. Les opérations sur fonds à court terme s'étant soldées par un apport net de \$225 millions, l'excédent global pour l'exercice 1972 s'est établi à \$1.675 millions, contre \$1.325 millions en 1971 et \$860 millions en 1970. Pour apprécier la vigueur exacte de la position extérieure de l'Espagne depuis quelques années, il suffit de comparer ces chiffres à ceux de la période 1965-69, au cours de laquelle le déficit s'élevait en moyenne à \$130 millions par an.

Danemark. Les progrès substantiels enregistrés l'an passé par la balance des paiements courants ont largement compensé la forte réduction des apports nets de capitaux, de sorte que la balance générale s'est soldée par un excédent de \$205 millions, soit \$40 millions de plus qu'en 1971.

Du fait de la reprise économique qu'ont connue un grand nombre d'importants partenaires commerciaux du Danemark, les exportations ont marqué une progression de 13% en valeur, imputable à concurrence des trois-cinquièmes à une augmentation en volume, puisque les prix dans ce secteur d'activité ont monté de 5%. L'expansion des ventes à l'étranger a touché l'ensemble des produits agricoles et industriels. Etant donné que les importations ont augmenté de 4% en valeur et en volume, le redressement de la balance commerciale peut être attribué en grande partie à l'amélioration de 5% des termes de l'échange. La physionomie des achats à l'extérieur a été assez irrégulière en cours d'année; alors que, pendant le premier semestre, ils ont fléchi par rapport à la période correspondante de l'année précédente en raison de la faiblesse de la demande interne et de l'introduction en octobre 1971 d'une surtaxe à l'importation, ils se sont fortement gonflés dans les six derniers mois sous l'effet de l'accélération de l'activité économique et de la réduction de ladite surtaxe.

Pour ce qui concerne les transactions invisibles, l'expansion rapide des recettes nettes des frets maritimes et du tourisme n'a été compensée que partiellement par l'augmentation des versements d'intérêts au titre de la dette extérieure et de l'aide aux pays en voie de développement.

Bien que les taux d'intérêt se soient maintenus au Danemark à un niveau relativement élevé tout au long de l'année, les mouvements de capitaux privés ont accusé de fortes variations qui traduisaient les vicissitudes de la confiance dans la couronne danoise, liées elles-mêmes à l'incertitude qui planait sur les relations futures avec la C.E.E. Aux entrées nettes du premier trimestre ont succédé des sorties durant l'été; à l'automne cependant, lorsqu'il se fut confirmé que le Danemark entrerait dans le Marché Commun, les mouvements financiers dégagèrent de nouveau des recettes nettes. Pour l'ensemble de l'année, les importations de capitaux privés (y compris les erreurs et omissions) se sont élevées à \$75 millions au total en chiffres nets, soit \$200 millions de moins qu'en 1971. Le fléchissement global des entrées a été accentué, en outre, par la diminution de \$80 millions des emprunts du secteur public à l'étranger — après une longue période d'augmentation — les autorités ayant délaissé le crédit extérieur pour se tourner vers les sources de financement internes.

Norvège. Si la très vigoureuse expansion des besoins de l'économie interne qu'on avait notée en 1971 s'est considérablement ralentie l'an dernier, la demande étrangère de produits norvégiens s'est en revanche vivement redressée en 1972. Aussi le déficit commercial s'est-il contracté de \$425 millions pour s'établir à \$1.130 millions.

Cette amélioration résulte principalement de l'évolution du commerce des navires: les exportations de l'espèce ont en effet presque doublé, après avoir accusé une baisse en 1971, tandis que les importations ont fléchi de 8%, contre une progression de 27% en 1971. En termes de dollars, les transactions sur navires ont laissé un excédent de \$10 millions, au lieu d'un déficit de \$270 millions en 1971. Les ventes dans les autres branches ont été également fort satisfaisantes, avec une augmentation d'environ 12% en valeur et de 13% en volume. L'expansion a porté sur une vaste gamme de produits, les gains les plus importants ayant été réalisés au titre des machines et du matériel de transport (18%). Les importations sont pratiquement restées

stationnaires, en termes tant nominaux que réels, le fléchissement des achats de matières premières ayant été compensé par une augmentation pour les autres grandes catégories de marchandises, notamment les produits manufacturés. La ventilation de la balance commerciale (transactions sur navires comprises) par zones fait ressortir des gains très élevés à l'égard des Etats-Unis et du Royaume-Uni: les importations en provenance de ces deux pays ont marqué un fléchissement, tandis que les exportations s'accroissaient de 30% et de plus de 20% respectivement.

Avec environ \$1.000 millions, l'excédent de la balance des services et des transferts a atteint à peu près le même chiffre qu'en 1971. Les résultats enregistrés pour les transferts et services autres que les frets maritimes ont été moins favorables, mais la détérioration notée à ce titre a été presque entièrement compensée par l'amélioration concernant justement les transports maritimes, dont les recettes nettes se sont élevées à \$1.140 millions l'an passé.

Par suite du maintien des taux d'intérêt à long terme à un niveau relativement faible et stable en Norvège, le recours au crédit étranger a perdu de son intérêt au fil des mois. La contraction des importations de navires s'est également traduite par une plus faible collecte de fonds étrangers. De ce fait, les entrées de capitaux à long terme ont représenté \$300 millions au total en chiffres nets, soit \$50 millions de moins qu'en 1971.

Déficitaire l'an dernier, la balance de base est devenue excédentaire en 1972, marquant une amélioration de \$340 millions. Quant à la balance générale, elle a laissé le même solde positif (\$170 millions) pour la deuxième année de suite. Aux entrées nettes de capitaux à court terme enregistrées en 1971 - du fait en grande partie de l'incertitude qui planait sur le taux de change - ont fait place, l'an passé, des sorties nettes, motivées principalement par des considérations de taux d'intérêt.

Suède. La lenteur de la reprise de l'activité interne explique, pour l'essentiel, la forte position de la couronne sur les marchés des changes l'an dernier. C'est ainsi que les résultats favorables des échanges commerciaux sont dus en grande partie à la réduction des stocks, ceux-ci étant constitués en Suède à raison de près de 40% de produits importés. Néanmoins, l'amélioration profonde de la situation des comptes extérieurs s'est poursuivie, et la balance des paiements courants, ajustée en fonction des facteurs conjoncturels, a été approximativement en équilibre. Cette évolution est conforme à l'objectif des autorités, qui est de compenser l'excédent commercial par le déficit des transactions invisibles, en particulier celui du tourisme.

Le solde positif de la balance commerciale s'est élevé l'an dernier à \$660 millions, contre \$395 millions en 1971. Les exportations se sont accrues, en valeur, au même rythme qu'en 1971 (9%), tandis que les importations se sont développées de 6% après être restées stationnaires au cours de l'année précédente. Les termes de l'échange se sont améliorés d'environ 1%, les prix ayant progressé de 3½% à la vente et de 2½% à l'achat. Si, en termes nominaux, l'expansion des exportations a touché l'ensemble des secteurs, la progression des ventes de produits des industries mécaniques est entièrement imputable à la hausse des prix, tandis que celle des livraisons de pâte à papier, de métaux et de denrées alimentaires résulte uniquement de variations en

volume. Bien que la reprise des investissements ait été beaucoup plus forte que celle de la consommation des particuliers, c'est le volume des achats à l'étranger de biens de consommation et de matières brutes utilisées dans ce secteur qui a fait apparaître la progression la plus vive, les importations de biens d'équipement s'étant développées à une cadence nettement plus modérée. Les achats à l'étranger de véhicules de tourisme ont augmenté d'environ 35% en valeur.

Malgré un excédent commercial record, la balance des paiements courants s'est soldée l'année dernière par un excédent qui ne dépasse que de \$65 millions celui de 1971, cela en raison surtout de l'augmentation de 18% des dépenses nettes au titre du tourisme, contre 12% l'année précédente. Alors que, en 1971, les recettes de l'espèce s'étaient développées dans des proportions comparables, elles n'ont augmenté en 1972 que d'un faible montant.

La balance des mouvements de capitaux, y compris les erreurs et omissions, a laissé des entrées nettes de \$320 millions l'année dernière, contre \$45 millions en 1971. Cette différence s'explique pour l'essentiel par le jeu de deux facteurs: du fait de l'assouplissement des conditions d'accès au crédit, les émissions d'obligations suédoises à l'étranger se sont fortement développées, passant d'environ \$85 millions à \$220 millions; en outre, l'évolution favorable des termes de règlements dans le domaine des frets s'est traduite par un revirement à concurrence de \$125 millions. Avec \$610 millions, la balance générale a dégagé un excédent plus de deux fois supérieur à celui de 1971.

Finlande. L'excédent de \$205 millions qu'a fait ressortir la balance générale des paiements en 1972 est du même ordre que celui de l'année antérieure. En dépit d'une détérioration de 5% des termes de l'échange, la balance commerciale a été à l'origine d'une amélioration sensible des transactions courantes, qui a cependant été annulée par un revirement des mouvements de capitaux à court terme.

Les exportations de marchandises se sont développées de 22% en valeur l'an dernier. Les prix ayant monté de 4% en moyenne, cette progression est imputable à concurrence des trois quarts à l'augmentation en volume. Celle-ci s'explique par l'intervention d'un certain nombre de facteurs: croissance régulière et soutenue de la demande étrangère, dépréciation effective du mark finlandais d'environ 5% de mai 1971 à fin 1972, montée en flèche de 40% des exportations de métaux et de produits de l'industrie mécanique en vertu d'un phénomène de rattrapage des retards accumulés pendant les grèves. Du fait de la faiblesse des investissements industriels en Finlande et de la hausse de 10% en moyenne des prix à l'importation, les achats à l'étranger n'ont progressé que de 2% en volume. Les acquisitions de biens de consommation ont toutefois enregistré une augmentation de 26% en termes nominaux, la hausse ayant même atteint 47% pour les véhicules de tourisme. Ce gonflement sensible est imputable en partie à l'abolition, au début de 1972, de la surtaxe de 15% frappant les ventes de biens de consommation durables — ce qui a eu pour résultat de reporter un certain volume d'importations de 1971 à 1972 — mais aussi à la suppression, en juin, des mesures restreignant les possibilités de financement des achats à l'étranger. Les importations de biens d'équipement sont restées stationnaires en valeur, mais elles ont accusé un fléchissement de 9% en volume.

Aussi le déficit commercial s'est-il contracté l'an dernier de \$185 millions par rapport à celui de 1971. En revanche, l'excédent des transactions invisibles a été à peu près le même que l'année précédente. L'accroissement des recettes nettes du tourisme et des transports a été compensé par une expansion des décaissements au titre des revenus des investissements.

Malgré le faible niveau d'activité dans le domaine des investissements, l'aisance régnant sur les marchés financiers internationaux a conduit les emprunteurs à recourir largement aux concours étrangers à long terme, d'où des entrées de \$730 millions, contre \$655 millions une année auparavant. Ainsi, nonobstant l'accélération des remboursements et les prorogations de crédits à long terme à l'exportation, les mouvements de capitaux de l'espèce se sont soldés par un excédent de \$370 millions, soit à peu près le même chiffre qu'en 1971. Le poste des transactions sur fonds à court terme est devenu déficitaire l'an dernier en raison d'une détérioration de \$185 millions, imputable pour l'essentiel aux variations intervenues dans les crédits à l'exportation et les paiements anticipés.

Autres pays d'Europe. En Islande, les sorties nettes au titre des opérations courantes, soit \$20 millions, ont été réduites à peu près de moitié l'an dernier. En dépit d'une détérioration de 2½% des termes de l'échange, le déficit commercial s'est fortement contracté, en raison surtout d'une vigoureuse expansion des exportations de produits de la métallurgie de l'aluminium et de poisson, mais aussi à cause d'un ralentissement de la croissance des importations, traduisant essentiellement un fléchissement de la formation brute de capital fixe. Les entrées nettes de capitaux ont également subi une baisse marquée, revenant de \$55 millions en 1971 à \$20 millions l'an dernier; cette évolution résulte des mesures prises par les pouvoirs publics pour limiter l'octroi de crédits aux fournisseurs étrangers, ainsi que d'une réduction du financement par l'étranger de la fonderie d'aluminium. L'excédent global de \$5 millions est donc imputable principalement à l'allocation de D.T.S.

En Irlande, également, le surplus de \$20 millions dégagé l'an dernier a été imputable en quasi-totalité à l'allocation de D.T.S. La chute rapide des recettes globales nettes par rapport à 1971, exercice pour lequel elles avaient été évaluées à \$340 millions, est due entièrement à la contraction des entrées de capitaux, tombées de quelque \$500 millions en 1971 à \$175 millions l'an dernier. Le déficit de la balance des paiements courants a diminué, en revanche, de \$35 millions. Cette évolution a porté exclusivement sur les transactions visibles, qui ont bénéficié d'une amélioration de 8½% des termes de l'échange. Les exportations ont accusé une progression de 20% en valeur, attribuable à raison des deux tiers à la hausse de la valeur unitaire. Le secteur le plus dynamique a été celui des produits industriels, dont les ventes à l'étranger ont augmenté de 28½%. Les importations ont enregistré un accroissement de 15%, qui s'explique pour plus des deux tiers par une expansion en volume. C'est dans la catégorie des biens de consommation que la progression a été la plus marquée (24%).

La balance générale des paiements du Portugal a fait apparaître l'an dernier \$385 millions de recettes nettes, soit légèrement plus qu'en 1971. Malgré l'intensification de la demande interne, le déficit de la balance commerciale s'est très légèrement contracté, les termes de l'échange s'étant améliorés, comme dans le cas de l'Irlande, de

près de 9%. Les exportations ont progressé de 17½% en valeur et de 4% en volume, les importations de 14½ et 10½% respectivement. Grâce au développement constant des envois de fonds des émigrants et des recettes touristiques, l'excédent au titre des transactions invisibles a atteint \$1.080 millions, augmentant de \$275 millions par rapport à 1971. Le surplus des transactions courantes s'est ainsi établi à \$485 millions, contre \$205 millions l'année précédente. Cette amélioration a été compensée en grande partie par une détérioration de la balance des transactions financières, qui est devenue déficitaire; les entrées au titre des opérations de crédit à court terme se sont amenuisées, tandis que les mouvements de capitaux à moyen et à long terme enregistraient un retournement de \$200 millions, dû principalement à la forte aggravation du déficit du secteur public à l'égard de la zone escudo.

L'accélération continue de l'activité économique en Grèce a causé une nouvelle dégradation de la balance commerciale, dont le solde négatif a augmenté, l'an dernier, de \$285 millions pour atteindre \$1.605 millions. En valeur absolue, l'accroissement des importations a été bien supérieur à celui des exportations, mais en pourcentage la situation est inverse, les importations ayant progressé de 20% et les exportations de près de 35%. Les ventes de produits industriels, notamment, ont augmenté de plus de 50%, leur part dans le montant total des livraisons à l'étranger atteignant les deux-cinquièmes, contre 6% seulement il y a dix ans. Les recettes au titre du tourisme, des transports maritimes et des envois de fonds des travailleurs émigrés ont continué de se développer, de sorte que l'excédent des transactions invisibles s'est établi à \$1.200 millions, soit \$220 millions de plus qu'en 1971. La persistance du mouvement d'expansion rapide de l'activité a engendré d'importantes entrées de capitaux, qui, à leur tour, ont contribué à cet essor de l'économie. Les recettes nettes au titre des capitaux à long et à court terme ont atteint \$910 millions – soit près du double du montant enregistré l'année précédente. Aussi la balance globale s'est-elle soldée par un excédent de \$520 millions, contre un surplus de \$200 millions en 1971 et un déficit de \$10 millions en 1970.

En Turquie, également, la poursuite de l'expansion économique a provoqué une aggravation du déficit commercial, qui a atteint \$680 millions l'an dernier. Les exportations ont progressé de 30%, soit à peu près au même rythme que les importations. La croissance a été particulièrement vive pour les produits industriels, qui représentent maintenant près d'un tiers du total des ventes à l'étranger. Les importations de l'espèce se sont également développées rapidement, mais celles de produits agricoles se sont contractées. En ce qui concerne les transactions invisibles, le fait le plus marquant a été la progression de \$260 millions des envois de fonds des travailleurs émigrés, qui se sont élevés au total à \$730 millions l'an dernier. L'excédent de \$50 millions dégagé au titre du tourisme a été supérieur, lui aussi, à celui de l'an dernier. L'amélioration de la balance des transactions courantes a été toutefois largement compensée par le fléchissement des entrées nettes de capitaux (y compris les opérations des banques, qui constituent, il est vrai, un poste relativement secondaire): ces mouvements ont atteint au total \$175 millions en 1972, soit un tiers environ du montant de l'année précédente. Le solde positif global s'est établi en conséquence à \$145 millions, contre \$400 millions en 1971.

En Yougoslavie, le ralentissement de l'expansion économique l'an dernier, ainsi que les deux dévaluations du dinar en 1971 et les mesures sélectives prises pour améliorer

la balance commerciale expliquent le changement de sens de la balance des opérations courantes, devenue excédentaire après avoir enregistré un important déficit. Calculé sur la base des règlements, ce renversement a porté sur près de \$600 millions. Sur la base des transactions, la variation semble avoir été encore plus forte. Les statistiques douanières font état d'une augmentation de 18% des exportations et d'une réduction de 5% des importations, alors que les données de la balance des paiements font ressortir une expansion des achats à l'étranger. L'amélioration de la balance commerciale s'est accompagnée d'une progression de \$300 millions de l'excédent des transactions invisibles, due principalement au développement des envois de fonds des émigrants et des recettes touristiques, ce qui a porté le solde positif total à \$1.140 millions. Les entrées nettes de capitaux se sont élevées à \$440 millions, niveau à peu près identique à celui de 1971: le remboursement des dettes à court terme a été largement compensé par d'importants emprunts nets à long terme. La balance générale s'est donc soldée par un excédent de \$565 millions, contre un léger déficit l'année précédente.

Europe de l'Est. La balance commerciale des pays de l'Europe de l'Est à l'égard du reste du monde a laissé un déficit de \$0,3 milliard, contre un excédent d'environ \$1 milliard en 1971. L'Union Soviétique a enregistré pour sa part une détérioration de quelque \$2 milliards du fait d'une vive progression des importations qui ne s'est accompagnée que d'une faible avance des exportations. Quant aux échanges commerciaux des autres pays du groupe, ils font apparaître une amélioration de \$0,7 milliard, les ventes à l'étranger progressant généralement à une allure plus rapide que les achats. Ce revirement semble imputable pour l'essentiel au commerce des six pays avec l'Union Soviétique, qui s'est apparemment soldé par un excédent appréciable en 1972 alors qu'il était approximativement équilibré en 1971. On peut admettre que les remboursements de dettes par un certain nombre de pays de l'Europe de l'Est

Europe de l'Est: Echanges commerciaux.

Pays	Exportations		Importations		Balance commerciale	
	1971	1972	1971	1972	1971	1972
	variations annuelles, en pourcentage, des valeurs en monnaies nationales*				en millions de dollars E.U.	
Bulgarie	8,9	10,1	15,8	11,0	60	55
Hongrie	7,9	21,2	19,3	— 2,9	— 490	140
Pologne	9,1	17,2	11,9	21,6	— 165	— 405
République démocratique allemande	10,8	12,5	2,3	11,5	115	200
Roumanie	13,5	13,7	7,3	14,3	—	— 15
Tchécoslovaquie	10,2	12,9	8,5	7,1	170	460
U.R.S.S.	7,9	2,5	6,3	18,5	1.325	— 685
Total	9,1	9,6	8,4	13,7	1.015	— 250

* Pour la Hongrie, la Pologne et la République démocratique allemande, en unités de compte utilisées dans le commerce extérieur.
Sources: Nations Unies, Commission Economique pour l'Europe, *Etude sur la situation économique de l'Europe en 1972*, et Nations Unies, *Bulletin mensuel de statistiques*.

et leur participation croissante aux programmes d'exploitation des matières premières en Union Soviétique ont été pour quelque chose dans cette évolution.

Les échanges entre les différents pays à économie planifiée — qui représentent la plus grande partie de leur commerce — ont marqué une nouvelle et vive progression l'an passé. Cependant, tant les ventes que les achats aux pays industrialisés à économie de marché — principalement les pays d'Europe occidentale, l'Amérique du Nord et le Japon — semblent s'être développés dans certains cas à un rythme encore plus élevé que les échanges à l'intérieur de la zone. En Pologne, en Union Soviétique, en République démocratique allemande et en Roumanie, les importations en provenance de ces pays — il s'agit principalement de machines et d'autres équipements industriels, mais aussi de céréales — ont fortement progressé par rapport aux exportations, d'où un élargissement des déficits des échanges commerciaux avec lesdits pays. En Bulgarie et en Tchécoslovaquie, l'expansion a été plus équilibrée, ce qui a permis de maintenir les déficits avec les pays industrialisés à peu près au niveau atteint en 1971. Quant à la Hongrie, elle a fortement comprimé son solde négatif grâce à un vigoureux développement des exportations. De ce fait, le déficit du groupe des membres du Comecon envers les pays industrialisés à économie de marché s'est fortement accentué et les emprunts sur les marchés financiers occidentaux ou les crédits obtenus auprès des institutions des pays considérés finançant les exportations se sont considérablement développés. En ce qui concerne le commerce avec les pays non industrialisés à économie de marché, des données provisoires semblent indiquer qu'il s'est de nouveau soldé par un surplus élevé et qu'il a été partiellement financé par le crédit.

En *Union Soviétique*, l'accroissement spectaculaire des importations s'explique principalement par l'achat à l'étranger de céréales et autres denrées alimentaires. En outre, la forte progression des investissements industriels a conduit à une expansion considérable des acquisitions d'équipements et de machines très perfectionnés, surtout dans les pays à économie de marché. Les résultats des exportations se sont partiellement ressentis du recul de la production dans le secteur agricole, ainsi que, dans une certaine mesure, du ralentissement de l'expansion industrielle. Par ailleurs, l'aide aux autres pays membres du Comecon a plafonné, et l'on a vu naître un courant compensatoire d'importations de marchandises.

En *République démocratique allemande*, l'accroissement plus rapide du commerce extérieur a été facilité par l'expansion accélérée de la production globale. Les autorités s'étant spécialement efforcées de contenir la demande interne, les exportations nettes ont enregistré une vive progression, ce qui a permis à la R.D.A. de se désendetter à l'égard des autres pays du Comecon. Même situation en *Tchécoslovaquie*, Etat qui avait également, dans le passé, accumulé des dettes envers d'autres membres de la zone. Dans ce pays, les importations de biens de consommation ont fléchi grâce au développement de l'offre interne. En *Hongrie*, les autorités ont également comprimé la demande — en particulier celle d'investissements — de façon à dégager davantage de ressources pour les exportations. En outre, elles ont renforcé le contrôle des importations, tandis qu'une bonne récolte permettait de réduire les achats à l'étranger de denrées alimentaires.

En *Pologne*, la mise en œuvre d'une politique expansionniste s'est traduite par une progression de la demande interne plus rapide que celle de la production. De

ce fait, les importations de biens de consommation et d'équipement se sont inscrites en forte hausse. En même temps, toutefois, les exportations se sont vivement développées, dans le secteur surtout des denrées alimentaires et des matières premières. Comme dans le passé, une partie importante du déficit commercial a été couverte par l'excédent des services. En *Roumanie*, le ralentissement des importations de produits agricoles semble avoir été plus que compensé par une accélération des achats de biens intermédiaires et de biens de consommation. Comme les exportations ont été de nouveau en forte expansion, la balance commerciale a été maintenue en quasi-équilibre. En *Bulgarie*, les importations de denrées alimentaires ont baissé grâce à de bonnes récoltes, mais les achats de machines à l'étranger ont continué de s'accroître rapidement. La progression des exportations a été due en grande partie à une expansion marquée des ventes de biens d'équipement.

IV. OR, RÉSERVES MONÉTAIRES ET CHANGES.

Or: production, marchés et réserves.

Après avoir fléchi de 40 tonnes en 1971, la production d'or dans le monde (à l'exclusion de celle de l'U.R.S.S., des autres pays d'Europe de l'Est, de la Chine continentale et de la Corée du Nord) s'est encore contractée de 70 tonnes en 1972, tombant ainsi à 1.180 tonnes. A ce niveau, elle a été inférieure de 10% au chiffre record atteint en 1970 et à peine supérieure à ce qu'elle était dix ans auparavant. La baisse intervenue en 1972 est presque entièrement le fait de la production sud-africaine, celle-ci ayant diminué de 68 tonnes. Les seules autres variations de quelque importance ont été la nouvelle chute, de 6 tonnes, de la production canadienne et la progression, de 4 et 3 tonnes respectivement, enregistrée en Australie et au Japon.

Le recul de 7% de la production de métal jaune en Afrique du Sud l'an dernier a résulté de la réduction, à concurrence de 2,1%, du tonnage de minerai traité et de la diminution, à raison de 4,8%, de la teneur moyenne en or du minerai extrait. Le passage à l'exploitation de gisements moins riches est certainement lié à la hausse des cours (le prix moyen payé à l'industrie sud-africaine par once de métal a augmenté de 38% entre 1971 et 1972), cette hausse réduisant bien entendu la teneur minimum en or nécessaire pour rendre l'extraction rentable. Dans le cas de l'Afrique du Sud, la structure géologique des gisements laisse de très larges possibilités de recours à des mines à rendement de plus en plus faible au fur et à mesure de la montée du prix du métal; cette conséquence naturelle d'une hausse des cours est renforcée à la fois par le caractère progressif du barème des impôts sur les bénéfices de l'activité minière

Production d'or dans le monde.

Pays	1929	1940	1946	1953	1968	1969	1970	1971	1972
	en tonnes métriques								
Afrique du Sud	323,9	436,9	370,9	371,4	969,5	972,8	999,9	975,6	908,7
Canada	60,0	165,9	88,5	126,1	85,3	79,2	74,9	69,7	63,2
Etats-Unis	64,0	151,4	48,9	60,9	46,0	53,9	54,2	46,5	44,4
Japon	10,4	27,0	1,2	8,0	19,1	21,1	22,0	24,0	27,7
Australie	13,3	51,1	25,6	33,4	24,3	21,7	19,4	20,9	24,9
Ghana	6,4	27,6	18,2	22,7	22,6	22,0	21,9	21,7	22,5
Philippines	5,1	34,9	—	14,9	16,4	17,8	18,7	19,9	20,2
Rhodésie	17,4	25,7	16,9	15,6	15,5	14,9	15,6	15,6	15,6
Colombie	4,3	19,7	13,6	13,6	7,5	6,8	6,3	5,9	5,8
Zaire	4,9	17,4	10,3	11,5	5,3	5,5	5,5	5,3	4,7
Mexique	20,4	27,4	13,1	15,0	5,5	5,6	6,2	4,7	4,4
Total	530,1	985,0	607,2	693,1	1.217,0	1.221,3	1.244,6	1.210,8	1.142,1
Autres pays	40,4	180,0	59,3	61,1	43,3	40,5	42,7	36,8	35,6
Estimation de la production mondiale*	570,5	1.165,0	666,5	754,2	1.260,3	1.261,8	1.287,3	1.247,6	1.177,7

* Non compris l'U.R.S.S., l'Europe de l'Est, la Chine continentale et la Corée du Nord.

et par la politique des pouvoirs publics, qui veillent à ce que les ressources aurifères du pays soient exploitées le plus rationnellement possible. La production d'or sud-africaine a continué de fléchir pendant les quatre premiers mois de 1973; elle s'est élevée pendant cette période à 285 tonnes, soit 5,3% de moins que durant la période correspondante de 1972.

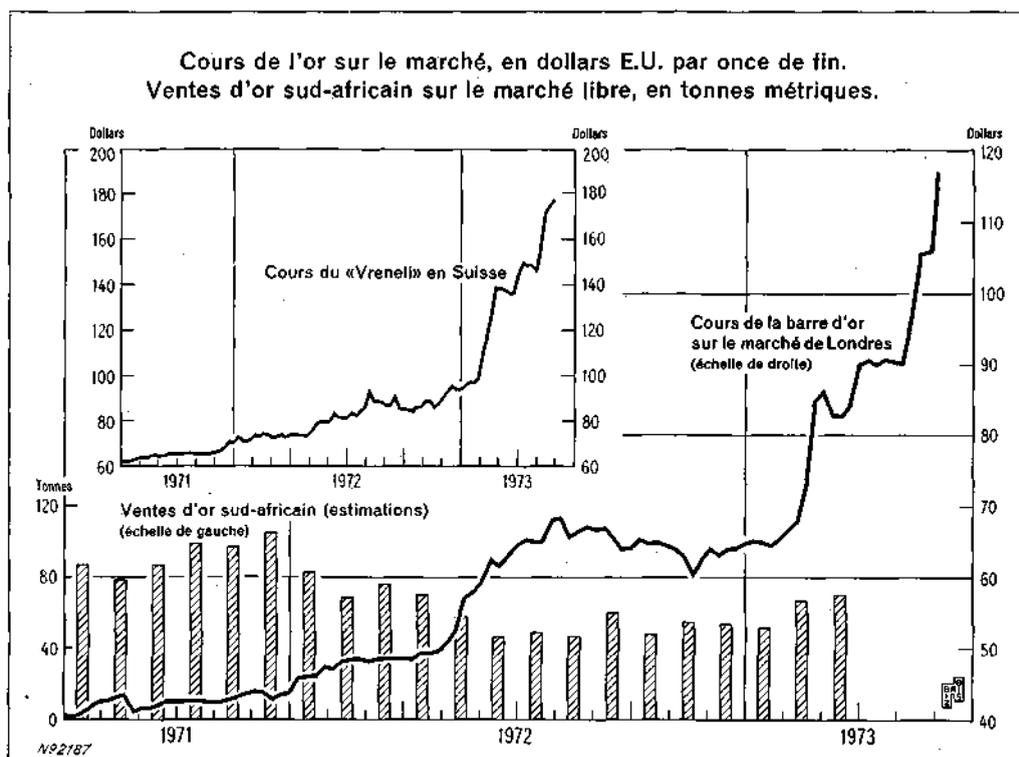
Il semble que l'incidence du fléchissement de la production occidentale sur l'offre totale d'or nouvellement extrait ait été largement compensée par une augmentation des ventes de l'U.R.S.S. et des autres pays d'Europe de l'Est. On peut estimer celles-ci à 205 tonnes pour 1972, contre 90 tonnes en 1971. De ce fait, il est possible d'évaluer le volume total offert à 1.385 tonnes, soit environ 3% de plus que le chiffre de 1971. Le tonnage de métal jaune acheminé vers les marchés occidentaux a toutefois été bien moindre que l'année précédente - 1.290 tonnes contre 1.425 tonnes. La raison en est que, d'une année à l'autre, la balance des paiements de l'Afrique du Sud est passée d'une position déficitaire à un solde positif, le résultat ayant été une chute de près d'un tiers (de 1.050 tonnes à 715 tonnes) des cessions faites au marché par ce pays. Les ventes de métal jaune effectuées sur le marché par les autres pays (non compris l'U.R.S.S. et l'Europe de l'Est) semblent avoir progressé l'an dernier de quelque 85 tonnes pour atteindre un total évalué à 370 tonnes.

La diminution du volume commercialisé l'an dernier s'est accompagnée d'un vif essor de la demande de caractère non monétaire. La demande d'or aux fins d'investissement, laquelle couvre probablement l'accroissement des stocks des industries utilisatrices de ce métal, semble avoir connu une vive expansion en 1972, en partie du fait de la précarité de la situation monétaire internationale, mais aussi à cause des perspectives qui s'ouvrent à l'or en tant que marchandise dans un monde adonné à la croissance économique rapide et à l'inflation. Il convient de remarquer en outre que les applications industrielles du métal jaune se sont encore étendues dans les pays développés. On constate en revanche que les achats en provenance des régions où se pratique traditionnellement la thésaurisation de l'or, comme l'Inde et l'Extrême-Orient, ont très sensiblement diminué.

Origine et emplois de l'or (estimations).

Rubriques	1968 (avril à décembre)	1969	1970	1971	1972
	en tonnes métriques				
Production	940	1.260	1.290	1.250	1.180
Ventes des pays communistes (estimations)	—	5	50	90	205
Total	940	1.265	1.340	1.340	1.385
Variations des encaisses officielles des pays occidentaux	595	110	290	— 85	95
Ventes sur le marché libre*	345	1.155	1.050	1.425	1.290

* Chiffres résiduels.



Sous l'effet conjoint de la baisse du volume d'or neuf mis sur le marché et de la forte demande d'origine non monétaire, le cours du métal sur le marché a effectué en 1972 une ascension jusqu'alors sans précédent (50%) qui l'a porté à \$65 l'once. Ce mouvement a toutefois été complètement éclipsé par la flambée de hausse encore plus vive qui a marqué jusqu'à présent l'année 1973, et qui a fait monter le cours à plus de \$120 l'once, malgré l'accroissement des ventes sud-africaines et soviétiques.

Au début de l'année 1972, l'or cotait environ \$43,50 l'once sur le marché. Son cours a atteint ensuite une pointe d'un peu plus de \$49 au début de février, partie à cause de la dévaluation du dollar consécutive à l'Accord de Washington, partie en raison de la réduction des apports de l'Afrique du Sud, dont la balance des paiements commençait à s'améliorer. Après un léger recul par rapport au niveau du début de février, le prix s'est maintenu entre \$48 et \$48,50 jusqu'à la mi-avril. A ce moment, la République sud-africaine commença, pour la première fois depuis 1969, à accroître ses réserves de métal par prélèvement sur sa production courante, dont le niveau avait, entre-temps, sensiblement fléchi par rapport à 1971; on constata en outre une suspension temporaire des ventes de l'Union Soviétique. Cette raréfaction de l'offre eut notamment pour effet de stimuler la demande des investisseurs et des spéculateurs et, par le jeu combiné de ces deux facteurs, de porter le cours de l'once d'or sur le marché de \$48,50 le 11 avril à \$66,75 le 8 juin.

Il s'est bien produit ensuite une certaine réaction, mais celle-ci a été de courte durée; à la suite de la mise en flottement de la livre sterling et du nouveau mouvement de fuite devant le dollar, le cours remontait à quelque \$65 l'once au début de juillet. Vers

la fin du même mois, les bruits qui couraient sur la possibilité de voir la C.E.E. adopter un nouveau prix, plus élevé, pour les règlements officiels en or au sein du Marché Commun imprimèrent un nouvel élan à la cote; le 2 août était atteint le cours de \$70 l'once, qui se révéla être le sommet de la courbe de l'année.

Les informations selon lesquelles l'U.R.S.S. serait peut-être obligée de céder du métal jaune pour financer des achats de céréales ont alors provoqué de nouveau, aux alentours du 15 août, un fléchissement des cours à environ \$65 l'once. Par la suite, la cote a oscillé de part et d'autre de ce niveau jusqu'en novembre, où elle est tombée, vers le 15, à environ \$60 — probablement par réaction à la tendance au raffermissement du dollar observée depuis l'été. Vers la fin de l'année, toutefois, la demande d'or a enregistré une nouvelle poussée, en partie parce que l'on prévoyait l'application de la taxe à la valeur ajoutée aux achats d'or en France et en Italie, mais également en raison des inquiétudes que suscitait l'issue des élections générales prévues en France pour mars 1973.

L'année 1973 s'est ouverte sur un cours d'environ \$65 l'once, et la situation est restée relativement calme jusqu'à ce qu'une nouvelle crise éclate sur le marché des changes vers la fin de janvier. La demande d'or a connu alors un regain de vigueur, qui a porté le cours, à la mi-février, au-dessus du maximum atteint au mois d'août 1972 et jusqu'à \$89 l'once le 23: en quatre semaines, la hausse a été de 35%, bien qu'entre-temps l'Afrique du Sud eût recommencé à écouler pratiquement toute sa production sur le marché et que l'U.R.S.S. ait également effectué des ventes d'un montant

Encaisses-or dans le monde.

Pays ou zones	Variations en			Avoirs à fin 1972
	1970 (à \$35 l'once)	1971 (à \$38 l'once)	1972 (à \$38 l'once)	
en millions de dollars E.U.				
Etats-Unis	- 785	- 940	- 595	10.485
Royaume-Uni	- 125	- 625	- 40	800
Autres pays d'Europe occidentale	- 435	+ 545	+ 40	21.475
Canada	- 80	+ 5	- 30	835
Amérique latine	- 10	- 55	+ 5	1.125
Moyen-Orient	- 80	+ 30	- 5	1.085
Autres pays d'Asie	+ 140	+ 100	-	1.520
Afrique du Sud	- 450	- 275	+ 235	690
Autres pays	- 70	+ 30	-	860
Total, tous pays¹	- 1.895	- 1.185	- 380	39.865
Organismes internationaux	+ 2.220	+ 1.080	+ 505	6.040
<i>dont:</i>				
B.R.I.	+ 200	+ 645	- 120	215
Fonds Européen	- 10	+ 10	- 15	45
F.M.I.	+ 2.030	+ 425	+ 640 ²	5.780 ²
Total général	+ 325	- 105	+ 115	44.905

¹ Non compris l'U.R.S.S., l'Europe de l'Est, la Chine continentale et la Corée du Nord. ² Non compris la souscription en or de \$50 millions reçue de la Roumanie.

important. Après avoir enregistré pendant quelques jours des fluctuations désordonnées, le marché a commencé de se calmer, les cours revenant à \$80 l'once à la mi-mars. Vers la fin du même mois, pourtant, la cote montait à \$90 l'once. Au cours de la seconde semaine de mai, la défiance qu'inspirait, une fois de plus, le dollar a provoqué un nouvel et vif essor de la demande, et l'or a coté jusqu'à plus de \$120 l'once au début de juin. Depuis mars 1973, cette demande est renforcée par une poussée très sensible des achats pour compte japonais, ceux-ci ayant anticipé sur la levée, le 1er avril 1973, des restrictions frappant l'importation de barres d'or au Japon.

Évaluées au prix de \$38 l'once, les réserves métalliques des pays occidentaux se sont accrues de \$115 millions en 1972 pour atteindre un total de \$44.905 millions à la fin de l'année. L'Afrique du Sud a étoffé ses réserves de \$235 millions en prélevant sur sa production courante, tandis que, dans le reste du monde, les stocks déclarés ont fléchi de \$120 millions. L'Uruguay a fait état de ventes au marché d'or prélevé sur ses réserves, pour un montant de \$40 millions sur la base de \$38 l'once.

En raison de l'inconvertibilité du dollar et de l'écart grandissant entre le prix officiel et le cours sur le marché, l'or n'a guère été utilisé à des fins monétaires en 1972. Le plus important transfert de l'espèce a été, de loin, le rachat par le F.M.I. en janvier, à la demande du gouvernement des Etats-Unis, du reliquat, soit \$435 millions, de l'or vendu au Trésor américain pendant la période 1956-60. C'est également en janvier 1972 que le Fonds a retiré de la Federal Reserve Bank of New York et de la Banque d'Angleterre respectivement \$155 millions et \$30 millions d'or déposé auprès de ces institutions en vue de compenser les ventes de métal qu'elles avaient effectuées à d'autres pays à l'occasion du relèvement des quote-parts au F.M.I. intervenu en 1965. En outre, la Banque d'Angleterre a effectué une partie (\$30 millions) de son remboursement de \$1,2 milliard au Fonds en avril 1972 (voir page 155) au moyen d'or racheté à la Banque du Canada. Dans le reste du monde, les encaisses métalliques n'ont guère varié.

Réserves monétaires globales.

L'année 1972, comme les deux précédentes, a été marquée par une expansion massive des réserves monétaires globales. Le total des avoirs officiels de l'ensemble des pays en or, devises et droits de tirage spéciaux, additionné à celui de leurs positions créditrices au F.M.I., a encore augmenté de \$24,4 milliards, soit de 18½%. Comme ce fut le cas en 1970 et en 1971 (sauf en ce qui concerne les incidences de la réévaluation de l'or en termes de dollars), cet accroissement a été en totalité imputable aux réserves de devises et de D.T.S. qui ont progressé respectivement de \$21,9 milliards et \$3,1 milliards — ce dernier chiffre correspondant à peu près au total des allocations de D.T.S. de l'année. Les encaisses-or et les positions créditrices envers le Fonds se sont, les unes comme les autres, inscrites en léger recul.

Dans l'augmentation de \$21,9 milliards du total des réserves de devises en 1972 sont intervenus un certain nombre de facteurs exceptionnels qui ont certainement, en fin de compte, empêché cette catégorie d'avoirs de progresser davantage — probablement de plusieurs milliards de dollars. L'accroissement global, il est vrai, se trouve majoré du fait que le montant des devises détenues temporairement par la Banque

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.				
Groupe des Dix					
1970	- 920	+ 8.480	+ 540	+ 2.340	+ 10.440
1971	+ 1.670	+ 25.830	- 635	+ 2.470	+ 29.135
1972	- 675	+ 7.275	- 80	+ 2.060	+ 8.580
Montants à fin 1972 . .	31.410	57.255	4.910	6.670	100.445
Autres pays développés					
1970	- 800	+ 1.685	+ 60	+ 300	+ 1.245
1971	+ 105	+ 5.375	+ 30	+ 270	+ 5.780
1972	+ 290	+ 7.665	+ 45	+ 400	+ 8.400
Montants à fin 1972 . .	3.950	19.885	955	970	25.760
Pays en voie de développement					
1970	- 175	+ 1.965	+ 370	+ 485	+ 2.645
1971	+ 230	+ 4.140	+ 5	+ 515	+ 4.890
1972	- 5	+ 6.935	- 45	+ 590	+ 7.475
Montants à fin 1972 . .	3.505	24.525	950	1.590	30.570
Ensemble des pays					
1970	- 1.895	+ 12.130	+ 970	+ 3.125	+ 14.330
1971	+ 2.005	+ 35.345	- 800	+ 3.255	+ 39.805
1972	- 390	+ 21.875	- 80	+ 3.050	+ 24.455
Montants à fin 1972 . .	38.865	101.665	6.815	9.430	156.775

* Compte tenu des modifications comptables.

Nationale Suisse à la suite de swaps conclus à la fin de l'année avec les banques de la Confédération est passé d'un chiffre négligeable en 1971 à \$1,2 milliard l'an dernier. Cette expansion a toutefois été largement compensée par l'incidence des diverses mesures prises par les autorités japonaises pour freiner le gonflement des réserves officielles (principalement dépôts de devises dans les banques commerciales et swaps avec ces dernières, mais également quelques achats de valeurs mobilières américaines à long terme). De plus, la dépréciation de la livre entre juin et décembre 1972 a eu pour effet de réduire de \$0,7 milliard le total à fin 1972, évalué en dollars E.U., des réserves en sterling.

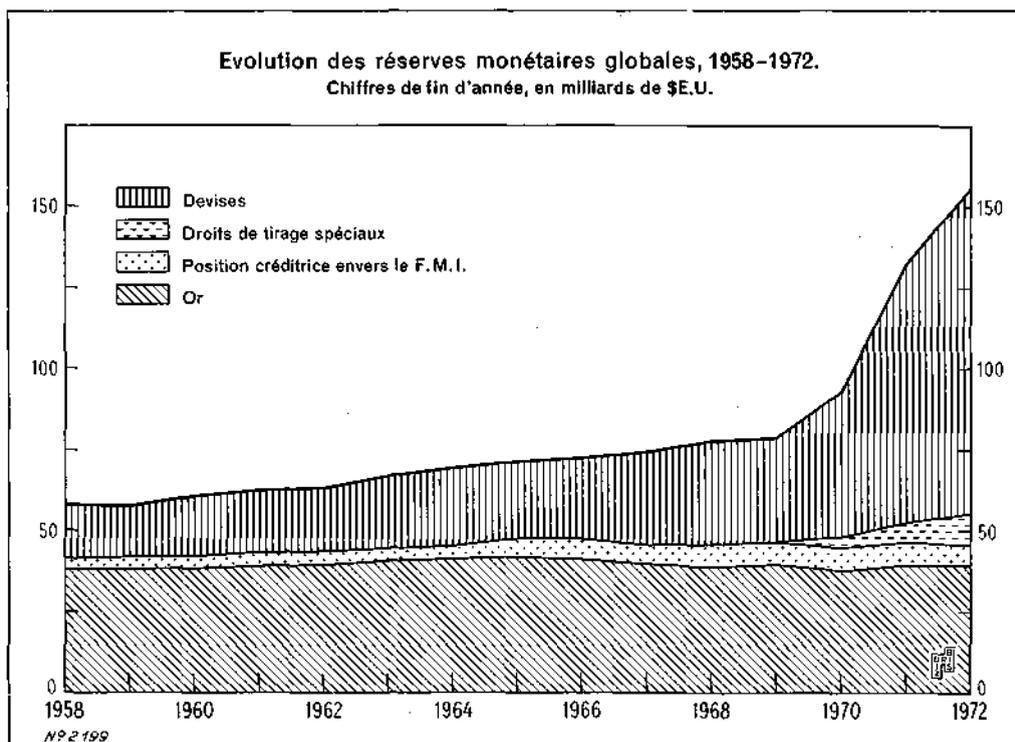
Comme au cours des deux années précédentes, le déficit de la balance des paiements des Etats-Unis a joué un rôle majeur dans l'expansion rapide des réserves de devises. A concurrence de \$10,3 milliards, soit près de la moitié du chiffre total, l'accroissement a porté sur les avoirs des autorités étrangères en dollars détenus aux Etats-Unis. Les \$11,6 milliards restant ne peuvent être identifiés nettement que dans une faible proportion, à savoir les \$1,2 milliard détenus par la Banque Nationale Suisse durant la période de fin d'année et placés en dehors des Etats-Unis, et les \$0,4 milliard qui sont venus renforcer au cours de l'année les avoirs officiels en deutsche marks en Allemagne. Les réserves en sterling détenues au Royaume-Uni ont enregistré une légère progression, représentant, en termes de dollars, \$0,1 milliard. Il reste donc, sur l'accroissement total des réserves de devises enregistré l'an dernier, un montant d'environ \$10 milliards pour lequel on ne dispose d'aucune statistique, qu'il s'agisse de sa répartition par monnaies ou en fonction des pays dans lesquels les fonds ont été placés.

Il est hors de doute qu'une part importante de ces \$10 milliards, entre \$7 et \$8 milliards peut-être, est allée grossir le total des avoirs officiels détenus sous forme d'euro-dollars et d'autres euro-devises, mais ce chiffre résiduel semble également couvrir l'augmentation des avoirs en monnaies autres que le dollar E.U., la livre sterling et le deutsche mark laissés dans les pays d'émission desdites monnaies, ainsi que certains placements de réserves à plus long terme.

Il est un aspect sous lequel l'expansion des réserves globales en 1972 diffère considérablement de celle des deux années précédentes: le mouvement a été beaucoup plus largement réparti entre les divers pays, puisque la part du Groupe des Dix a enregistré, entre 1971 et 1972, un fléchissement de 73 à 35%, auquel a fait contrepartie l'élargissement de celle des autres Etats. En valeur absolue, l'accroissement des réserves des pays du Groupe des Dix a été inférieur de 70% à celui de l'année précédente — en grande partie à cause du renversement de la position du Royaume-Uni — alors que les autres pays industrialisés et les pays en voie de développement ont réalisé des gains supérieurs respectivement de 45 et 53% à ceux de 1971. La part croissante prise par les pays non membres du Groupe des Dix dans l'expansion globale des réserves explique pourquoi, malgré une progression de ces réserves sensiblement moins forte qu'en 1971, les placements en euro-devises semblent avoir augmenté beaucoup plus: l'extension de ceux-ci est due dans une large mesure au fait que des pays en voie de développement ont redéposé sur l'euro-marché le produit des emprunts en euro-devises de leurs résidents.

A l'intérieur de ces trois grands groupes de pays, les augmentations de réserves se sont réparties de façon moins équilibrée. Au sein du Groupe des Dix, ce sont une fois encore l'Allemagne et le Japon qui ont enregistré les accroissements les plus marqués — \$5,2 milliards et \$3 milliards respectivement — suivis par la France (\$1,8 milliard) et les Pays-Bas (\$1 milliard). Les avoirs officiels du Royaume-Uni, en revanche, ont fléchi de \$3,2 milliards après une ascension vertigineuse de \$6 milliards en 1971, tandis que ceux de l'Italie se sont contractés de \$0,7 milliard. Dans le groupe des autres pays développés, les augmentations de beaucoup les plus fortes ont été le fait de l'Australie et de l'Espagne, avec \$2,8 milliards et \$1,8 milliard respectivement. On constate, en outre, une hausse importante en Afrique du Sud et en Turquie (\$0,6 milliard pour chacun de ces pays), en Yougoslavie et en Grèce (\$0,5 milliard), ainsi qu'en Autriche et au Portugal (\$0,4 milliard).

L'expansion des réserves des pays en voie de développement est concentrée beaucoup moins systématiquement qu'auparavant dans les pays producteurs de pétrole. La part de ces derniers dans l'augmentation globale accusée par le groupe, soit \$7,5 milliards, a été en effet de \$2,1 milliards, contre \$3 milliards sur une progression totale de \$4,9 milliards en 1971. Dans les zones productrices de pétrole, le pays dont les réserves se sont le plus renforcées a été l'Arabie Séoudite (\$1,1 milliard); la Lybie n'a enregistré, en revanche, qu'une progression de \$0,3 milliard, contre \$1,1 milliard l'année précédente. Pour les autres pays en voie de développement, près de la moitié de l'ensemble des gains de réserves revient au Brésil, avec \$2,4 milliards, soit une progression de 140%. Les \$3 milliards restants se sont répartis sur un nombre assez grand d'autres Etats, en tête desquels vient Israël, dont les avoirs se sont accrus de \$0,5 milliard.



Du fait de l'augmentation massive enregistrée de nouveau l'an dernier, les réserves globales s'élevaient à \$156,8 milliards à la fin de 1972, ayant ainsi presque exactement doublé en trois ans. Les avoirs en devises ont un peu plus que triplé au cours de cette période, passant de \$32,3 milliards à \$101,7 milliards, tandis que leur part dans l'ensemble s'élargissait de 41 à 65%. Cet accroissement a eu pour contrepartie la diminution de la part de l'or, de 50 à 25%, et ce, bien que le métal ait été réévalué de 8,6% en termes de dollars. Le reliquat, soit \$9,4 milliards, provient des trois premières allocations annuelles de D.T.S. Malgré cette évolution, cependant, et en dépit de l'incidence sur les réserves du relèvement, en 1970, des quotes-parts au Fonds Monétaire International, la place des créances envers le Fonds dans les réserves globales ne s'est que très légèrement accrue pendant ces trois années, passant d'un peu moins à un peu plus de 10%. Les allocations de D.T.S. qui devaient, d'après les calculs ayant servi de base aux décisions prises à cet égard, fournir le principal élément de la croissance des réserves de 1970 à 1972 n'ont contribué à celle-ci, en réalité, qu'à raison de 12%. L'accord ne s'est pas fait pour une allocation de D.T.S. en 1973.

En dehors de l'ampleur en tant que telle de leur progression, l'autre caractéristique de l'évolution des réserves pendant la période de 1970-1972 a été la physionomie du processus de gonflement des réserves de devises, et en particulier l'importance prise dans ce dernier par les formes non traditionnelles. A la fin de 1969, les avoirs de change s'élevaient au total à \$32,3 milliards, dont \$23 milliards pouvaient être identifiés comme détenus en dollars E.U. aux Etats-Unis ou en livres sterling au Royaume-Uni. Pendant les trois années qui ont suivi, le total des réserves de devises, évaluées en termes de

dollars, a augmenté de \$69,4 milliards, dont \$44 milliards sont identifiables comme ayant été placés sous ces formes. Le reliquat de \$25,4 milliards a été placé autrement que sous les formes traditionnelles, principalement en euro-devises et sur les marchés monétaires de divers pays d'Europe, mais aussi, dans une certaine mesure, en titres à plus long terme à revenu fixe libellés en dollars ou en autres monnaies et peut-être même, parfois, en valeurs mobilières à revenu variable. Les placements «non traditionnels» de réserves de change effectués au cours de ces trois ans ont été, en majeure partie, le fait de pays extérieurs au Groupe des Dix. En effet, si l'on considère la progression totale, entre 1970 et 1972, des réserves de change du reste du monde — \$27,8 milliards, dont plus de la moitié pendant la seule année 1972 — on constate que \$7 milliards seulement, soit un quart, ont pris la forme d'avoirs identifiables détenus en dollars aux Etats-Unis ou en livres sterling au Royaume-Uni.

Pendant le premier trimestre de 1973, les réserves globales ont continué d'enregistrer une très forte expansion, sous l'effet principalement de la crise monétaire. Evalués en dollars, sur la base de la nouvelle teneur en or présumée de cette monnaie, l'encaisse-or et les avoirs assortis d'une garantie-or se sont renforcés, d'après des chiffres provisoires, de quelque \$20 milliards. Sur ce total, \$14,8 milliards reviennent au Groupe des Dix, tandis que les avoirs des autres pays développés et des pays en voie de développement se sont gonflés respectivement de \$2,2 milliards et \$3 milliards. L'incidence de la réévaluation entre pour environ \$3,5 milliards dans la progression de \$13,6 milliards des réserves officielles des pays du Groupe des Dix autres que les Etats-Unis; le reliquat de cette progression, soit quelque \$10 milliards, a été du même ordre que le déficit enregistré par les Etats-Unis pour le trimestre sur la base des règlements officiels. Comme en 1972, c'est l'Allemagne qui a accru le plus fortement ses réserves, avec \$8,6 milliards, dont \$6 milliards pour le seul mois de février. D'autres gains importants ont été enregistrés par les Pays-Bas (\$1,3 milliard), la France (\$1,2 milliard), la Belgique (\$1,1 milliard) et la Suède (\$0,5 milliard).

Fonds Monétaire International.

Les tirages et rachats bruts des pays membres s'étant presque équilibrés, l'utilisation nette des ressources du Fonds, qui avait considérablement fléchi en 1971, a enregistré l'an dernier une légère progression de \$50 millions. Le montant des nouveaux tirages s'est élevé à \$1.749 millions et celui des rachats à \$1.699 millions.

Pour ce qui concerne les tirages, trois pays — les Etats-Unis, le Royaume-Uni et l'Argentine — ont assuré les deux tiers du montant global des opérations, tandis que le Royaume-Uni a été responsable à lui seul de près des deux tiers du total des rachats. Le tirage auquel les Etats-Unis ont procédé en avril 1972 a eu pour but d'aider le Royaume-Uni à éteindre la dette de \$1.249 millions que ce pays avait encore à l'égard du Fonds, en réduisant à due concurrence les avoirs en sterling de cette institution. En même temps, le Royaume-Uni rachetait directement de son côté les \$1.031 millions restant à rembourser après ce tirage, reconstituant ainsi intégralement sa tranche-or pour la première fois depuis 1964. En juillet 1972, ce même pays a prélevé \$634 millions en vue de rembourser une partie du soutien accordé à la livre sterling à la fin de juin par les pays membres de la C.E.E.

Fonds Monétaire International: Tirages et rachats de monnaies en 1972.

Pays ou zones	Tirages	Rachats de monnaies nationales*	Tirages nets
Etats-Unis	217		217
Royaume-Uni	634	1.083	- 449
Europe continentale	35	129	- 94
dont:			
Turquie	—	98	- 98
Moyen-Orient	27	132	- 105
Asie	236	114	122
dont:			
Bangla-Desh	68	—	68
Pakistan	91	16	75
Afrique	114	92	22
Amérique latine	486	149	337
dont:			
Argentine	308	—	308
Colombie	—	58	- 58
Pérou	67	37	30
Total	1.749	1.699	50

* Y compris les rachats résultant de tirages effectués par d'autres membres (Royaume-Uni \$268 millions), moins: rachats de commissions réglées en monnaie nationale (\$217 millions); rachats au compte des souscriptions (\$10 millions)

Douze monnaies différentes ont été utilisées dans les tirages et les rachats depuis 1972. Les principaux tirages (chiffres donnés en millions de dollars) ont été effectués en deutsche marks (448), en livres sterling (279), en yens (214) et en francs français (157), tandis que les monnaies les plus utilisées pour les rachats ont été le deutsche mark (366), le franc belge (132), le franc français (131), le yen (117) et le florin (116). Pour la première fois dans l'histoire du Fonds, le dollar E.U. n'a servi ni aux tirages ni aux rachats. Les D.T.S. ont été utilisés, en revanche, à raison de \$387 millions dans les prélèvements et de \$537 millions dans les remboursements.

En 1972, cinq nouveaux pays - Bangla-Desh, Bahrein, les Emirats Arabes Unis, Qatar et la Roumanie - ont adhéré au F.M.I., dont le nombre total des membres se trouve ainsi porté à 125, tandis que le volume global des quotes-parts au Fonds s'est accru de \$391 millions, passant à \$31.668 millions.

La troisième distribution de D.T.S., effectuée le 1er janvier 1972, s'est élevée à \$3,2 milliards, ce qui porte à \$10,1 milliards le total alloué dans la première période de base. Le montant brut des D.T.S. utilisés en 1972 s'est établi à \$1,6 milliard, les pays participants intervenant dans ce chiffre pour \$1,2 milliard et le Compte général du Fonds pour les \$0,4 milliard restants. L'utilisation des D.T.S. au cours de l'année sous revue a été surtout liée à des transactions entre le Royaume-Uni et le Fonds. En avril, le Royaume-Uni a transféré \$461 millions de D.T.S. au Fonds dans le cadre de l'opération de rachat de sa monnaie, tandis qu'en juillet le Fonds a cédé \$317 millions de D.T.S. au Royaume-Uni à l'occasion du tirage effectué par ce pays; celui-ci à son tour a transféré aussitôt les D.T.S. à l'Allemagne, à la Belgique, à la France,

à la Norvège et aux Pays-Bas en règlement partiel des dettes encourues à l'égard de ces pays par suite de leurs interventions de soutien de la livre à la fin de juin.

En chiffres nets, les transferts de D.T.S. en 1972 ont présenté un schéma analogue à celui des années précédentes: les pays en voie de développement ont utilisé un montant net de \$221 millions, tandis que le Fonds et les pays développés ont accepté des montants nets de \$152 millions et \$69 millions respectivement. Au cours de la période de trois ans allant de 1970 à 1972, soixante-dix membres du Fonds ont été utilisateurs nets de D.T.S., les Etats-Unis venant en tête avec \$533 millions, suivis du Royaume-Uni avec \$436 millions; sur les \$2.142 millions représentant le montant cumulé des utilisations nettes de D.T.S., \$1.459 millions ont été acceptés par vingt-quatre autres membres du Fonds (dont les avoirs en D.T.S. à la fin de 1972 étaient par conséquent supérieurs à leurs allocations) et le reliquat, soit \$683 millions, par le Fonds. Les principaux pays accepteurs nets ont été, de loin, les Pays-Bas, la Belgique et l'Allemagne avec \$449 millions, \$341 millions et \$304 millions respectivement. A la fin de 1972, les pays développés et les pays en voie de développement, considérés les uns et les autres dans leur ensemble, détenaient respectivement 104 et 62% de leurs allocations cumulées.

En ce qui concerne les futures répartitions de D.T.S., aucune proposition n'a été soumise jusqu'à présent au Conseil d'administration du F.M.I., tant en ce qui concerne la durée de la prochaine période de base que pour les montants susceptibles d'être alloués pendant cette période. Au cours des quatre premiers mois de 1973, les opérations du F.M.I., qu'elles aient été effectuées sous la forme traditionnelle ou en D.T.S., ont été d'une importance très réduite.

Mouvements monétaires.

Etats-Unis. Aux Etats-Unis, la position extérieure nette cumulée des autorités et du secteur bancaire s'est détériorée de \$12,9 milliards en 1972; bien qu'étant assez élevé, ce chiffre représente moins des deux tiers des \$20,7 milliards enregistrés l'année précédente. L'aggravation de la position officielle nette, toutefois, n'a été guère supérieure au tiers de celle de 1971 - \$10,3 milliards contre \$29,8 milliards - grâce au renversement de \$11,6 milliards intervenu dans le secteur bancaire, les \$9,1 milliards de sorties de 1971 ayant fait place à des entrées de \$2,5 milliards l'an dernier.

Ce revirement de la position nette des banques américaines envers l'étranger s'explique presque entièrement par le fait que les engagements desdites banques à l'égard des particuliers non-résidents ont progressé en 1972 de \$4,8 milliards après avoir fléchi de \$6,7 milliards l'année précédente. Il y a à cela plusieurs raisons. La première et la plus importante est que, après la baisse de 1971, il n'y avait plus guère de possibilité de voir se réduire davantage les exigibilités des banques des Etats-Unis envers leurs succursales à l'étranger; de fait elles ont accusé en 1972 une légère progression, de \$0,5 milliard, qui en a porté le montant à \$1,4 milliard. En second lieu, les autorités de Tokyo ont encouragé les établissements de crédit japonais à réduire leur endettement net envers les banques américaines, grâce à quoi, surtout, les engagements de celles-ci envers les résidents japonais du secteur privé se sont accrus d'environ \$1,6 milliard l'année dernière. Troisièmement, la hausse du loyer de l'argent sur le marché monétaire américain vers le milieu de l'année a eu pour

Etats-Unis: Mouvements monétaires avec l'étranger.

Postes	1971	Année entière	1972				1973 1er trimestre
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
en millions de dollars (+ = accroissement des avoirs, diminution des engagements)							
Réserves	- 2.345	- 30	+ 100	+ 55	- 120	- 65	- 220
dont:							
Or	- 865	- 545	- 545	-	-	-	-
Avoirs en devises	- 380	- 35	- 65	+ 245	- 135	80	- 235
Allocations de D.T.S.	+ 720	+ 710	+ 710	-	-	-	-
Transferts de D.T.S.	- 470	- 5	-	- 5	-	-	-
Tranche-or au F. M. I.	- 1.350	- 155	-	- 185	+ 15	+ 15	+ 15
Engagements envers des organismes officiels étrangers	- 27.415	- 10.310	- 2.610	- 900	- 5.465	- 1.435	- 9.785
dont:							
Engagements liquides	- 27.615	- 9.715	- 2.110	- 775	- 5.350	- 1.480	- 8.605
Engagements non liquides	+ 200	- 595	- 500	- 25	- 115	+ 45	- 1.180
Position officielle nette	- 29.760	- 10.340	- 2.510	- 745	- 5.585	- 1.500	- 10.005
Créances à court terme sur l'étranger	+ 2.375	+ 2.245	+ 775	- 480	+ 370	+ 1.580	+ 2.590
Engagements envers des institutions étrangères non officielles et des particuliers non-rési- dents	+ 6.690	- 4.785	- 590	- 2.190	- 265	- 1.740	+ 1.835
Position nette des banques	+ 9.065	- 2.540	+ 185	- 2.670	+ 105	- 160	+ 4.425
Total, y compris les allocations de D.T.S.	- 20.695	- 12.880	- 2.325	- 3.415	- 5.480	- 1.660	- 5.580
Total, à l'exclusion des allocations de D.T.S.	- 21.415	- 13.590	- 3.035	- 3.415	- 5.480	- 1.660	- 5.580

Note: Dans les chiffres relatifs au second trimestre de 1972 et à l'année 1972 entière, il n'est pas tenu compte de l'incidence de la dévaluation du dollar sur les réserves.

effet d'élargir quelque peu, au profit des Etats-Unis, l'écart avec les taux d'intérêt étrangers. Pour ce qui concerne les créances à court terme des banques américaines sur les non-résidents, on a noté une augmentation de \$2,2 milliards en 1972, soit pratiquement du même montant qu'une année auparavant. Cette progression a porté principalement sur les prêts à l'Amérique latine et aux pays d'Europe; les crédits au Japon n'ont guère varié sur l'ensemble de l'année puisque, après avoir baissé de \$0,8 milliard pendant les neuf premiers mois, ils se sont gonflés de \$0,7 milliard au cours du dernier trimestre.

Le déficit des règlements officiels a été financé en quasi-totalité par un nouvel accroissement des engagements envers les organismes officiels étrangers, qui atteignaient \$61,6 milliards à la fin de l'année. Les différents éléments de l'actif n'ont accusé pratiquement aucune modification. Les avoirs en D.T.S. ont augmenté de \$0,7 milliard du fait de l'allocation de 1972; en revanche, l'encaisse-or a fléchi de

\$0,6 milliard à la suite de la rétrocession de métal jaune au F.M.I. (voir page 145) et la position de réserve au Fonds s'est contractée de \$0,2 milliard, en raison essentiellement d'un tirage en sterling.

L'augmentation de \$10,3 milliards des engagements envers les organismes officiels étrangers a été, en majeure partie, la conséquence des assauts portés au dollar en février-mars et en juin-juillet puisque, au cours de ces deux périodes, les exigibilités de l'espèce ont progressé respectivement de \$1,7 et \$5,8 milliards. Au terme de la seconde de ces périodes, le marché reprit confiance dans le dollar, et le poste n'augmenta que de \$0,9 milliard pendant les quatre derniers mois de l'année.

Cet accroissement de \$10,3 milliards des engagements officiels est d'ailleurs la résultante de différents mouvements. Certaines catégories d'exigibilités ont marqué une baisse: il y a eu la réduction de \$1,3 milliard des exigibilités au titre des swaps, du fait principalement de remboursements de \$0,7 et \$0,4 milliard respectivement au Royaume-Uni et à la Suisse, l'amortissement par le Trésor des Etats-Unis de \$0,3 milliard d'obligations libellées en deutsche marks que détenait la Deutsche Bundesbank, enfin, la diminution d'exigibilités qui a formé la contrepartie des transferts d'or au Fonds. Les autres sortes d'engagements des autorités, c'est-à-dire les dettes en dollars non assorties d'une garantie de change, ont donc augmenté de \$12,6 milliards. Dans ce chiffre interviennent pour plus de la moitié les achats par la Deutsche Bundesbank d'un montant supplémentaire de \$6,3 milliards de titres spéciaux non négociables du gouvernement des Etats-Unis à échéances allant de quatre à sept années; à noter toutefois que presque tous ces titres peuvent être mobilisés à bref délai si la situation des paiements l'exige.

Au premier trimestre de 1973, la position nette des autorités des Etats-Unis s'est encore détériorée de \$10 milliards, dont \$9,8 milliards imputables à l'augmentation continue des engagements officiels. Cette aggravation est essentiellement la conséquence de la crise du mois de février, qui a vu le déficit des transactions officielles atteindre \$7,8 milliards, dont \$4,6 milliards du fait de sorties par le canal du système bancaire. Les prêts des banques à court terme aux non-résidents se sont en effet développés de \$2,7 milliards pendant ce mois, tandis que les non-résidents autres que les organismes officiels réduisaient leurs avoirs auprès des banques américaines à concurrence de \$1,9 milliard. Si l'on a encore enregistré au mois de mars un déficit des règlements officiels de \$2,8 milliards, les sorties par l'intermédiaire du système bancaire n'ont guère augmenté durant le même temps.

Royaume-Uni. La position nette des réserves du Royaume-Uni, après s'être renforcée de \$8,2 milliards en 1971, s'est dégradée en 1972 de \$2,7 milliards. Si la détérioration de \$6 milliards de la balance des paiements a été l'élément le plus important de ce retournement spectaculaire, le changement de sens des flux bancaires n'a guère été moins important, puisque des entrées nettes d'un montant atteignant presque \$4 milliards ont fait place à près de \$1 milliard de sorties nettes.

Bien que le déficit des paiements extérieurs ait atteint son sommet au dernier trimestre de l'année, la perte de réserves s'est produite pour l'essentiel dans la troisième semaine de juin, qui fut marquée par des sorties de fonds d'un montant de \$2,8 milliards. Les événements de cette même semaine ont dominé le second trimestre,

pendant lequel la perte nette de réserves a atteint \$2,7 milliards par suite d'un déficit de paiements de \$0,8 milliard et de sorties nettes d'un montant de \$1,9 milliard par le canal des banques. La vague de défiance envers le sterling qui est à l'origine de ce phénomène trouve son illustration manifeste dans un certain nombre de postes monétaires:

- dans les conversions de livres en monnaies étrangères auxquelles les banques ont procédé à concurrence de \$0,8 milliard, ce mouvement reflétant sans aucun doute d'une part des opérations qu'elles ont effectuées de leur propre initiative, d'autre part la contrepartie au comptant de ventes à terme de devises à leur clientèle;

Royaume-Uni: Mouvements monétaires avec l'étranger.

Postes	1971	Année entière	1er trimestre	1972			1973 1er trimestre
				2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
	en millions de dollars E.U. (+ = augmentation des avoirs ou diminution des exigibilités)						
Financement officiel							
Réserves d'or et de devises	+ 3.385	- 1.080	+ 135	+ 265	- 1.040	- 460	+ 305
Allocations de D.T.S. . .	+ 360	+ 325	+ 325	-	-	-	+ 120
Transferts de D.T.S. . . .	+ 15	- 310	+ 35	- 395	+ 35	+ 15	- 50
F.M.I.	+ 1.345	+ 690	+ 55	+ 1.270	- 635	-	+ 15
Autres autorités moné- taires	+ 3.060	- 2.330	- 50	- 3.865	+ 1.585	-	-
Total	+ 8.165	- 2.705	+ 500	- 2.705	- 55	- 445	+ 390
Autres mouvements monétaires							
Balances sterling (chiffres bruts)							
des détenteurs relevant de la zone sterling:							
détenteurs officiels . .	- 1.215	- 910	- 390	- 120	- 30	- 370	- 385
détenteurs privés . . .	- 905	+ 400	+ 20	+ 145	+ 15	+ 220	
des détenteurs ne rele- vant pas de la zone sterling:							
détenteurs officiels ¹ .	- 510	+ 100	- 145	+ 240	+ 30	- 25	
détenteurs privés . . .	- 845	- 145	- 25	+ 290	- 10	- 400	
Créances en sterling des banques britanniques ² . .	+ 40	+ 820	+ 280	+ 535	+ 15	- 10	- 295
Opérations en devises des banques britanniques ³ . .	- 510	+ 660	+ 170	+ 785	- 10	- 285	+ 310
Total	- 3.945	+ 925	- 90	+ 1.675	+ 10	- 870	- 370
Balance générale . .	+ 4.220	- 1.780	+ 410	- 830	- 45	- 1.315	+ 20
Balance générale, à l'exclusion des allocations de D.T.S.	+ 3.860	- 2.105	+ 85	- 830	- 45	- 1.315	+ 20

¹ Y compris les réserves en sterling des organismes internationaux autres que le F.M.I. ² Non compris les crédits à l'exportation. ³ Non compris les crédits commerciaux et les emprunts en devises contractés à Londres par des résidents britanniques pour financer des investissements à l'étranger; y compris les opérations (en chiffres nets) des banques britanniques en monnaies des pays de la zone sterling.

— dans l'augmentation, à raison de \$0,5 milliard, des emprunts en sterling contractés par des non-résidents auprès de banques britanniques;

— enfin, dans les retraits de fonds sur comptes en livres ouverts au Royaume-Uni au nom de résidents de pays extérieurs à la zone sterling, à concurrence de \$0,5 milliard.

Si les balances sterling de la zone ont peu varié dans l'ensemble pendant le second trimestre, elles ont fléchi, elles aussi, durant la crise de juin; il est vrai qu'elles s'étaient renforcées en avril et en mai.

La perte nette de réserves de \$2,7 milliards intervenue au second trimestre a été financée pour l'essentiel (\$2,6 milliards) par le soutien à court terme qu'ont fourni les pays de la C.E.E. et la Norvège. Cette aide explique la majeure partie de la détérioration de \$3,9 milliards enregistrée par la position britannique à l'égard des «autres autorités monétaires». En outre, ce poste s'est trouvé réduit par le transfert aux réserves, pour un montant de \$1,1 milliard, de dollars précédemment cédés dans le cadre d'opérations de swap avec d'autres autorités monétaires. Malgré ce transfert, toutefois, les réserves proprement dites ne se sont renforcées que de \$0,3 milliard pendant le trimestre, car elles ont subi des prélèvements, l'un de \$0,5 milliard en avril pour rembourser la dette à l'égard du Fonds, l'autre de \$0,2 milliard en juin pour soutenir la livre pendant la crise. La réduction de \$0,4 milliard, au second trimestre, des avoirs en D.T.S. entre également dans le cadre du remboursement de la dette britannique à l'égard du Fonds, laquelle a diminué au total de \$1,2 milliard, dont \$1 milliard par des remboursements directs effectués par le Royaume-Uni et le reste au moyen d'un tirage de livres sterling par les Etats-Unis.

La crise de juin mise à part, l'importance des mouvements monétaires nets a été beaucoup plus faible en 1972. Pendant le premier trimestre de l'année, l'excédent global et l'accroissement des réserves ont été l'un et l'autre dus en grande partie à la réception de la troisième allocation de D.T.S. Au troisième trimestre, les mouvements monétaires de caractère privé ont été très réduits, tandis que les mouvements survenus dans le secteur officiel ont résulté essentiellement du remboursement de l'aide de \$2,6 milliards fournie à la livre sterling pendant la crise de juin. En pratique, ce soutien a été remboursé à concurrence de \$2 milliards par prélèvement sur les réserves et de \$0,6 milliard par un tirage sur le Fonds; toutefois les avoirs officiels n'ont fléchi effectivement que de \$1 milliard et la position à l'égard des «autres autorités monétaires» ne s'est améliorée que de \$1,6 milliard, en raison du transfert aux réserves d'un montant supplémentaire de \$1,1 milliard précédemment cédés dans le cadre de swaps conclus avec d'autres autorités monétaires. Au quatrième trimestre, bien que la livre sterling continuât de flotter, les réserves ont diminué de \$0,4 milliard. Cette baisse est imputable pour moitié environ aux paiements effectués en fin d'année au titre de la dette à l'égard des pays d'Amérique du Nord. Les trois derniers mois de 1972 ont également été marqués par une entrée de fonds assez importante qui s'est opérée par le canal du système bancaire: \$0,4 milliard provenant de la reconstitution de balances sterling ne relevant pas de la zone et \$0,3 milliard correspondant à des conversions en sterling effectuées par les banques.

Au cours du premier trimestre de 1973, les réserves nettes du Royaume-Uni se sont accrues de \$0,4 milliard, et les entrées nettes de capitaux par le truchement

du système bancaire ont été de la même importance. Le gain de réserves est dû pour moitié à la réévaluation, en février, des avoirs officiels non libellés en dollars, la contrepartie de l'opération se trouvant dans la balance générale des paiements, qui se solderait pour le trimestre par un déficit de \$0,2 milliard si l'on excluait ce poste. En ce qui concerne les flux bancaires, les recettes des pays producteurs de pétrole, toujours importantes à cette époque de l'année, expliquent pour une large part l'accroissement de \$0,4 milliard des balances sterling, tandis que le niveau élevé des taux d'intérêt a probablement contribué à la baisse de \$0,3 milliard intervenue dans les prêts en sterling accordés par les banques aux non-résidents. Ces entrées ont été compensées en partie par un fléchissement de \$0,3 milliard, pendant le trimestre, des engagements nets en devises du système bancaire. Les réserves se sont renforcées de \$0,1 milliard en avril et de \$0,6 milliard en mai. La forte progression intervenue au cours de ce dernier mois a été imputable pour moitié environ aux emprunts à l'étranger des entreprises du secteur public.

Allemagne fédérale. En 1972 et pour la troisième année de suite, les réserves de l'Allemagne fédérale se sont très largement renforcées, les avoirs monétaires officiels augmentant de \$5,1 milliards en chiffres nets. Ce mouvement est imputable, pour l'essentiel, aux réserves de devises, qui ont encore progressé de \$4,6 milliards; en outre, les avoirs en D.T.S. ont augmenté de \$0,4 milliard, dont la moitié du fait de l'allocation de 1972. Au cours de l'année, la République fédérale a acquis pour \$6,3 milliards supplémentaires de titres non négociables et libellés en dollars du Trésor des Etats-Unis, portant ainsi son portefeuille de ces valeurs à \$11,3 milliards, soit un peu moins des deux tiers de l'ensemble de ses réserves en monnaie américaine à la fin de l'année.

L'expansion des réserves en 1972 est due entièrement à des entrées de fonds au titre de la balance des paiements. En effet, pour l'année prise dans son ensemble, les sorties nettes par le canal du système bancaire ont été très faibles (\$0,1 milliard), à cause notamment de la sévérité croissante des obligations de réserve imposées aux banques à raison de leurs engagements envers l'étranger. Au cours de l'année, toutefois, la position extérieure nette des banques a enregistré des fluctuations très sensibles.

C'est essentiellement pendant deux périodes déterminées, janvier-février et juin-juillet, que les réserves ont augmenté. Durant la première, elles se sont inscrites en hausse de \$1,3 milliard, malgré \$2 milliards de sorties saisonnières par le canal des banques. Au cours de la seconde, l'accroissement a été de \$4,9 milliards, dont un tiers environ d'entrées par l'intermédiaire du système bancaire dues principalement au gonflement, à concurrence de quelque \$1,1 milliard, des avoirs en deutsche marks des non-résidents sur les livres des banques allemandes. Les réserves ont cessé de progresser au milieu de juillet; depuis lors et jusqu'à la fin de l'année, elles ont même fléchi de \$1,3 milliard. Leur baisse aurait d'ailleurs été beaucoup plus marquée sans l'afflux saisonnier de fonds qui s'est produit par le canal des banques en décembre et que l'on peut évaluer à environ \$1,1 milliard.

Au cours du premier trimestre de 1973, la position extérieure nette des autorités allemandes a enregistré de nouveau un énorme accroissement (\$7,1 milliards). Les avoirs officiels se sont renforcés de \$8,6 milliards, du fait surtout des entrées de devises,

Pays d'Europe continentale, Canada et Japon :
positions monétaires extérieures.¹

Pays	Fin d'année	Or, D.T.S et avoirs nets en devises	Position nette au F.M.I. et au titre des A.G.E.	Total net des réserves officielles	Position nette des banques	Total net des avoirs à l'étranger	Variations (+ = augmentation des avoirs, diminution des engagements)		
							Autorités monétaires Y compris les allocations de D.T.S.	A l'exclusion des allocations de D.T.S.	Banques
en millions de dollars E.U.									
Allemagne fédérale	1971	17.395	1.170	18.565	-4.335	14.230	+ 5.030	+ 4.830	- 890
	1972	22.400	1.240	23.640	-4.620	19.020	+ 5.075	+ 4.890	+ 130 ²
Autriche	1971	2.085	145	2.230	- 345	1.885	+ 475	+ 455	- 295
	1972	2.495	135	2.630	- 595	2.035	+ 400	+ 370	- 250
Belgique-Luxembourg	1971	2.740	650	3.390	- 990	2.400	+ 565	+ 495	- 140
	1972	3.265	560	3.825	-1.350	2.475	+ 435	+ 360	- 360
Danemark	1971	620	50	670	- 60	610	+ 210	+ 180	- 45
	1972	725	70	795	40	835	+ 125	+ 90	+ 100
Espagne	1971	3.130	105	3.235	- 165	3.070	+ 1.440	+ 1.400	- 115
	1972	4.890	115	5.005	- 190	4.815	+ 1.770	+ 1.715	- 25
Finlande	1971	570	70	640	- 55	585	+ 180	+ 160	+ 35
	1972	685	70	755	35	790	+ 115	+ 95	+ 90
France	1971	7.145	475	7.620	-2.815	4.805	+ 3.730	+ 3.540	-1.470
	1972	8.875	500	9.375	-4.150	5.225	+ 1.755	+ 1.580	-1.335
Grèce	1971	470	35	505	5	510	+ 200	+ 185	-
	1972	995	35	1.030	15	1.045	+ 525	+ 505	+ 10
Irlande	1971	955	40	995	45	1.040	+ 300	+ 285	-
	1972	1.085	45	1.130	- 70	1.060	+ 135	+ 120	- 115
Islande	1971	55	5	60	- 10	50	+ 20	+ 15	- 5
	1972	65	5	70	- 15	55	+ 10	+ 5	- 5
Italie	1971	6.310	355	6.665	- 125	6.540	+ 1.145	+ 1.040	- 215
	1972	5.600	335	5.935	- 635	5.300	- 730	- 835	- 510
Norvège	1971	1.080	65	1.145	- 65	1.080	+ 345	+ 315	- 165
	1972	1.230	75	1.305	- 55	1.250	+ 160	+ 130	+ 10
Pays-Bas	1971	3.055	700	3.755	220	3.975	+ 545	+ 455	+ 380
	1972	4.080	600	4.680	290	4.970	+ 925	+ 845	+ 70
Portugal	1971	1.830	30	1.860	200	2.060	+ 380	+ 380	-
	1972	2.275	30	2.305	220	2.525	+ 445	+ 445	+ 20
Suède	1971	960	90	1.050	155	1.205	+ 350	+ 310	- 10
	1972	1.425	95	1.520	290	1.810	+ 470	+ 435	+ 135
Suisse	1971	6.930	-	6.930	3.165	10.095	+ 1.745	+ 1.745	-
	1972	6.995	-	6.995	3.235	10.230	+ 65	+ 65	+ 70
Turquie	1971	485	- 70	415	.	.	+ 405	+ 385	.
	1972	530	30	560	.	.	+ 145	+ 125	.
Canada	1971	5.195	330	5.525	160	5.685	+ 895	+ 775	-1.380
	1972	5.605	345	5.950	- 570	5.380	+ 425	+ 280	- 730
Japon	1971	14.635	490	15.125	-1.470	13.655	+ 10.335	+ 10.205	-2.530
	1972	17.425	620	18.045	510	18.555	+ 2.920	+ 2.780	+ 1.980

¹ 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 diverses méthodes adoptées depuis la fin de 1971 pour convertir en dollars E.U. les avoirs et engagements en d'autres composantes que le dollar ne sont pas compatibles entre elles. ² En raison de distorsions comptables, ce chiffre ne correspond pas à la différence entre la position extérieure nette des banques allemandes à la fin de 1972 et celle enregistrée à la fin de 1971.

s'élevant approximativement à \$8 milliards, intervenues pendant la crise monétaire de février-mars, mais aussi, pour \$0,7 milliard, par le jeu de la réévaluation des actifs de réserve détenus sous d'autres formes que le dollar, cette opération faisant suite à la seconde dévaluation de la monnaie américaine. Les mouvements de capitaux qui ont eu lieu par le canal du secteur bancaire, dont la majeure partie correspondait au gonflement des avoirs des non-résidents en deutsche marks, ont pris une part importante dans les entrées observées en février et en mars. Les exigibilités de caractère officiel ont également progressé fortement pendant le trimestre, passant de \$0,9 milliard à \$2,4 milliards, du fait surtout du renforcement par les autorités monétaires étrangères de leurs avoirs en deutsche marks auprès de la Deutsche Bundesbank. A fin mars 1973, les réserves monétaires de l'Allemagne s'établissaient à \$33,2 milliards. Compte non tenu des modifications en valeur dues aux deux dévaluations du dollar, l'augmentation a été d'environ \$24 milliards, soit de près de 300%, depuis la fin de 1969 et de \$13 milliards pour la période allant du réaligement monétaire de Washington à l'abandon, en mars 1973, d'un taux de change fixe pour le deutsche mark par rapport à la monnaie des Etats-Unis. La réouverture des marchés des changes, après la crise de février-mars, a été marquée, comme il fallait s'y attendre, par un certain reflux des capitaux qui étaient entrés en Allemagne fédérale. Les avoirs monétaires officiels nets ont diminué de \$0,3 milliard pendant la période avril-mai.

Japon. Après l'Allemagne fédérale, le Japon a été, de tous les pays, celui dont les réserves ont enregistré le plus fort accroissement en 1972. Les avoirs officiels nets ont augmenté de \$2,9 milliards; sur ce chiffre, \$2,6 milliards proviennent d'entrées de fonds au titre de la balance des paiements, le reliquat - \$0,3 milliard - correspondant à l'allocation annuelle de D.T.S. et à la réévaluation de l'encaisse-or et des actifs de réserve rattachés à l'or. A part ces éléments d'importance secondaire, le mouvement a exclusivement profité au portefeuille officiel de titres négociables du Trésor des Etats-Unis; les réserves de change de premier rang n'ont pratiquement enregistré aucune variation pour l'ensemble de l'année. Le montant brut des apports aux réserves japonaises l'an dernier a été beaucoup plus important qu'il n'apparaît d'après la progression des avoirs monétaires nets des autorités; celles-ci ont en effet, au cours de l'année, mis d'importantes quantités de devises à la disposition des banques par le truchement de dépôts et d'opérations de swap, ce qui explique en partie que les établissements de crédit japonais aient exporté des capitaux pour un montant net de \$2 milliards en 1972. L'excédent global enregistré d'avoirs monétaires à l'étranger a donc été, avec \$4,9 milliards pour l'année, pratiquement aussi élevé qu'en Allemagne fédérale.

Si l'on considère l'évolution au fil des mois, on relève pour le premier trimestre une progression des avoirs officiels nets de \$1,4 milliard, bien qu'une partie des réserves en dollars ait été déposée dans les banques japonaises. Aussi les autorités commencèrent-elles en avril à intensifier leurs placements de devises auprès des banques; effectivement, les réserves se sont contractées de \$0,8 milliard pendant le second trimestre, parallèlement à un mouvement de sorties nettes de \$1,3 milliard par l'intermédiaire du système bancaire. Au troisième trimestre, ce dernier a encore exporté \$0,9 milliard, mais les réserves ont recommencé de s'accroître et ce, à concurrence de \$0,7 milliard. Pendant les trois derniers mois de l'année, leur expansion a été très vive (\$1,9 milliard),

sans qu'aucune autre sortie nette de fonds par l'intermédiaire des banques ne soit venue compenser cette progression.

Au cours des cinq premiers mois de 1973, les réserves monétaires officielles du Japon ont fléchi, en chiffres nets, de \$2,4 milliards. Fin février, à la suite d'entrées de fonds très importantes intervenues pendant le mois, elles dépassaient de \$0,8 milliard leur niveau de fin 1972, mais durant les trois mois suivants elles se sont contractées de \$3,2 milliards. Quant aux avoirs extérieurs nets des banques, ils ont fléchi de \$0,5 milliard pendant les quatre premiers mois de 1973.

Espagne. Avec une progression de \$1,8 milliard, soit 55%, du montant net des avoirs monétaires officiels, l'Espagne est venue l'an dernier en seconde position parmi les pays d'Europe pour ce qui concerne la croissance des réserves. Le solde positif de ses paiements, à la différence de ce qui s'est passé pour d'autres pays fortement excédentaires en 1972, provient en grande partie de la balance de base, les entrées de fonds à court terme engendrées par la faiblesse du dollar n'y ayant pas contribué de manière sensible. Les avoirs de change ont progressé de \$1,7 milliard pendant l'année; en outre, la réévaluation de l'encaisse-or et des avoirs monétaires officiels assortis d'une garantie-or a permis d'augmenter les réserves de \$0,1 milliard. En 1973, la balance générale des paiements a continué d'être en excédent et les réserves se sont encore accrues de \$0,2 milliard pendant le premier trimestre.

France. Comme dans le cas de l'Allemagne fédérale, l'augmentation de \$1,8 milliard, en 1972, des avoirs monétaires officiels nets de la France — abstraction faite de l'allocation de D.T.S. (\$0,2 milliard) en janvier — a pris essentiellement la forme d'une progression de \$1,5 milliard des réserves de devises. Cette dernière, toutefois, — c'est là qu'apparaît une différence entre les deux pays — a résulté en très grande partie, malgré l'existence d'un double marché des changes, d'un afflux de fonds par l'intermédiaire du secteur bancaire, la position débitrice nette des banques à l'égard de l'étranger s'étant accrue de \$1,3 milliard au cours de l'année. Ce mouvement lui-même a eu deux composantes, liées l'une et l'autre aux incertitudes qui planaient sur les monnaies: une expansion de \$0,7 milliard des engagements nets des banques en devises constituant la contrepartie de l'accroissement des prêts accordés sous cette forme aux importateurs français, une augmentation de \$0,6 milliard de leurs exigibilités nettes en francs français à l'égard de non-résidents. Ces derniers ont en effet renforcé leurs avoirs en francs dans les banques françaises, au cours de l'année, d'un montant qui a atteint \$1,2 milliard; il est vrai que dans le même temps leurs emprunts en francs auprès des banques françaises se sont inscrits en hausse de \$0,6 milliard. Qu'il s'agisse des réserves ou des entrées de capitaux par le canal du système bancaire, la progression a été enregistrée pour l'essentiel au cours de la période de crise monétaire de juin-juillet, l'accroissement ayant été alors respectivement de \$1,4 milliard et \$1 milliard.

Pendant le premier trimestre de 1973, les avoirs officiels nets, mesurés en dollars, se sont renforcés de \$1,1 milliard, tandis que les engagements extérieurs nets des banques s'accroissaient également de \$1,1 milliard. Dans l'un et l'autre cas, ce chiffre est fortement marqué par l'incidence de la dévaluation du dollar en février. Du fait

de cet ajustement, en effet, la valeur en dollars des actifs de réserve de la France autres que les avoirs en monnaie américaine, principalement l'or, a augmenté de \$0,5 milliard et celle de la position débitrice nette globale des banques à l'égard de l'étranger d'un montant qu'on peut estimer à \$0,3 milliard environ. En dehors de ces modifications comptables, le principal changement dans la position monétaire extérieure pendant le trimestre s'est produit au début de mars, avec un apport de \$0,5 milliard aux réserves de change. A la réouverture des marchés, le 19 mars, la position du franc à l'intérieur du « serpent » européen était relativement forte. Les réserves de la France se sont encore accrues de \$0,4 milliard en avril-mai.

Pays-Bas. L'excédent global dégagé par les mouvements monétaires des Pays-Bas en 1972, soit \$1 milliard, a concerné presque uniquement le secteur public. Les réserves en dollars qui, à la fin de 1971, ne représentaient que \$0,2 milliard sur un montant total de \$3,8 milliards se sont renforcées de \$1,1 milliard. Bien que la position extérieure des banques ait très peu varié sur l'ensemble de l'année (leurs créances nettes sur l'étranger n'ont enregistré qu'une progression de \$0,1 milliard), le plus clair de l'accroissement des réserves l'an dernier s'est fait en mars et en juillet; pour chacun de ces mois, on a enregistré \$0,3 milliard d'entrées nettes par l'intermédiaire du système bancaire, sous forme de ventes de dollars par les banques à la Nederlandsche Bank. De nouvelles entrées d'un montant de \$0,5 milliard se sont produites par le même canal au cours de la crise des changes de février 1973, pour plus de moitié par voie d'augmentation des avoirs en florins des non-résidents, lesquels avaient diminué pendant la majeure partie de 1972; pour l'ensemble du premier trimestre, toutefois, les banques sont intervenues pour un quart seulement dans la progression de \$1,3 milliard des avoirs officiels nets. A la réouverture des marchés des changes, le 19 mars, le florin était relativement faible, et les actifs nets du secteur public ont fléchi de \$0,3 milliard en avril.

Union Economique Belgo-Luxembourgeoise. En 1972, la position nette de réserve des autorités belgo-luxembourgeoises a progressé d'un peu plus de \$0,4 milliard. Dans le même temps, toutefois, les engagements extérieurs nets des banques se sont accrus d'un peu moins de \$0,4 milliard, de sorte que la position monétaire globale n'a été que légèrement excédentaire. En fait, si l'on tient compte de la troisième allocation de D.T.S., la variation des réserves officielles compense exactement l'accroissement des engagements extérieurs nets des banques.

Comme dans nombre d'autres pays d'Europe, l'expansion des réserves — si l'on met à part l'allocation de D.T.S. — a porté essentiellement sur la composante-dollar et s'est concentrée sur les deux périodes d'agitation monétaire. Les réserves nettes ont en effet progressé, en février puis en juin-juillet, à raison de \$0,1 milliard et de \$0,5 milliard respectivement. Il semble que ces augmentations résultent en grande partie d'apports de capitaux étrangers qui se sont effectués par l'intermédiaire des banques et du marché réglementé des changes, le total des engagements extérieurs nets des banques (comprenant les positions sur le marché réglementé et sur le marché financier) s'étant accru de plus de \$0,2 milliard pendant chacune de ces périodes.

Au cours des quatre premiers mois de 1973, la position officielle nette de l'U.E.B.L. s'est encore renforcée de \$1,1 milliard, la réévaluation des actifs de réserve détenus sous d'autres formes que le dollar intervenant dans ce total pour \$0,3 milliard et l'augmentation des réserves en cette monnaie à raison de \$0,3 milliard également; le solde provient d'un gonflement des avoirs en devises autres que le dollar, résultant en grande partie des opérations de soutien effectuées tant au sein de la Communauté Européenne que dans le cadre des dispositions régissant les rapports de change entre pays du Bénélux. En ce qui concerne les banques, leur position débitrice nette à l'égard de l'étranger s'est aggravée de \$0,9 milliard pendant le premier trimestre, leurs engagements nets en francs belges et en devises progressant respectivement de \$0,3 milliard et \$0,6 milliard.

Canada. Malgré le déficit de la balance générale des paiements, des entrées nettes d'un montant de \$0,7 milliard par le canal des banques ont provoqué un gonflement de \$0,4 milliard des avoirs monétaires officiels nets du Canada l'an dernier; l'augmentation a profité essentiellement aux réserves en dollars des Etats-Unis. Au cours des huit premiers mois de 1972, les taux d'intérêt à court terme canadiens étant supérieurs à ceux qui étaient pratiqués aux Etats-Unis, les entrées de fonds par l'intermédiaire du système bancaire se sont élevées à \$1,4 milliard et les avoirs publics nets ont progressé de \$0,6 milliard. A partir de fin août, toutefois, la situation s'est inversée dans le domaine des taux d'intérêt: les quatre derniers mois de l'année ont été marqués par une sortie de \$0,7 milliard par le canal des banques, et malgré le retour de la balance des paiements à une position excédentaire les avoirs officiels nets ont fléchi de \$0,1 milliard. Les réserves ont continué de s'inscrire en léger recul pendant les quatre premiers mois de 1973, malgré de nouvelles entrées de fonds par l'intermédiaire des banques, qui se sont élevées à \$0,4 milliard pour le premier trimestre.

Autriche. Les mouvements monétaires officiels de l'Autriche avec l'étranger se sont soldés par un excédent, tant en 1972 que pour le premier trimestre de 1973; ce résultat est imputable dans une large mesure aux entrées de fonds qui se sont produites par l'intermédiaire du système bancaire. Au cours des quinze mois considérés, les avoirs publics de change nets ont progressé de \$0,5 milliard et les engagements extérieurs nets des banques de \$0,3 milliard. L'accroissement des exigibilités des banques en monnaies étrangères a été la contrepartie d'une expansion des prêts en devises qu'elles ont accordés aux résidents; elles ont, de plus, cédé des monnaies étrangères au comptant à concurrence des achats à terme de devises aux exportateurs autrichiens. Les réserves se sont renforcées de \$0,6 milliard pendant les trois premiers trimestres de 1972, puis elles ont diminué de \$0,2 milliard pendant les trois derniers mois de l'année, à la suite des restrictions imposées sur les emprunts contractés à l'étranger par des résidents et sur les investissements de non-résidents en Autriche. Elles se sont encore accrues de \$0,1 milliard au premier trimestre de 1973, en liaison avec de nouvelles entrées de fonds par le canal des banques.

Portugal. Contrairement à l'évolution notée dans la plupart des pays européens, les réserves portugaises ont marqué en 1972 une progression plus forte que l'année précédente. Pour près d'un cinquième, la croissance de \$0,4 milliard des avoirs officiels

nets résulte de la réévaluation de l'encaisse-or en termes de dollars, le reste étant imputable à l'accroissement des réserves de devises, qui se sont encore renforcées de \$0,2 milliard pendant le premier trimestre de 1973.

Suède. De fin 1971 à avril 1973, les réserves monétaires de la Suède ont doublé, passant de \$1,1 milliard à \$2,2 milliards. De même que le Portugal, la Suède a enregistré en 1972 des gains de réserves plus importants qu'en 1971; de plus, le mouvement s'est poursuivi pendant les quatre premiers mois de 1973 avec une progression encore plus forte que dans l'ensemble de l'année précédente. L'accroissement des avoirs officiels nets en 1972 (\$0,5 milliard) s'est accompagné d'une augmentation de \$0,1 milliard de la position créditrice nette des banques envers l'étranger, de sorte que l'excédent global pour l'année s'établit à \$0,6 milliard. C'est également de ce montant que les réserves se sont renforcées de janvier à avril 1973. Bien que s'étant surtout produit pendant la crise monétaire de février et mars, cet accroissement s'est poursuivi en avril, du fait probablement que la Suède n'avait pas accepté intégralement la dévaluation du dollar décidée en février.

Norvège. Les avoirs officiels nets de la Norvège ne se sont accrus que de \$0,2 milliard en 1972, soit d'un chiffre inférieur de moitié environ à celui de 1971: la différence s'explique par le fait qu'on n'y a pas observé d'entrées de fonds par l'intermédiaire des banques, contrairement à ce qui s'était passé l'année précédente. Pendant les premiers mois de 1973, les réserves ont marqué une nouvelle progression (\$0,1 milliard).

Danemark. Avec \$0,2 milliard, l'excédent dégagé par la balance générale des paiements en 1972 se situe à peu près au même niveau qu'en 1971. Il a trouvé sa contrepartie, dans des proportions presque égales, dans un renforcement des avoirs monétaires nets des autorités et des positions des banques envers l'étranger. Au long de l'année, les réserves ont accusé des fluctuations assez sensibles: accroissement pendant les premiers mois de l'année, recul assez marqué juste avant la décision danoise d'adhérer à la C.E.E. — au moment où la Norvège s'était déjà prononcée contre l'entrée dans le Marché Commun — puis nouvelle progression jusqu'à la fin de l'année. Tout comme en Suède, les gains de réserves ont été plus sensibles au début de 1973 (\$0,2 milliard au premier trimestre). En revanche, le Danemark a accepté intégralement la seconde dévaluation du dollar, et la vigueur dont sa balance de paiements fait preuve cette année semble être liée à son entrée dans la C.E.E.

Finlande. La contrepartie monétaire de l'excédent de \$0,2 milliard que la balance générale des paiements a dégagé en 1972 s'est répartie à peu près également entre une amélioration de la position des banques envers l'étranger et un renforcement des avoirs officiels. Après avoir augmenté de \$0,2 milliard pendant les neuf premiers mois de l'année, les réserves ont amorcé ensuite une baisse qui s'est poursuivie au premier trimestre de 1973.

Italie. Le Royaume-Uni mis à part, l'Italie a été le seul pays européen à connaître un déficit de paiements en 1972, et cette situation s'est prolongée en 1973. Les avoirs officiels nets ont enregistré en 1972 une baisse de \$0,7 milliard, compte tenu de l'allocation de D.T.S. de \$0,1 milliard, et ce recul aurait été plus marqué si les autorités

n'avaient, de nouveau, eu recours aux emprunts à l'étranger par l'intermédiaire d'organismes publics et du secteur bancaire en vue de contribuer au financement du déficit.

On peut distinguer trois phases dans le cours des événements survenus durant la période sous revue. Pendant la première, qui couvre les mois de janvier à mai 1972, les réserves ont marqué une baisse de \$0,3 milliard, mais comme ce fléchissement était imputable pour l'essentiel à des remboursements anticipés de prêts étrangers contractés par des organismes publics en 1971, il n'a pas été nécessaire de soutenir la lire sur le marché des changes.

La seconde phase a commencé avec la crise de la livre sterling au mois de juin; la lire s'est trouvée soumise immédiatement à de fortes pressions qui se sont maintenues peu ou prou jusqu'au moment où elle-même est devenue flottante, le 13 février 1973. Du début du mois de juin 1972 à cette date, le montant total des interventions officielles sur le marché a atteint le chiffre énorme de \$5,2 milliards, qui correspond à près des quatre cinquièmes des réserves italiennes au début de cette période. Les réserves nettes n'ont pourtant baissé que de \$1,2 milliard pendant ces huit mois et demi. Les \$4 milliards restants sur le montant du soutien officiel se décomposent comme suit: \$1,5 milliard proviennent du dénouement de swaps en dollars conclus par les autorités avec les banques italiennes; \$0,9 milliard ont été fournis par les banques, dans le cadre de swaps également mais en sens inverse cette fois, et \$1,6 milliard ont leur source dans des emprunts de caractère compensatoire effectués à l'étranger par des organismes publics.

Depuis la mise en flottement de la lire, le 13 février, les autorités ont dû continuer à soutenir quelque peu le cours de celle-ci en vue d'éviter une dépréciation par trop forte du taux de change. Cependant, comme ces opérations ont été couvertes par un recours croissant des organismes publics aux emprunts compensatoires, les réserves n'ont pas marqué de nouvelle baisse, au total, jusqu'à la fin de mai.

Suisse. La position monétaire globale de la Suisse envers l'étranger n'a guère subi de modifications en 1972. De plus, les avoirs nets de change du secteur officiel et des banques n'ont enregistré que de très faibles mouvements sur l'ensemble de l'année. Ces variations ne portent cependant pas la trace des \$0,6 milliard déposés par les banques suisses auprès de la Banque Nationale avant la fin de l'année, sous forme de swaps de dollars, et restitués par la Banque Nationale auxdites banques au début de janvier 1973; cette transaction n'a affecté en effet ni la position nette envers l'étranger du secteur officiel, ni celle des banques. Cependant, la Banque Nationale a absorbé en outre un montant supplémentaire de \$0,6 milliard fourni par les banques à la fin de l'année, et placé les dollars ainsi obtenus auprès d'établissements de crédit situés en dehors de la Confédération. L'opération a eu pour effet de transférer temporairement des banques commerciales à la Banque Nationale Suisse la propriété de moyens de change. N'eût été cette transaction, les avoirs de change nets des banques auraient donc enregistré un accroissement de \$0,7 milliard en 1972 et ceux du secteur officiel une diminution de \$0,6 milliard. Au cours de l'année la Réserve Fédérale des Etats-Unis a réduit de \$0,4 milliard son endettement envers la Banque Nationale Suisse au titre des swaps.

Les positions extérieures des secteurs officiel et bancaire ont subi des fluctuations assez prononcées au long de l'année. Pendant les cinq premiers mois, les banques ont exporté un montant net de \$1 milliard tandis que les avoirs officiels nets ont baissé de \$0,6 milliard. Au cours des deux mois suivants, marqués par la recrudescence d'agitation monétaire, la progression de \$1,1 milliard accusée par les réserves – les achats officiels de dollars sur le marché ont totalisé \$1,3 milliard durant les deux premières semaines de juillet – a eu pour pendant des entrées survenues par l'intermédiaire du système bancaire. En juin, le montant brut des engagements des banques envers l'étranger s'est accru de \$0,8 milliard; le mois suivant, par suite du resserrement du dispositif officiel de lutte contre les entrées de capitaux étrangers, les engagements extérieurs des banques ont baissé de \$1,8 milliard, mais en même temps celles-ci ont rapatrié \$2,7 milliards d'avoirs à l'étranger, de sorte que, au total, on a enregistré de nouvelles entrées nettes par le canal des banques pour un montant de \$0,9 milliard pendant ce mois. Les mouvements notés en juin et en juillet se sont largement inversés pendant le reste de l'année, période durant laquelle, à l'exclusion des effets des swaps de fin d'année, la position de réserve des autorités s'est contractée de \$1 milliard et les banques ont reconstitué leurs avoirs extérieurs nets à concurrence du même montant.

Pour les deux premiers mois de 1973, la position monétaire globale de la Suisse envers l'étranger a fait apparaître un large excédent (\$1,7 milliard), les avoirs extérieurs nets des banques augmentant encore de \$1 milliard et les avoirs officiels nets de \$0,7 milliard. L'expansion des réserves a eu sa source principale dans la réévaluation de \$0,5 milliard, en termes de dollars, de l'encaisse-or de la Suisse et de son portefeuille de certificats non négociables du Trésor des Etats-Unis libellés en francs suisses. En mars, les réserves ont encore enregistré un gain de \$0,2 milliard, suivi en avril d'un recul de même montant.

Autres pays d'Europe. En Grèce, les avoirs officiels nets ont plus que doublé pendant les quinze mois se terminant en mars 1973, passant de \$0,5 milliard à \$1,1 milliard; quant au secteur bancaire, il a enregistré des sorties pour un faible montant en 1972. L'accroissement des réserves a principalement porté sur les avoirs en devises. En Turquie, la progression de \$0,1 milliard en 1972 des avoirs officiels nets s'est traduite en grande partie par une amélioration de la position du pays envers le F.M.I. Pendant le premier trimestre de 1973, le nouveau renforcement des réserves (\$0,2 milliard) s'est surtout répercuté sur les avoirs en devises. En Irlande, l'augmentation de \$0,1 milliard des avoirs monétaires officiels nets en 1972 est liée à des entrées de même importance par le canal des banques, intervenues entièrement durant le dernier trimestre de l'année. Au cours des trois premiers mois de 1973, les réserves ont baissé à peu près dans les mêmes proportions qu'elles avaient augmenté en 1972, par suite notamment de sorties par l'intermédiaire des banques. Enfin, l'accroissement de \$5 millions des réserves de l'Islande pendant les quinze mois se terminant en mars 1973 est entièrement imputable à des entrées bancaires.

Marchés des changes.

Les faits marquants de l'évolution des marchés des changes dans la mesure où celle-ci a affecté le dollar E.U. et le système monétaire international ont déjà été

décrits au Chapitre I. On trouvera dans les pages suivantes un compte rendu plus détaillé des mouvements des principales autres monnaies.

Dispositions arrêtées entre les membres de la Communauté Economique Européenne en matière de change. Le 24 avril 1972, les pays de la C.E.E. ont mis en œuvre un système, dénommé souvent par la suite « le serpent dans le tunnel », en vertu duquel ni les fluctuations dans le temps, ni l'écart instantané des cours de deux monnaies quelconques de la C.E.E. ne peuvent dépasser les marges autorisées entre l'une quelconque de ces monnaies et le dollar E.U., soit 4½ et 2¼ % respectivement (voir quarante-deuxième Rapport annuel, pages 158-159). Peu de temps après la mise en vigueur de ce système, trois des candidats à l'entrée dans le Marché Commun (le Royaume-Uni et le Danemark le 1er mai, la Norvège le 23 mai) s'associèrent aux dispositions ainsi prévues. Dès l'abord, le franc français s'est révélé la monnaie la plus forte dans le serpent, suivi de près par le franc belge, la lire ayant été la devise la plus faible. Le serpent lui-même s'est situé assez haut dans le tunnel, et au début du mois de juin il atteignait le plafond. Lors du déclenchement de l'attaque spéculative contre le sterling au milieu de ce mois, le mécanisme d'intervention fut mis en œuvre pour la première fois: la livre a été soutenue par toutes les autres monnaies des pays participants, à l'exception de la couronne danoise et de la lire. Grâce à ces interventions, la monnaie britannique se maintint sensiblement au-dessus de son cours plancher par rapport au dollar et le serpent s'abassa dans le tunnel. Lorsque la livre sortit du serpent et se mit à flotter, l'Italie obtint les dispenses nécessaires pour maintenir la lire dans le serpent au moyen d'interventions en dollars, que son cours se trouvât ou non au plancher par rapport à la devise américaine. En même temps le Danemark, lui aussi, se retira du système.

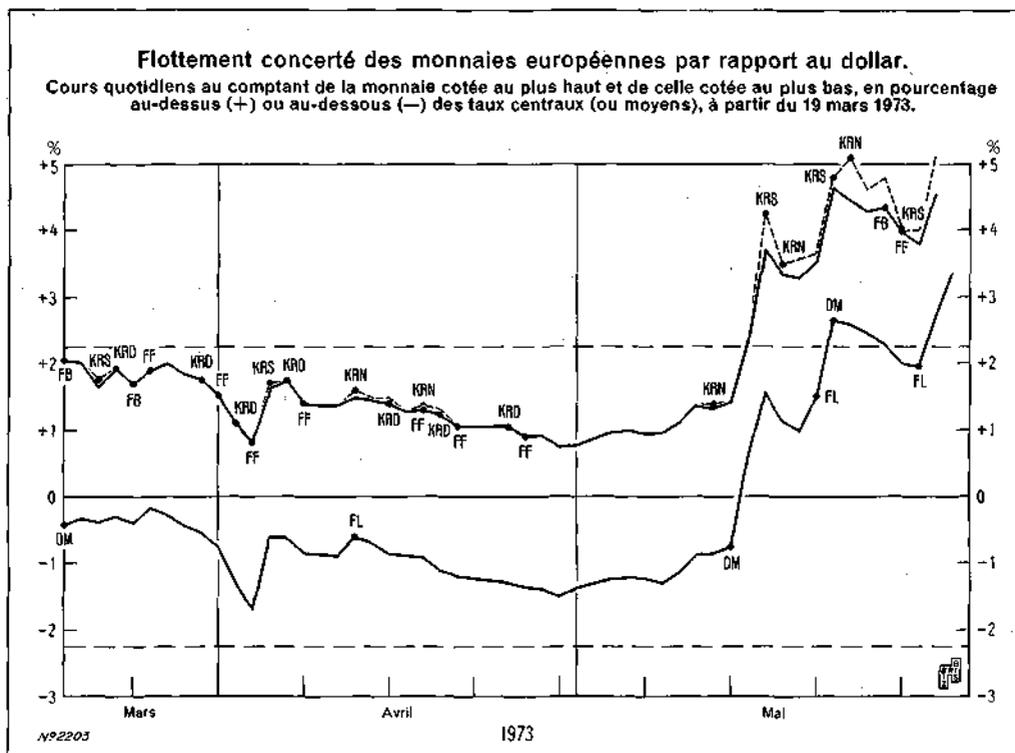
A la réouverture des marchés des changes le 28 juin, les monnaies restant dans le serpent, à l'exception de la lire, sont rapidement revenues à leur plafond par rapport au dollar, pour y demeurer – ou se tenir dans ses environs immédiats – jusqu'à la mi-juillet. Si certaines d'entre elles se sont éloignées de leur limite supérieure pendant la troisième semaine de juillet, le serpent lui-même n'a vraiment abandonné le plafond du tunnel que vers la fin du mois de septembre. Le Danemark a adhéré au système le 11 octobre, se réservant le droit d'intervenir à l'intérieur des limites du serpent et ce, en dollars.

A la fin de 1972, la dérogation permettant aux autorités italiennes de soutenir la lire uniquement en dollars venait à expiration; simultanément les règles concernant les interventions et l'apurement des soldes furent en général quelque peu assouplies. Néanmoins, la remise en vigueur du soutien communautaire de la lire fit immédiatement descendre le serpent dans le tunnel. Par suite de la faiblesse caractérisée de la monnaie américaine au début de février 1973, les autres monnaies montèrent à leur plafond, ou tout près de celui-ci, à l'égard du dollar, mais il fallut, malgré le cloisonnement du marché de la lire, continuer de soutenir la devise italienne. C'est alors que l'Italie se retira du système.

A la suite de la dévaluation du dollar, les monnaies restant dans le serpent subirent d'abord un sérieux choc; le 1er mars, pourtant, toutes se retrouvaient au plafond du tunnel. Le système de flottement concerté par rapport au dollar, mis au point le 11 mars entre l'Allemagne fédérale, le Danemark, la France, les Pays-Bas et l'U.E.B.L.,

est entré en vigueur le 19 mars. La Norvège et la Suède décidèrent de s'y associer, tandis que le Royaume-Uni, l'Irlande et l'Italie ont exprimé leur intention de faire de même dès que les circonstances le permettraient. Les mêmes dispositions que précédemment s'appliquent aux interventions en monnaies des pays participants, mais il n'y a évidemment plus d'obligation d'intervenir en dollars à des limites fixes. L'éventualité d'interventions de ce genre n'est toutefois pas exclue, à condition qu'elles soient décidées d'un commun accord par les membres du Groupe. La tâche d'assurer la concertation nécessaire au bon fonctionnement du système de changes ainsi que la multilatéralisation des soldes résultant des interventions en monnaies communautaires et le règlement de ces soldes est maintenant confiée au Fonds Européen de Coopération Monétaire nouvellement créé; ce Fonds, mis en place en avril 1973, a commencé de fonctionner le 1er juin (voir Chapitre VII).

La situation a été généralement calme pendant les huit premières semaines de flottement commun; la bande des monnaies européennes, qui s'était déplacée de plus de 1% vers le bas par rapport au dollar à la fin du mois d'avril, a regagné durant les deux premières semaines de mai la moitié du terrain perdu. Le deutsche mark et le florin ont été alternativement la monnaie la plus faible des pays participants et ont dû être soutenus tous les deux. Au milieu du mois de mai, la situation a changé du tout au tout sous l'effet des nouvelles pressions qui s'exerçaient sur le dollar, et le serpent est sorti de ce qui, sur les bases antérieures, aurait été le tunnel. Le 1er juin,



Note: Les lignes continues indiquent l'évolution des monnaies de la C.E.E. et les lignes interrompues celle des autres monnaies.

le florin – la plus faible des monnaies du groupe – et la couronne suédoise – la plus forte – se situaient respectivement à environ 4½% et près de 7% au-dessus de leur taux central théorique par rapport au dollar.

Livre sterling. Au cours des premiers mois de 1972, la livre s'est très sensiblement raffermie par rapport au dollar, puisqu'elle est passée d'environ 2% au-dessous de la parité fixée par l'Accord de Washington à un niveau un peu supérieur à celle-ci vers la mi-avril. Son cours se situait toujours légèrement au-dessus de la parité par rapport au dollar le 14 juin, lorsqu'on vit s'évanouir brusquement la confiance et s'amorcer un assaut contre la livre qui devait amener les autorités britanniques, le 23 juin, à laisser flotter leur monnaie. La crise fut déclenchée par la perspective imminente d'une grève nationale des dockers; ses causes profondes résident néanmoins dans l'inquiétude suscitée d'une manière plus générale par les conflits sociaux, dans le recul des espoirs de succès de la politique mise en œuvre pour triompher de l'inflation et dans l'inquiétude croissante qui régnait de ce fait au sujet des perspectives de la balance des paiements, alors pourtant que les opérations courantes faisaient encore apparaître un excédent de plus de \$1 milliard, sur une base annuelle, au second trimestre de 1972.

A la fin de la semaine de crise, le cours de la livre demeurait à 1% au-dessus de sa limite inférieure vis-à-vis du dollar et ce, grâce au soutien de \$2,6 milliards fourni par les pays de la C.E.E.; le déport à trois mois s'était toutefois élargi à plus de 8% l'an. L'ère du flottement une fois ouverte, le cours au comptant tomba brusquement à près de 7% au-dessous de la parité au début du mois de juillet. Il se stabilisa ensuite pendant deux mois à un niveau correspondant à une décote d'environ 6%, ayant bénéficié, jusque dans le courant de septembre, du dénouement des positions que certains opérateurs avaient prises en vendant du sterling à trois mois pendant la crise de juin.

Ce facteur favorable a disparu lorsque des bruits ont commencé de se répandre sur un retour éventuel de la livre à une parité fixe. Le cours au comptant amorça alors un nouveau recul pendant la dernière semaine de septembre; ce mouvement s'accéléra dans la seconde quinzaine d'octobre, lorsqu'on se rendit compte que les efforts du gouvernement britannique pour instaurer une politique de limitation volontaire des prix et des revenus avaient échoué. Le 30 octobre, le sterling tombait au plus bas, cotant environ \$2,33, soit 10,5% au-dessous de la parité fixée par l'Accord de Washington. L'annonce du blocage des prix et des salaires arrêta toutefois le glissement, et le cours se raffermi quelque peu, la décote par rapport à la parité de décembre 1971 oscillant dans des limites assez étroites autour de 10% jusqu'à la fin de l'année.

Depuis le début de 1973, la livre a regagné une grande partie du terrain perdu par rapport au dollar en 1972. Ces progrès s'expliquent évidemment dans une très grande mesure par la faiblesse du dollar plutôt que par une vigueur particulière de la livre; celle-ci, en fait, s'est encore dépréciée à l'égard de la plupart des devises européennes et du yen, et elle a continué de flotter même vis-à-vis des monnaies de ses partenaires du Marché Commun. Le redressement du sterling par rapport au dollar a commencé au début du mois de janvier; le 9 février, juste avant la dévaluation de la monnaie américaine, le cours était d'environ 8½% inférieur à la parité définie à Washington en décembre 1971. A la réouverture des marchés après la dévaluation

du dollar, l'écart s'est rétréci à moins de 6½%; au moment où les marchés ont de nouveau été fermés, le 2 mars, il était revenu à un peu plus de 3½%. A la seconde réouverture des marchés, le 19 mars, la livre était cotée à quelque 5½% au-dessous de la parité par rapport au dollar; elle ne tarda pas à se raffermir, de sorte que, au début de mai, la dépréciation ne représentait plus que 4½%. Au cours du nouvel accès de faiblesse du dollar qu'on a observé par la suite, la livre a continué de s'apprécier très fortement; au début du mois de juin, son cours s'établissait à moins de 1% de la parité en dollars fixée en décembre 1971.

Pendant le premier semestre de 1972 et jusqu'à la mise en flottement de la livre, le cours du dollar/investissement sur le marché de Londres – les résidents du Royaume-Uni achètent sur ce compartiment les devises nécessaires à l'acquisition de valeurs mobilières et, si l'accès au marché officiel leur est interdit, aux autres formes d'investissement à l'étranger; d'autre part ils cèdent sur ce même compartiment 75% du produit de la vente de ces investissements – a fluctué entre 18 et 35% au-dessus du cours du marché des changes officiel, faisant ressortir une prime de 30% le 22 juin. Les mesures prises le lendemain dans le cadre du contrôle des changes ayant élargi le marché de la devise/investissement aux opérations de placement en valeurs mobilières intéressant les pays de la zone sterling, le cours du dollar/investissement fléchit la semaine suivante pour ne plus faire apparaître qu'une prime de 13% par rapport au taux, en baisse considérable, pratiqué sur le marché officiel, cela en raison notamment, la chose est certaine, de prises de bénéfice par les détenteurs de valeurs mobilières en sterling à l'étranger. A la fin de l'année, la prime du dollar/investissement s'était de nouveau élargie à quelque 25%. Pendant les premiers mois de 1973, l'écart s'est une fois de plus réduit,

Taux de change du dollar E.U. entre 1971 et 1973.

Monnaies	Parité au 5 mai 1971	Modifications intervenues entre			Variation cumulée entre le 5 mai 1971 et le 1er juin 1973	Cours de clôture du marché le 1er juin 1973
		le 5 mai 1971 et le 18 décembre 1971 (Accord de Washington)	le 18 décembre 1971 et le 19 mars 1973 ¹	le 19 mars 1973 ¹ et le 1er juin 1973		
	Unités monétaires par dollar E.U.	Pourcentage d'appréciation (+) ou de dépréciation (-) par rapport au dollar E.U.				Unités monétaires par dollar E.U.
Deutsche mark . . .	3,66	+ 13,6	+ 14,4	+ 5,2	+ 36,8	2,6755
Franc français ² . . .	5,55419	+ 8,6	+ 11,1	+ 5,4	+ 28,3	4,3275
Franc belge ² . . .	50	+ 11,6	+ 11,1	+ 6,1	+ 31,6	37,999
Florin	3,62	+ 11,6	+ 11,1	+ 4,5	+ 29,6	2,7925
Couronne danoise . .	7,5	+ 7,4	+ 11,1	+ 5,5	+ 25,9	5,9550
Couronne norvégienne	7,14286	+ 7,5	+ 11,1	+ 5,5	+ 27,2	5,615
Couronne suédoise . .	5,17321	+ 7,5	+ 5,5	+ 6,9	+ 21,3	4,2650
Schilling autrichien .	26	+ 11,6	+ 13,6	+ 4,9	+ 33,0	19,545
Livre sterling	2,40 ³	+ 8,6	- 5,6	+ 4,6	+ 7,3	2,5745 ³
Lire ²	625	+ 7,5	+ 1,7	- 1,1	+ 8,1	578,225
Franc suisse	4,372825	+ 13,9	+ 18,1	+ 5,6	+ 42,1	3,07625
Yen	360	+ 16,9	+ 16,7	- 0,3	+ 36,0	264,70

¹ Taux centraux ou moyens théoriques pour les huit premières monnaies énumérées; cours de clôture du marché pour les quatre dernières (le 20 mars pour la lire). ² Cours commercial là où existe un double marché des changes. ³ Dollars E.U. par livre sterling.

en raison de la faiblesse des principales bourses à l'étranger, ainsi que des prises de bénéfice consécutives à la réévaluation du dollar australien à la fin de 1972. Durant le mois de mai 1973, la prime se situait entre 10 et 15% et le cours du dollar/investissement exprimé en sterling était, en valeur absolue, le plus faible qu'on ait noté sur une longue période depuis la dévaluation de la livre en 1967.

Deutsche mark. En 1972 et pendant les premiers mois de 1973, l'évolution du deutsche mark sur les marchés des changes a reflété dans une très large mesure, mais en sens contraire, les vicissitudes du dollar des Etats-Unis. Au début de 1972, dans le sillage de l'accord monétaire de décembre 1971, le deutsche mark se situait encore à 1,5% au-dessous de son taux central par rapport au dollar sur le marché au comptant; il dépassa le taux central à la mi-janvier et fut fortement demandé lors de la fuite devant la monnaie américaine en février et mars. Bien que son cours n'eût que frôlé son plafond pendant cette phase, les autorités achetèrent des quantités importantes de dollars. Le deutsche mark se stabilisa ensuite au niveau de 1 à 1,5% au-dessus du taux central jusqu'au moment où il fut entraîné vers le bas par le fléchissement de la livre sterling pendant la troisième semaine de juin. Lorsque la monnaie britannique quitta le serpent, le deutsche mark se porta immédiatement à son plafond par rapport au dollar. Il y demeura jusqu'à ce que, à la suite de la réunion des Ministres des finances de la C.E.E. les 17 et 18 juillet et de la reprise des opérations en deutsche marks sur le marché des changes par le Système de Réserve Fédérale le 19 juillet, il se fût confirmé qu'aucune modification du taux de change n'était imminente.

Pendant le restant de l'année 1972 et tout au début de 1973, le deutsche mark, conjointement avec les autres monnaies européennes, a cédé légèrement du terrain par rapport au dollar. Depuis le milieu du mois d'août 1972, il dépassa rarement de plus de 1% le taux central fixé à Washington en décembre 1971, tandis qu'en octobre, puis de nouveau en janvier 1973, il se replia même jusqu'aux environs immédiats de ce taux. Durant la crise monétaire de février-mars 1973, le deutsche mark a subi de plein fouet les effets de la fuite devant la monnaie américaine. Le cours au comptant s'est établi au plafond entre le 1er et le 9 février, le cours à terme à 3 mois faisant ressortir un report de 8% l'an. Après la dévaluation du dollar, le deutsche mark au comptant revint d'abord à sa nouvelle limite inférieure, mais pendant la seconde phase de la crise il se porta à son nouveau cours plafond vis-à-vis du dollar le 1er mars, et à plus de 4,5% au-dessus de son nouveau taux central le lendemain, juste avant la fermeture des marchés.

Avant la réouverture de ceux-ci le 19 mars, le deutsche mark a été réévalué de 3%. Il n'est donc pas surprenant de constater qu'à la suite des afflux énormes de capitaux en Allemagne, en février et au début de mars, le deutsche mark ait été dans un premier temps la plus faible des monnaies flottant en commun, se situant à plus de 1,5% au-dessous de sa parité théorique en dollars au début d'avril et bénéficiant par moments du soutien des autres partenaires du bloc de flottement concerté. Sur le marché à terme, en revanche, il a continué de faire preuve de fermeté à l'égard du dollar. Le cours au comptant a réagi au nouvel accès de faiblesse de la monnaie américaine en mai: il est passé de près de 1% au-dessous à 5¼% au-dessus de la parité théorique le 1er juin.

Franc français. Au lendemain de l'Accord de Washington, le franc français commercial s'est porté au-dessus de son taux moyen à l'égard du dollar au début de février 1972 pour toucher son plafond pendant les troubles monétaires de mars. Il s'est ensuite légèrement replié, mais s'est de nouveau raffermi au début de mai, frôlant sa limite supérieure à partir du milieu de ce mois, jusqu'au moment où il fut entraîné en baisse par la livre sterling au cours de la troisième semaine de juin. Pendant ce temps, le franc financier, grâce aux importants achats de valeurs mobilières françaises effectués par des non-résidents, était arrivé à dégager une surcote de plus de 6% par rapport au cours commercial juste avant l'éclatement de la crise du sterling.

A la suite de la décision prise par les autorités britanniques de laisser flotter la livre, le franc commercial remonta à la limite supérieure et fut la dernière monnaie européenne à s'en détacher. A fin septembre, il demeurait toujours à moins de ½% du plafond, le cours financier se situant à environ 2½% au-dessus. Pendant le dernier trimestre de 1972, le franc français a connu un revers considérable de fortune. Le taux de change commercial s'est replié, d'abord progressivement puis plus fortement en décembre, descendant légèrement au-dessous de la parité par rapport au dollar à la fin de l'année. Le cours du franc financier s'est effrité jusqu'à devenir inférieur à celui du franc commercial en novembre, mais l'écart entre les deux est toujours resté faible. Le léger report que, depuis juin, le cours à terme à trois mois dégageait par rapport au cours commercial au comptant a subitement fait place en octobre à un déport, qui atteignit 2% l'an en décembre. L'affaiblissement du franc a été notamment provoqué par le recul de la livre en octobre, l'incertitude sur l'issue des élections générales de mars 1973 et l'inquiétude suscitée par l'inflation.

Au début de 1973, le franc s'est raffermi. Sur le marché commercial, il se situait près du plafond fixé par l'Accord de Washington avant la dévaluation du dollar et contre son nouveau plafond par rapport au dollar le 1er mars. Pendant cette période, le franc financier a suivi de près le franc commercial, tandis que, vers la fin de février, le cours à trois mois a, de nouveau, fait ressortir un report. Le flottement concerté commença peu après que les élections générales eurent confirmé le statu quo politique, et le franc commercial se stabilisa dans la moitié supérieure du serpent européen. Début mai, le franc français devint temporairement la plus forte des monnaies participant au flottement concerté, son cours se situant à 1% environ au-dessus de la parité théorique par rapport au dollar sur le marché commercial et très près de cette dernière sur le marché financier. Dans les premiers jours de juin, le franc accusait une appréciation de 6½% par rapport à cette même parité et se situait à quelque ¾ de point au-dessus du cours du marché financier.

Franc belge et florin. Au lendemain du réajustement monétaire de décembre 1971, le franc belge commercial et le florin sont demeurés pendant une très longue période bien en deçà des limites de la marge de fluctuation dont les pays du Benelux étaient convenus en août 1971, soit 1,5% de part et d'autre de la parité réciproque. Au cours de la période qui suivit immédiatement l'Accord de Washington, le franc belge fut la monnaie européenne la plus ferme, le florin venant aussitôt après. Tous deux atteignirent parfois leur plafond par rapport au dollar en février et au début de mars 1972, mais ils se replièrent quelque peu ultérieurement jusqu'à la veille de la crise du sterling, époque où le franc remonta de nouveau tout près de sa limite

supérieure, le florin se situant à $\frac{3}{4}\%$ au-dessous. Après avoir baissé pendant la troisième semaine de juin, les deux monnaies regagnèrent leur plafond par rapport au dollar dès la mise en flottement du sterling.

Par la suite, les mouvements respectifs des deux monnaies ont commencé de diverger. Le florin s'est détaché de son plafond au cours de la seconde quinzaine de juillet; il s'est ensuite constamment replié pour demeurer près de son taux central presque tout au long d'octobre et n'a guère dépassé ce niveau de plus de $\frac{1}{2}\%$ pendant le reste de 1972. Le franc belge, en revanche, n'a quitté son plafond par rapport au dollar qu'à la mi-août, c'est-à-dire au moment où le Système de Réserve Fédérale a vendu une certaine quantité de monnaie belge sur le marché. La baisse n'a pas non plus été aussi prononcée que dans le cas du florin puisque le cours du franc belge s'est généralement situé à près de 1%, ou un peu plus, au-dessus de la parité par rapport au florin pendant le reste de l'année. Cet écart s'est parfois élargi, de sorte que les arrangements prévus en la matière par le Benelux furent mis en application en septembre et en octobre, ce qui se traduit par un endettement des Pays-Bas à l'égard de la Belgique. La vigueur relative de la monnaie belge à ce moment-là était attribuable aux résultats favorables de la balance des paiements courants ainsi qu'au durcissement de la politique monétaire, tandis que, aux Pays-Bas, on enregistrait une détérioration des termes de paiements.

Au début du mois de janvier 1973, le franc belge et le florin se sont tous deux repliés par rapport au dollar à la suite de l'affaiblissement de la lire. Par la suite, les deux monnaies sont montées à leur plafond contre dollar dans les premiers jours de février, puis, au début de mars, elles ont touché leur nouvelle limite supérieure, le florin se situant en fait, le 1er mars, à près de 2,5% au-dessus de son nouveau taux central par rapport au dollar.

Au moment où les monnaies européennes ont commencé de flotter de concert, la devise néerlandaise a occupé la seconde place dans la hiérarchie des monnaies faibles du bloc européen, tandis que le franc belge faisait figure de monnaie forte. Il se sont tous deux fortement tassés, pendant les six semaines suivantes, par rapport aux monnaies de leurs partenaires du bloc et à l'égard du dollar. Depuis le début du mois d'avril, le florin a été presque constamment la monnaie la plus faible dans le serpent; en outre le mécanisme de soutien propre au Benelux a dû, de nouveau, être mis en œuvre. Au cours du mois de mai, le franc belge commercial et le florin se sont l'un et l'autre raffermis par rapport au dollar; le 1er juin ils se situaient respectivement à 6 et $4\frac{1}{2}\%$ au-dessus de leur taux central théorique vis-à-vis du dollar.

Sur le marché libre (ou financier), le franc belge s'est maintenu — à l'exception des deux périodes de mars à début avril et de juillet à début août — à l'intérieur d'une fourchette de 0,5% de part et d'autre de sa position sur le marché réglementé en 1972. Son cours a dégagé une surcote pendant les deux phases d'agitation monétaire de février-mars 1973, cette prime s'étant élevée à 2% le 1er mars pour disparaître à fin avril.

Lire. Une fois signé l'Accord de Washington, la lire s'est maintenue pendant un certain nombre de mois, sauf dans les premiers jours de mars, au-dessous de son nouveau taux central. Après être monté à $\frac{1}{2}\%$ au-dessus de ce taux au début de juin,

son cours s'est de nouveau inscrit en baisse. A la suite de la crise de la livre et de la décision de laisser flotter le cours de cette monnaie, la lire a de nouveau fait l'objet de fortes pressions et, comme il a été indiqué précédemment, l'Italie a été autorisée temporairement à soutenir la lire dans le serpent par des interventions en dollars. Presque tout au long du reste de l'année ce soutien s'est révélé nécessaire dans des proportions considérables, la cotation de la lire faisant ressortir en permanence l'écart maximum, ou presque, autorisé par rapport aux autres monnaies des pays participants. Etant donné que ces dernières se tenaient nettement dans la partie supérieure de la bande de fluctuation par rapport au dollar, la lire se maintint sensiblement au-dessus de son plancher à l'égard de la monnaie américaine.

Lorsque, le 1er janvier 1973, l'Italie recommença de se conformer au système d'intervention de la C.E.E. sur les marchés des changes, la lire fut soutenue à l'égard du franc belge et de la couronne danoise. De ce fait, la bande communautaire fut tirée vers le bas, la lire tombant à 1% au-dessous de son taux central le 19 janvier alors qu'elle se tenait juste au-dessous de ce même taux à la fin du mois de décembre. Le 22 janvier, les autorités annoncèrent le cloisonnement du marché officiel des changes: en ce qui concerne les transactions commerciales, le marché continuerait de fonctionner comme précédemment, encore que des mesures fussent prises en vue de freiner la détérioration des termes de règlements, tandis que les opérations financières seraient traitées sur un marché séparé où le cours de la lire s'établirait selon la loi de l'offre et de la demande. Par la suite, le cours commercial se raffermi, se situant tout juste au-dessus de son taux central immédiatement avant la dévaluation du dollar. A ce moment, le cours de la lire financière, qui avait fait ressortir dans un premier temps une dépréciation de 8%, s'était redressé jusqu'à un niveau inférieur de moins de 4% au taux central.

Postérieurement à la dévaluation du dollar, l'Italie a décidé de laisser flotter également la lire commerciale, se retirant ainsi du système communautaire. Les deux cours se sont raffermis par rapport au dollar lors de la réouverture des marchés le 14 février, et ils ont encore progressé pendant la seconde phase de la crise monétaire. A partir de la mi-mars, cependant, la lire a une fois de plus cédé du terrain; au début de mai le cours commercial et le cours financier se tenaient à environ 1¼ et 3¼% respectivement au-dessous du taux central fixé par l'Accord de Washington. Avec le nouvel accès de faiblesse du dollar, toutefois, ils s'établissaient respectivement à ½% au-dessus et quelque 2½% au-dessous de ce même taux central au début du mois de juin.

Depuis le cloisonnement du marché officiel des changes, la décote des billets de banque italiens - qui s'était fait jour dans d'autres pays à la suite de l'interdiction faite en juin 1972 de créditer les comptes de non-résidents auprès des banques en Italie du montant des billets rapatriés - a fléchi sensiblement: de 9% début janvier, elle est tombée à 5% par rapport au cours de la lire commerciale le 1er juin.

Franc suisse. Le franc suisse s'est apprécié, par rapport au dollar, plus que toute autre monnaie pendant la période sous revue, du fait surtout qu'il a flotté à partir de fin janvier 1973. La vigueur dont il a fait preuve jusqu'à présent cette année contraste fortement avec sa relative faiblesse au cours du premier semestre de 1972. En

effet, à la suite du réalignement monétaire de décembre 1971, le franc suisse s'est tenu continuellement, sauf pendant quelques jours au début du mois de mars, au-dessous de son nouveau taux moyen par rapport au dollar et ce, jusqu'au début de juin. Dès que la livre se mit à flotter, toutefois, il monta à son cours plafond; la banque centrale s'étant ensuite retirée du marché, le cours progressa encore légèrement pour faire ressortir un gain d'environ 3% par rapport au taux moyen.

Les autorités reprirent leurs interventions le 3 juillet, de sorte qu'au milieu de ce mois, malgré les nouvelles dispositions prises pour décourager les entrées de capitaux, elles se voyaient contraintes d'acheter \$1,3 milliard sur le marché au cours correspondant à la limite supérieure de la monnaie nationale. A l'exemple de quelques autres monnaies européennes, le franc suisse se repliait contre dollar à partir de la mi-juillet; au début du mois d'octobre son cours se situait à un peu moins de 1% au-dessus du taux moyen. A ce moment, les autorités cédèrent une certaine quantité de dollars au marché, en vue notamment d'éponger une partie des liquidités de l'économie, et le mouvement de baisse du cours s'arrêta par la suite.

A partir de la mi-novembre, le franc suisse s'est de nouveau raffermi, du fait en grande partie du durcissement de la politique monétaire. Il atteignait pratiquement son plafond au milieu du mois de janvier 1973; peu de temps après, le cloisonnement du marché des changes en Italie provoquait une forte demande de francs suisses de sorte que, après avoir dû absorber des montants assez élevés de devises sur le marché, les autorités furent amenées à laisser flotter la monnaie helvétique à partir du 23 janvier de manière à protéger la liquidité de l'économie des dangers inhérents à de nouvelles entrées massives de capitaux.

Le 9 février, à la fin de la première phase de la crise monétaire qui s'ensuivit, le franc suisse s'était apprécié de plus de 9% par rapport à son taux moyen antérieur à l'égard du dollar; après la dévaluation de ce dernier, il s'inscrivit de nouveau en hausse, mais dans de plus fortes proportions que précédemment, pour atteindre le 2 mars un cours supérieur de 23% au taux moyen établi par l'Accord de Washington, soit une appréciation de près de 11% par rapport au dollar dévalué pour la seconde fois. A la réouverture des marchés le 19 mars, le franc suisse quittait ce sommet pour fléchir de 5%. Après avoir fluctué dans des limites assez étroites par rapport à la monnaie américaine jusqu'au milieu de mai, il a accusé une nouvelle et forte progression, se situant le 1er juin à près de 25% au-dessus de son taux moyen de décembre 1971.

Yen. En février et en mars 1972, le yen s'est porté tout près du plafond fixé par l'Accord de Washington, mais par la suite et jusqu'à la crise monétaire de juin-juillet il s'est tenu dans la limite de 1 à 1½% au-dessus de son taux central. Lorsque des pressions se sont exercées sur le dollar du fait de la mise en flottage de la livre, le yen a immédiatement touché son plafond où il est resté jusqu'à la fin de l'année. Il s'en est néanmoins détaché au début de 1973 pour demeurer en dessous tout au long du mois de janvier. Comme il y était retourné au début du mois suivant, les autorités ont acheté \$1,1 milliard avant la fermeture des marchés des changes le 10 février. Une fois le dollar dévalué, les autorités japonaises annoncèrent qu'elles laisseraient flotter temporairement le cours de leur monnaie. Après la réouverture du marché, le yen est monté le 1er mars à 15½% environ au-dessus du taux central fixé

par l'Accord de Washington et c'est autour de ce niveau qu'il s'est maintenu par la suite, les autorités japonaises ayant, depuis le milieu du mois de mars, vendu des montants considérables de dollars sur le marché des changes. Début juin, cependant, le cours du yen a fait ressortir une nouvelle appréciation de 1% par rapport au dollar.

Dollar canadien. Le dollar canadien a fluctué à l'intérieur de la fourchette \$E.U. 0,99-1,03 pendant la période sous revue. Au début de 1972, il se situait légèrement au-dessous de la parité par rapport au dollar E.U. Il s'est raffermi au fil des mois grâce, notamment, à la vigueur de la balance des paiements courants et au niveau élevé des taux d'intérêt canadiens à court terme pour atteindre, au plus haut, le cours de \$E.U. 1,02 $\frac{3}{4}$ en juin, alors que, parallèlement, les interventions officielles sur le marché conduisaient à un renforcement substantiel des réserves. A la suite des mesures prises en juin par les autorités pour contenir la hausse du loyer de l'argent, le dollar s'est replié à un niveau légèrement inférieur à \$E.U. 1,02. Pendant les quatre mois suivants, ni le taux de change ni les réserves officielles n'ont guère varié. De la fin d'octobre au milieu de décembre, le dollar canadien a accusé une baisse très forte, en raison surtout du fait que l'écart entre les taux d'intérêt à court terme s'est inversé pour jouer en faveur du dollar des Etats-Unis; les autorités sont de nouveau intervenues en novembre, cette fois pour vendre des dollars E.U. sur le marché. Depuis le début de 1973, le dollar canadien a évolué dans des limites assez étroites autour de la parité contre dollar E.U., les réserves ne subissant que peu de modifications en valeur nette. La monnaie canadienne n'a pas été fortement affectée par les événements de février-mars: les autorités d'Ottawa firent clairement comprendre à l'époque qu'elles ne souhaitaient pas une appréciation de leur monnaie par rapport au dollar E.U., bien que l'écart des cours ait atteint à un certain moment environ 1%. De même le dollar canadien ne s'est pas fortement senti de l'accès de faiblesse du dollar E.U. en mai.

Schilling autrichien. En janvier 1972, le schilling s'est porté au-dessus du taux central fixé par l'Accord de Washington, et il s'est maintenu dans la partie supérieure de la bande de fluctuation autorisée par rapport au dollar pendant les douze mois suivants, sans toutefois jamais atteindre le plafond. Il l'a néanmoins touché juste avant la dévaluation du dollar en février 1973, puis, le 1er mars, il est monté à sa nouvelle limite supérieure. Le 13 mars, le schilling fut réévalué de 2 $\frac{1}{4}$ %, et à la fin du mois les autorités autrichiennes décidèrent qu'elles interviendraient sur le marché, bien que l'Autriche ne participe pas au flottement européen commun, si cela était nécessaire pour maintenir le cours réciproque moyen du schilling à l'intérieur d'une limite de 2 $\frac{1}{4}$ % par rapport aux monnaies des pays participants, pondérées selon leur importance dans le commerce autrichien.

Autres monnaies. Au lendemain de l'Accord de Washington, la couronne suédoise s'est inscrite en hausse par rapport à son nouveau taux central vis-à-vis du dollar au milieu du mois de janvier, suivie par la couronne norvégienne à peu près un mois plus tard et par la couronne danoise, temporairement au début du mois de mars et de façon plus durable en mai. Dans le sillage de la livre sterling, la devise danoise s'est sensiblement affaiblie en juin, puis elle est revenue à la fin de ce mois au-dessus

de son taux central, niveau auquel elle s'est maintenue jusqu'à la fin de l'année. Les monnaies norvégienne et suédoise ont également fait preuve de fermeté pendant cette période, la première se tenant tout près de son plafond durant un certain temps à la suite du flottement de la livre, puis revenant presque à son taux central vers la fin de septembre lorsque les électeurs norvégiens se prononcèrent contre l'entrée de leur pays dans le Marché Commun. Les trois monnaies se situaient à leur cours plafond juste avant la dévaluation du dollar en février 1973. Le taux central de la couronne suédoise fut alors abaissé de 5%, à la suite de quoi cette dernière s'est rapidement portée à son nouveau plafond. La monnaie danoise, mais non la couronne norvégienne, se situait également à sa limite supérieure contre le dollar le 1er mars. Ultérieurement, ces monnaies ont toutes figuré parmi les plus fermes du bloc européen de flottement concerté. Début juin, la couronne suédoise s'établissait à près de 7% et les couronnes danoise et norvégienne à 5,5 et 6,5% respectivement au-dessus de leurs taux centraux nominaux par rapport au dollar. La Finlande, à l'exemple de la Suède, a abaissé le taux central de sa monnaie de 5,4% immédiatement après la dévaluation du dollar en février 1973.

La peseta espagnole s'est maintenue au plancher fixé par l'Accord de Washington jusqu'à la mi-mars 1972. Elle a alors monté pour atteindre un cours légèrement inférieur à son taux moyen, niveau auquel elle est demeurée jusqu'après la crise du sterling en juin. A partir de ce moment, elle s'est établie presque constamment à près de 1,5% au-dessus de son taux moyen jusqu'à la dévaluation du dollar en février 1973. Par la suite, elle s'est d'abord légèrement repliée, descendant un peu au-dessous de son nouveau taux central, mais elle a eu tôt fait d'y revenir et s'est ensuite maintenue dans les environs immédiats de ce taux.

En février 1972, l'escudo portugais s'est porté au-dessus du taux central fixé par l'Accord de Washington; il s'est encore légèrement apprécié par la suite, se situant la plupart du temps à environ 1% au-dessus de ce taux pendant le second semestre. Après une nouvelle progression jusqu'à la dévaluation du dollar, le taux central de l'escudo a été lui aussi abaissé à ce moment-là, dans la proportion de 3,8%. Début juin, la monnaie portugaise se situait à 6% au-dessus de son taux central théorique par rapport au dollar.

Autres événements dans le domaine des changes.

Pendant la période sous revue, l'événement le plus important dans le domaine des changes a certainement été la dévaluation de 10%, le 13 février 1973, du dollar des Etats-Unis. Selon le type de réaction à cette décision, on peut, d'après les renseignements disponibles, diviser le reste du monde en quatre groupes. Le premier comprend les pays qui n'ont pas modifié le pair ou le taux central de leur monnaie par rapport à l'or et aux D.T.S.: Afrique du Sud, Algérie, Allemagne fédérale, Arabie Séoudite, Australie, Autriche, Bahreïn, Belgique-Luxembourg, Birmanie, Botswana, Burundi, Chypre, Danemark, Egypte, Espagne, Ethiopie, France et pays de la zone franc, Ghana, Guinée, Hong-Kong, Irak, Iran, Jordanie, Koweït, Lesotho, Lybie, Malaysia, Maroc, Mauritanie, Norvège, Nouvelle-Zélande, Pakistan, Pays-Bas, Qatar, Roumanie,

Singapour, Souaziland, Tunisie, U.R.S.S., Yemen et Zambie. Un second est composé des pays dont la monnaie a suivi la dévaluation du dollar: Argentine, Bolivie, Chili, Colombie, Corée du Sud, Costa Rica, Equateur, El Salvador, Grèce, Guatemala, Haïti, Honduras, Indonésie, Islande, Israël, Jamaïque, Kenya, Laos, Libéria, Mexique, Nicaragua, Nigéria, Ouganda, Panama, Paraguay, Pérou, Philippines, République Dominicaine, République Khmère, Ruanda, Soudan, Sud Viêt-nam, Surinam, Syrie, Tanzanie, Thaïlande, Turquie, Uruguay, Venezuela, Yougoslavie et Zaïre. Un troisième groupe, comprenant le Brésil, la Finlande, le Népal, le Portugal, la Suède et T'ai-Wan, a également dévalué, mais moins que les Etats-Unis. Certains pays, enfin, ont soit continué, soit commencé de laisser flotter leur monnaie par rapport au dollar E.U.: Bangla-Desh, Canada, Gambie, Guyane, Inde, Irlande, Italie, Japon, Malawi, Malte, Maurice, Royaume-Uni, Sierra Leone, Sri Lanka, Suisse et Tobago-la Trinité. Ce groupe a été rejoint le 19 mars par l'Allemagne fédérale, l'Autriche, le Danemark, la France, la Norvège, les Pays-Bas, le Portugal, la Suède et l'Union Economique Belgo-Luxembourgeoise.

En dehors de l'évolution des taux de change, dont une description a déjà été donnée, la période sous revue a été surtout caractérisée dans le domaine des changes par les diverses dispositions administratives visant à limiter dans une certaine mesure le déséquilibre des paiements internationaux, de façon à ne pas compromettre la grille de taux de change mise en place par l'Accord de Washington. Ces efforts se sont traduits en pratique, à chacune des attaques successives que le dollar a subies après cet Accord – en février-mars 1972, en juin-juillet 1972 et en février-mars 1973 – par un renforcement de l'arsenal déjà impressionnant des moyens de contrôle dont les pays excédentaires s'étaient dotés pour se prémunir contre les afflux de capitaux et parfois par l'adoption, à titre complémentaire, de mesures destinées à favoriser les sorties de fonds. Si toute cette panoplie de restrictions de plus en plus fournie n'a pas empêché un assez grand nombre de pays d'abandonner les taux de change fixes en mars 1973, le passage au régime des taux flottants n'a provoqué jusqu'à présent aucun démantèlement notable de ces restrictions.

En *Allemagne fédérale*, la première mesure importante prise en 1972 contre les afflux de capitaux a été la mise en application, le 1er mars, de la loi sur le «Bardepot» (dépôt comptant) qui avait essentiellement pour objectif de limiter les emprunts à l'étranger des sociétés allemandes du secteur non bancaire, le coefficient de ce dépôt étant fixé à 40%. Les crédits étrangers de certains types – ceux qui sont directement liés au règlement normal de transactions sur biens et services, les emprunts servant soit à refinancer des exportations ou à assurer leur couverture à terme, soit à financer des investissements à l'étranger, ainsi que tous les concours inférieurs ou égaux à DM 2 millions – étaient exemptés de l'obligation, mais devaient être notifiés aux autorités. Le coefficient a été porté à 50% en juillet 1972 et le seuil d'application du dépôt comptant abaissé le même mois à DM 500.000, puis à DM 50.000 en janvier 1973. En juillet, le relèvement dudit coefficient s'est accompagné de la majoration des taux des réserves minimums applicables tant au total des engagements des banques correspondant à des dépôts de non-résidents qu'à l'accroissement de ces engagements après novembre 1971. Cette mesure revenait à porter le coefficient des réserves obligatoires assises sur ces exigibilités à un pourcentage compris entre 90 et 100%.

L'application du système de dépôt comptant a eu notamment pour résultat de détourner les entrées de fonds vers d'autres circuits, notamment celui des opérations sur valeurs mobilières; c'est pourquoi, vers la fin de juin 1972, toutes les ventes à des non-résidents de valeurs mobilières allemandes à revenu fixe ont été assujetties à l'octroi d'une autorisation officielle, qui en pratique était refusée. Cette mesure a été modifiée en septembre pour permettre aux banques allemandes de vendre à leur clientèle de particuliers des obligations ayant 4 ans ou plus à courir, à condition que ces ventes n'aient pas pour effet d'augmenter le total général des avoirs de leurs clients non-résidents en valeurs allemandes à revenu fixe.

En février 1973, de nouvelles mesures restrictives ont été prises. La réglementation des achats de valeurs de l'espèce par les non-résidents a été étendue aux acquisitions de titres allemands à revenu variable; tous les investissements d'un montant supérieur à DM 500.000 effectués par des non-résidents dans les entreprises établies en Allemagne ont été subordonnés à l'octroi d'une autorisation officielle; enfin, les emprunts contractés ou les crédits obtenus à l'étranger par des résidents pour un montant dépassant DM 50.000 ont également été soumis au contrôle des autorités, étant ainsi entendu que, d'une manière générale, l'autorisation ne serait accordée pour aucun des crédits assujettis au dépôt comptant.

En *Belgique* et au *Luxembourg*, trois nouvelles mesures administratives ont été prises pendant la période sous revue pour décourager les entrées de capitaux. En mars 1972, d'abord, les banques ont été invitées à ne pas laisser s'accroître leur position débitrice nette au comptant à l'égard de l'étranger, tant en francs belges qu'en devises, sur le marché réglementé des changes. En même temps, il leur était demandé de ne pas laisser leur position débitrice nette globale vis-à-vis de l'étranger (exigibilités au comptant et à terme cumulées) sur le marché réglementé des changes atteindre un chiffre élevé. Ultérieurement, au plus fort de la crise des changes début mars 1973, l'utilisation par les non-résidents de leurs comptes en francs belges convertibles fut temporairement limitée aux seuls règlements d'achats de biens et de services à des résidents de l'U.E.B.L. Le 19 mars 1973 enfin, à la réouverture des marchés des changes, un taux d'intérêt négatif de 0,25% par semaine a été imposé sur tous les soldes de comptes de non-résidents en francs belges convertibles pour la fraction dépassant le niveau moyen atteint au quatrième trimestre de 1972.

Aux *Pays-Bas*, les autorités ont réagi à l'afflux de capitaux qui s'est produit en mars 1972 en interdisant de rémunérer les dépôts à vue en florins de non-résidents et en retirant l'autorisation générale accordée à ceux-ci de placer des florins en dépôt à terme auprès des banques établies aux Pays-Bas. En juillet, il a été interdit aux résidents de se procurer à l'étranger des crédits de caractère financier; simultanément des mesures ont été prises pour limiter les délais de règlement des achats et des ventes à l'étranger aux usances dans les diverses branches d'activité. En mars 1973, à la suite de la décision de laisser flotter le florin par rapport au dollar, les banques établies aux Pays-Bas ont été assujetties à une obligation de réserve au taux de 50% — porté à 80% en avril — pour toutes leurs positions débitrices nettes en florins à l'égard des non-résidents. En même temps, un intérêt négatif de 0,25% par semaine était imposé sur toute augmentation ultérieure des dépôts en florins de non-résidents dans des

banques néerlandaises. Cette mesure a été rapportée au début de mai, mais l'interdiction de rémunérer les dépôts de non-résidents reste en vigueur.

Au Japon, de nouvelles mesures ont été prises en 1972 et pendant le premier trimestre de 1973, tant pour limiter les mouvements d'entrées de fonds au Japon que pour encourager les sorties. En ce qui concerne le contrôle des entrées de capitaux, la première mesure a consisté à remettre en vigueur, en février 1972, les restrictions (levées pendant une très brève période après l'Accord de Washington) frappant la conversion en yens du produit des règlements anticipés d'exportations. En même temps, il a été interdit aux banques étrangères établies au Japon de procéder à de nouvelles cessions de dollars contre yens. En juin, un coefficient de réserves obligatoires de 25% a été appliqué à l'accroissement des engagements des banques en yens convertibles à l'égard des non-résidents; en juillet, ce coefficient a été porté à 50%. Parmi les autres mesures prises immédiatement après la mise en flottement du sterling figure un nouveau durcissement de la réglementation limitant la conversion du produit des règlements anticipés d'exportations, ainsi que des restrictions aux cessions anticipées, par des non-résidents, de monnaies étrangères contre yens en vue de l'achat de valeurs mobilières japonaises. Ce train de mesures a été suivi, en octobre, de la décision d'interdire tout nouvel accroissement du portefeuille global de valeurs mobilières japonaises des non-résidents, tout achat de titres par ceux-ci n'étant autorisé qu'à condition de trouver sa contrepartie dans une vente.

Pour ce qui est des mesures visant à encourager les sorties de capitaux, tous les résidents ont été autorisés, en mai 1972, à conserver indéfiniment leurs recettes en devises provenant de transactions avec des non-résidents — précédemment, seules les banques, compagnies de navigation, sociétés de commerce et compagnies d'assurances bénéficiaient de cette faculté — et à se faire ouvrir librement des comptes en devises auprès des banques. Un peu plus tard, toujours en mai, les textes relatifs aux placements en valeurs étrangères ont été assouplis; le mois suivant, toutes les restrictions frappant les investissements directs et les achats de biens immobiliers à l'étranger par des résidents ont été levées. En août, il fut décidé que les émetteurs non-résidents d'emprunts obligataires libellés en yens devraient convertir en monnaies étrangères 90% du produit de ces opérations immédiatement après l'émission.

La Suisse a pris un certain nombre de mesures très sévères pour contrôler les entrées de capitaux pendant la période qui a suivi immédiatement le flottement de la livre sterling. Les investissements dans la Confédération sous forme de valeurs mobilières, prêts hypothécaires ou immeubles ont été interdits aux étrangers; un intérêt négatif de 2% par trimestre a été appliqué à l'accroissement des dépôts en francs suisses de non-résidents d'un montant supérieur à 50.000 francs; l'obtention par des résidents du secteur non bancaire de crédits étrangers d'un montant supérieur à 1 million de francs (ce chiffre a été ramené dans l'année 1973 à 50.000 francs sauf pour les crédits non convertis en francs suisses) a été assujettie à l'octroi d'une autorisation officielle; enfin, les banques ont été tenues d'équilibrer quotidiennement leur position globale (au comptant et à terme) en devises. Cette dernière mesure a été suspendue en octobre 1972, mais remise en vigueur au début de 1973.

Au cours de l'année 1972, les autorités suisses ont également modifié, à plusieurs reprises, les règles régissant la conversion en devises d'emprunts en francs suisses

contractés par des non-résidents. A partir de la fin février, 25% au moins du produit de ces emprunts ont dû être convertis en dollars auprès de la Banque Nationale Suisse au cours vendeur officiel de cette monnaie, soit FS 3,9265; en mai, la fraction à convertir a été portée à 40% et le taux de change correspondant abaissé à FS 3,88; en juillet, ce dernier est passé à FS 3,80 et, en septembre, la part à convertir était élevée à 50% pour les emprunts d'une durée de cinq ans au maximum et à 60% pour les opérations à plus long terme. En janvier 1973, l'obligation de conversion à la Banque Nationale fut supprimée. Par ailleurs, en février 1972, la souscription par 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 chacun de ces placements - limitation étendue en juillet aux obligations émises en francs suisses par des non-résidents - et les banques étrangères n'ont plus été autorisées à y souscrire.

En *France*, les mesures de contrôle des entrées de capitaux qui avaient été instituées entre août et décembre 1971 ont été levées, pour la plupart, à la suite du réalignement monétaire de Washington, tandis qu'un certain nombre de restrictions aux transferts de fonds vers l'étranger ont été assouplies (voir quarante-deuxième Rapport annuel, page 172). Les autorités n'ont pas pris non plus de nouvelles mesures au cours de la crise des changes de février-mars ni pendant celle de juin-juillet 1972. Vers la mi-mars 1973, à la suite de la décision de participer au flottement commun des monnaies européennes par rapport au dollar, un nouveau dispositif a été mis en place pour empêcher d'éventuelles entrées de capitaux: la rémunération des comptes en francs français, à vue ou à un terme de six mois au plus, nouvellement ouverts à des non-résidents a été interdite; il n'a plus été possible (sous réserve de quelques exceptions d'importance secondaire) d'utiliser les comptes en francs financiers de non-résidents pour acheter des effets à court terme négociables sur le marché monétaire ou pour effectuer des transferts à des comptes d'épargne; une obligation de réserve spéciale au taux de 100% a été imposée aux banques pour l'accroissement de leurs engagements en francs à l'égard des non-résidents au-delà du niveau atteint le 4 janvier 1973 (en juillet, le coefficient des réserves assises sur le montant total des engagements des banques en francs avait été porté de 10 à 12% pour les dépôts à vue et de 4 à 6% pour les autres exigibilités); il a été interdit aux banques d'effectuer ou de renouveler les opérations de swap donnant lieu à des ventes à terme de francs français à des non-résidents contre achats au comptant: en outre, les banques ont été invitées à ne pas accroître leurs positions créditrices nettes à terme en devises par rapport au niveau atteint à fin février. Au début d'avril, les restrictions encore existantes sur les achats à terme de devises par les importateurs français ainsi que l'interdiction faite aux exportateurs d'accorder des crédits de plus de six mois à leurs clients étrangers ont été supprimées.

L'*Autriche* a pris elle aussi, pendant la période sous revue, de nouvelles mesures visant à restreindre les entrées de capitaux. A la fin de novembre 1972, des limitations ont été apportées tant aux achats par des non-résidents de valeurs mobilières autrichiennes et d'immeubles situés en Autriche qu'à la faculté, pour les résidents, de contracter à l'étranger des emprunts destinés à financer des importations ou des investissements en Autriche ou encore à refinancer des créances à l'exportation. L'accord-cadre conclu entre la Banque Nationale d'Autriche et les banques, aux termes duquel

ces dernières devaient déposer à la Banque Nationale, en compte non rémunéré, la contre-valeur de 75% de tout accroissement de leurs engagements en schillings envers des non-résidents au-delà du niveau atteint au 15 août 1971, est resté en vigueur.

En *Espagne*, de nouvelles mesures ont été prises pendant la période considérée en vue de limiter l'accroissement des comptes en pesetas des non-résidents. En octobre 1971 déjà, les banques avaient été assujetties à une obligation de réserve de 100% sur tout accroissement des comptes de non-résidents en pesetas convertibles à moins de 90 jours de préavis; en juillet 1972, un coefficient de réserve de 50% est venu frapper toute augmentation des comptes en pesetas convertibles de non-résidents à préavis de 90 jours ou plus, ce coefficient ayant été porté à 100% au début de février 1973. Ultérieurement, vers la mi-mars, les non-résidents ont cessé d'être autorisés à racheter des devises avec des pesetas précédemment acquises par vente de devises; en même temps était décrétée l'interdiction de rémunérer les comptes de non-résidents en pesetas.

En *Suède*, un certain nombre d'assouplissements ont été apportés au contrôle des changes en 1972. Les plafonds assignés aux avoirs des banques en devises ont été relevés, toutes les restrictions aux exportations de capitaux par des émigrants suédois jusqu'à un montant de KRS 100.000 ont été supprimées, et la période maximum pour laquelle les résidents peuvent se couvrir à terme pour les règlements d'importations, de frets et de location de navires ou d'avions a été portée de un à deux ans. En mars 1973, plusieurs dispositions ont été prises pour endiguer les afflux massifs de fonds qui se produisaient en Suède: les non-résidents dont les avoirs en couronnes auprès de banques suédoises dépassaient le niveau moyen atteint en janvier 1973 ont été menacés d'être frappés d'un intérêt négatif sur ce dépassement; enfin, il a été annoncé que, jusqu'à nouvel avis, 10% du produit de toutes les cessions de devises à la banque centrale effectuées par les banques seraient déposés, pour une durée de six mois, en compte non productif d'intérêt.

Au *Danemark*, l'interdiction faite aux non-résidents d'acquérir des actions danoises a été levée au début de 1973, et les restrictions auxquelles ils continuaient d'être soumis pour leurs achats d'obligations danoises ont été assouplies. D'autres atténuations à la réglementation des changes ont été annoncées en mars 1973. Elles prévoient entre autres la liberté complète d'octroi de crédits commerciaux jusqu'à cinq ans entre résidents et non-résidents, ainsi qu'un régime plus libéral pour les investissements directs effectués tant en Suède par des non-résidents qu'à l'étranger par des résidents, et pour les investissements immobiliers des résidents à l'étranger.

En *Finlande*, l'obligation instituée en novembre 1970 d'effectuer avant dédouanement le règlement des importations de certaines catégories de marchandises (entrant pour un quart environ dans le total des achats finlandais à l'étranger) a été abolie en juin 1972. Depuis le début de 1973, les résidents finlandais ne sont plus tenus de céder toutes leurs recettes en devises; ils peuvent maintenant les conserver en comptes en devises dans les banques.

En *Italie*, outre les mesures relatives au taux de change mentionnées à la page 172, plusieurs autres dispositions ont été prises pendant la période sous revue, tant afin d'endiguer les sorties de capitaux que pour favoriser les entrées. A la fin de juin 1972, les

banques ont été autorisées à maintenir des positions débitrices nettes envers les non-résidents, mais l'interdiction qui leur était faite depuis septembre 1971 d'être créditrices nettes à l'égard de l'étranger est demeurée en vigueur. Pour les inciter à emprunter à l'étranger, l'Office italien des changes a offert aux banques, en décembre 1972, des facilités de swap de dollars contre lires au pair pour des périodes de trois mois.

A la fin de janvier 1973, en même temps qu'elles décidaient de cloisonner le marché officiel des changes, les autorités s'efforcèrent de limiter les possibilités de décalages dans les paiements jouant contre la lire en ramenant de 90 à 30 jours et d'un an à 90 jours respectivement les périodes maximums autorisées pour le règlement anticipé d'importations et le rapatriement différé des recettes d'exportations. Le laps de temps pendant lequel les résidents sont autorisés à détenir des devises négociables sur le marché commercial des changes a été également réduit, de 180 à 30 jours, cependant que, dans la seconde semaine de février, le délai à eux concédé pour conserver des devises cessibles sur le compartiment financier revenait de 30 à 7 jours. Au début de février 1973, l'allocation maximum accordée aux résidents italiens se rendant à l'étranger a été ramenée de LIT 1 million à LIT 500.000 par voyage.

Au *Royaume-Uni*, la décision de laisser flotter le sterling en juin 1972 s'est accompagnée de mesures visant à contrôler les paiements courants et les sorties de capitaux à destination des pays de la zone sterling, à l'exception de la République d'Irlande et, ultérieurement, de Gibraltar. En ce qui concerne les mouvements de capitaux, les investissements directs des résidents britanniques dans les pays de la zone sterling ont été assujettis à autorisation officielle préalable, tandis que, pour les investissements de portefeuille, les achats de devises étaient transférés du marché officiel au marché du dollar/investissement. D'autre part, le produit des ventes de valeurs mobilières de pays de la zone sterling peut désormais être converti en totalité sur ce dernier marché, alors que, dans le cas de la vente de titres émis hors de la zone sterling, l'obligation de céder 25% du produit au marché officiel des changes est maintenue. En mai 1973, la règle instituée en mars 1972, aux termes de laquelle les sociétés britanniques contrôlées par des résidents de pays de la C.E.E. peuvent financer de nouveaux investissements directs au Royaume-Uni en empruntant des livres sterling dans ce pays, a été étendue aux investissements de cette nature effectués par toutes les sociétés britanniques contrôlées par des non-résidents.

Au *Canada*, avec effet au 1er avril 1972, les dispositions limitant les sorties de capitaux à destination de pays autres que les Etats-Unis, mises en vigueur en 1966 et renforcées en 1968 afin d'empêcher que des capitaux ne soient exportés des Etats-Unis vers d'autres pays par l'intermédiaire du Canada, ont été modifiées de façon à exempter tous les nouveaux crédits à l'exportation accordés par les résidents canadiens, ainsi que les prêts octroyés aux Etats ou aux banques centrales de pays en voie de développement ou bénéficiant de leur garantie.

Aux *Etats-Unis*, aucune modification n'a été apportée pendant la période considérée aux divers aspects de la réglementation des sorties de capitaux. Les autorités américaines ont toutefois déclaré, lors de la dévaluation du dollar en février 1973, qu'elles se proposaient d'éliminer progressivement les mesures de contrôle avant la fin de 1974.

A l'intérieur de la *zone sterling*, la décision prise par le Royaume-Uni de laisser flotter la livre a suscité trois grandes catégories de réactions. D'abord, certains pays dont la monnaie était déjà rattachée au dollar n'ont apporté aucun changement à leur taux de change par rapport à cette monnaie: il s'agit de l'Australie, du Ghana, de l'Islande, de la Jordanie, du Kenya, du Nigeria, de la Nouvelle-Zélande, de l'Ouganda, du Pakistan, des Samoa occidentales, de la Tanzanie et de la Zambie. Ensuite, plusieurs pays dont la monnaie était précédemment liée au sterling ont également maintenu leur taux de change par rapport au dollar, auquel ils se sont ainsi rattachés: ce sont Chypre, Hong-Kong, le Koweït, la Malaisie, Oman et Singapour. Un certain nombre d'autres ont décidé de laisser flotter leur monnaie de concert avec la livre sterling: ce sont l'Afrique du Sud, le Bangla-Desh, la Barbade, la Botswana, les îles Fidji, la Gambie, la Guyane, l'Inde, l'Irlande, la Jamaïque, le Lesotho, le Malawi, l'île Maurice, le Sierra Leone, le Souaziland et Tobago-la Trinité. On peut ajouter à ce dernier groupe le Sri Lanka, dont la monnaie, précédemment liée au dollar, a été rattachée à la livre, et Malte, qui a opté pour un flottage contrôlé unilatéral. Enfin, l'Irak, bien que n'appartenant pas à la zone sterling, a rattaché sa monnaie à la livre peu avant que celle-ci ne commence à flotter.

Plusieurs autres faits importants se sont produits à l'intérieur de la zone sterling pendant la période considérée. En *Australie*, diverses mesures ont été prises à la fin de septembre en vue de contenir l'expansion des réserves officielles et de limiter l'extension de la participation étrangère dans les sociétés australiennes: d'une part, les restrictions imposées aux investissements de portefeuille des résidents à l'étranger ont été assouplies et les règles limitant les emprunts des sociétés étrangères en Australie ont été supprimées; d'autre part, la Banque de Réserve a cessé d'autoriser les emprunts contractés à l'étranger par des résidents pour des montants supérieurs à \$A100.000 par an et remboursables, ou assortis d'une faculté de remboursement, dans un délai de deux ans. Pour renforcer l'effet de cette mesure, il a été mis fin à l'exemption dont bénéficiaient les emprunts en dollars australiens consentis par des résidents de la zone sterling. En outre, des dispositions législatives transitoires ont été prises vers la fin d'octobre pour empêcher les offres publiques d'achat étrangères considérées comme contraires à l'intérêt public, notamment celles qui se traduiraient par l'existence d'une participation étrangère de 15% au moins par personne physique ou morale, ou d'au moins 40% au total dans le capital d'une société australienne. A compter du 22 décembre, le dollar australien a été réévalué de 4,85% par rapport à l'or, le nouveau pair étant fixé à 1,04360 gramme d'or fin. Par rapport au dollar toutefois, la réévaluation a été de 7,5% (voir quarante-deuxième Rapport annuel, page 175). En même temps, la sévérité du contrôle des entrées de capitaux a été accrue: en particulier, l'obligation de constituer un dépôt, suivant un pourcentage variable, a été instaurée pour les nouveaux emprunts à l'étranger, autres que les crédits commerciaux, d'une durée de plus de deux ans et d'un montant dépassant \$A 100.000 par période de douze mois; ce dépôt, dont le pourcentage a été fixé initialement à 25%, n'est pas productif d'intérêt. Le 1er février 1973, le champ des mesures de contrôle des entrées de capitaux a été encore étendu, avec la limitation des délais de règlement des importations et de certaines transactions invisibles, et de rapatriement anticipé des recettes d'exportation.

Après avoir tout d'abord laissé flotter sa monnaie de concert avec la livre sterling, l'*Afrique du Sud* a fixé un nouveau pair de 1,0455 gramme d'or fin pour 1 rand, avec effet au 24 octobre 1972, et le rand a été de nouveau rattaché au dollar des Etats-Unis. La modification du pair a représenté une réévaluation de 4,2%, mais, par rapport au dollar, le rand a été réévalué d'environ 4%, si l'on considère le niveau de son cours flottant sur le marché peu avant cette mesure. En février 1973, le rand s'est apprécié de 11,1% à l'égard du dollar par suite de la dévaluation de la monnaie américaine. Au début de juin, les autorités décidèrent de cesser de maintenir le taux de change contre dollar entre les limites autorisées de part et d'autre de la parité. Simultanément, elles notifièrent de nouveaux cours acheteur et vendeur pour le dollar, qui correspondaient à un nouvel ajustement en hausse du rand d'environ 5%.

En *Islande*, la couronne a été dévaluée de 10,7% à compter du 19 décembre 1972; elle l'a été de nouveau en février 1973, de 10%, parallèlement à l'ajustement en baisse du dollar; en avril, toutefois, l'Islande a réévalué d'environ 6% sa monnaie, dont le taux central s'est établi ainsi à KIS 92,98 = \$E.U. 1.

Au *Pakistan*, une vaste réforme des changes a été effectuée, le système des taux de change multiples ayant été remplacé le 11 mai 1972 par un taux unique; cette réforme a correspondu à une dévaluation de 57% de la monnaie pakistanaise par rapport à l'or. Le nouveau pair de la roupie a été fixé à 0,0744103 gramme d'or fin.

Avec effet au 17 janvier 1973, la *Jamaïque* a détaché sa monnaie de la livre sterling et l'a rattachée au dollar des Etats-Unis. Simultanément, la monnaie jamaïquaine a été dévaluée de 15,6% par rapport à l'or, le nouveau pair étant fixé à 0,900364 gramme d'or fin et le nouveau taux de change par rapport au dollar des Etats-Unis à \$ J0,91 = \$E.U. 1.

Les monnaies de la zone sterling qui flottaient encore conjointement avec la livre sterling quand le dollar fut dévalué en février 1973 ont continué à suivre le sort de la monnaie britannique. Parmi celles qui étaient déjà rattachées au dollar, certaines ont accepté la dévaluation de la monnaie américaine et se sont, de ce fait, appréciées par rapport au dollar de 11,1% avant de s'y rattacher de nouveau, tandis que d'autres ont suivi la dévaluation du dollar: cette dernière catégorie comprend l'Islande, la Jamaïque, le Kenya, le Nigeria, l'Ouganda et la Tanzanie.

Malgré les modifications notables apportées aux taux de change, par rapport au dollar des Etats-Unis, de certaines des principales monnaies de l'Amérique latine pendant la période de douze mois allant jusqu'à fin mai 1973, le plus grand nombre d'entre elles ont maintenu leur taux constant.

En *Argentine*, le taux de change officiel est resté fixé à M\$N 5 = \$E.U. 1 pendant la période sous revue, et le taux du peso financier s'est maintenu assez régulièrement à près du double de ce chiffre. En juillet et en août 1972, toutefois, la fraction des recettes d'exportation qui devait être cédée au marché officiel ainsi que celle des règlements pouvant être effectués par son intermédiaire pour les importations des produits les plus essentiels ont été réduites, en deux étapes, de 36 à 26% — ce qui équivaut à une dévaluation de près de 6% ; en février 1973, la proportion a été encore abaissée à 10% pour certaines exportations. D'autres catégories d'importations ne peuvent être financées désormais que par le canal du marché financier, et en octobre une nouvelle

réglementation a interdit pendant 6 mois l'importation de certains produits n'ayant pas un caractère essentiel. Dans l'intervalle, l'impôt perçu sur les achats de devises au marché financier à des fins touristiques a été porté en septembre de M\$N 0,5 à M\$N 2 par dollar E.U. Le montant de l'allocation en devises aux touristes a été également réduit, et la réglementation relative aux transferts de fonds à l'extérieur et aux remboursements d'emprunts contractés à l'étranger a été durcie. Depuis avril 1973, les recettes provenant des exportations à destination des pays d'Europe occidentale, du Canada et du Japon doivent être perçues dans la monnaie du pays en question, la faculté antérieurement accordée d'accepter des dollars des Etats-Unis étant supprimée.

Au *Brésil*, le taux de change s'établissait, fin mai 1973, à \$CR 606/610 = \$E.U. 1, le cruzeiro n'ayant été dévalué que de 3% par rapport au dollar au cours des douze mois précédents. Au *Chili*, toute la gamme des taux de change multiples a subi, en août 1972, une dévaluation allant de 37 à 69%. Le taux le plus élevé s'établissait alors à \$Ch 20 = \$E.U. 1 pour les importations de denrées alimentaires essentielles et de produits pétroliers ainsi que pour les exportations de minéraux autres que le minerai de fer, et le taux le plus bas à \$Ch 85 = \$E.U. 1 pour les achats de devises en vue de voyages à l'étranger. Ce dernier taux était également assujéti à une surtaxe de plus de 50%; après deux nouveaux ajustements en mars et avril 1973, le cours effectif des devises pour les voyages à l'étranger s'est établi à \$Ch 325 = \$E.U. 1, c'est-à-dire seize fois le taux de change de base.

Le *Venezuela* a baissé le taux de change du bolivar par rapport au dollar des Etats-Unis d'environ 2¼% à la suite de la dévaluation de la monnaie américaine en février. Les nouveaux taux de change sont Bolv. 4,20 et 4,30 = \$E.U. 1 respectivement pour les opérations concernant le pétrole et les autres produits des industries extractives, d'une part, pour toutes les autres transactions, d'autre part. En octobre, la *Bolivie* a déclaré au F.M.I. une nouvelle parité de \$B 20 = \$E.U. 1, correspondant à une dépréciation de 40% par rapport au taux de change effectif pratiqué depuis 1959; la liberté est maintenue pour toutes les opérations courantes et les transactions financières. En *Uruguay*, le taux de change du peso sur le marché officiel a été dévalué douze fois au cours de la période de douze mois se terminant à fin mai 1973, de 37% au total, et s'établit donc à \$UR 862 = \$E.U. 1. Le taux officiel a été ainsi à peu près aligné sur celui du marché libre, qui était resté assez stable pendant la même période. En décembre, l'interdiction d'importer des biens d'équipement, qui avait été décrétée en mai 1971, a été levée, mais ces importations doivent être financées par l'étranger.

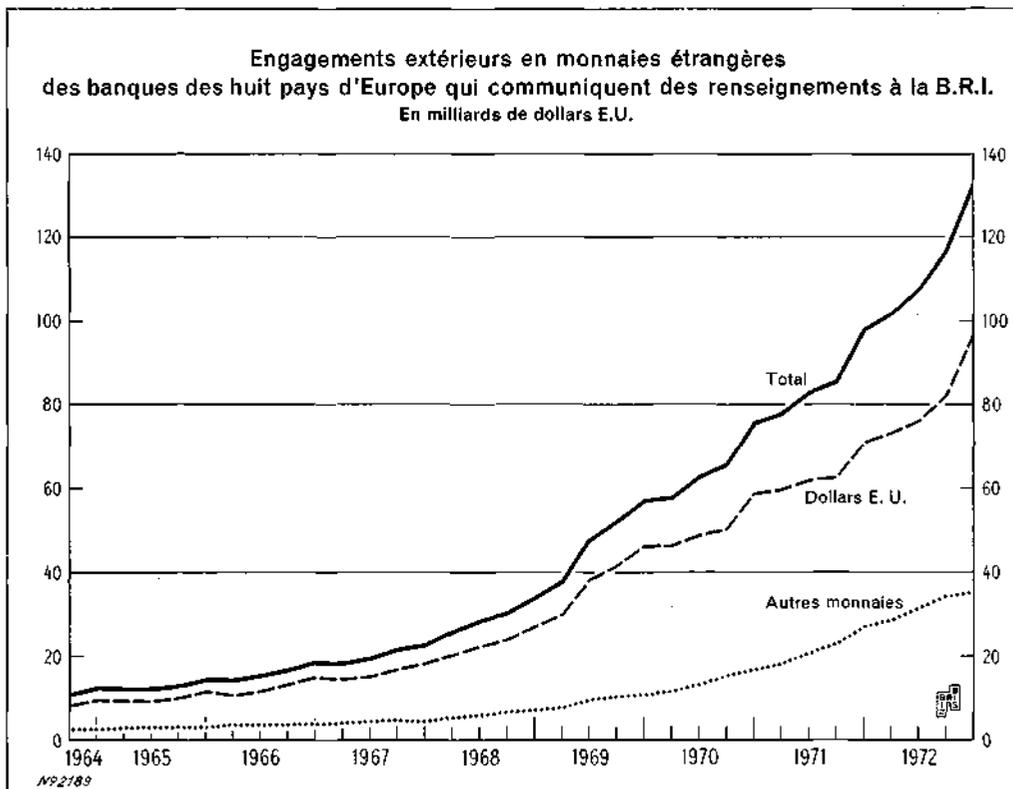
Sous le régime de double taux de change qui a été institué en février 1972 au *Costa Rica*, les deux taux sont restés stables au cours des douze derniers mois, mais en octobre la liste des importations susceptibles d'être financées par l'intermédiaire du marché officiel a encore été réduite; depuis lors, de plus, la moitié seulement du produit des exportations non traditionnelles doit être cédée au taux officiel. Au *Guatemala*, toutes les restrictions frappant les transactions courantes et financières ont été levées au début de 1973, de sorte que la monnaie est revenue à une convertibilité complète au taux de quetzal 1 = \$E.U. 1.

V. LES MARCHÉS DES EURO-MONNAIES ET DES EURO-OBLIGATIONS.

Le marché des euro-monnaies.

Pour la cinquième année de suite, le marché des euro-monnaies s'est développé à vive allure en 1972. 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 \$31,7 milliards pour atteindre \$131,8 milliards, tandis que leurs engagements de l'espèce ont augmenté de \$34,2 milliards, pour se porter à \$131,9 milliards. Cette expansion est la plus forte qu'on ait jamais enregistrée, bien que, en pourcentage, elle soit inférieure à celle des années 1968 (50%) et 1969 (60%). Déduction faite de l'incidence de diverses duplications d'écritures, mais en incluant les positions en devises vis-à-vis des résidents, on peut estimer que l'encours des crédits en devises procurés par l'intermédiaire des banques recensées s'est gonflé de \$20 milliards, très approximativement, pour s'établir à \$91 milliards; la composante-dollar, en progression de quelque \$16 milliards, peut être évaluée à \$70 milliards.

L'évolution du marché des euro-monnaies a suivi en 1972 le schéma saisonnier habituel. Le rythme d'expansion a été relativement modéré au premier trimestre,



il s'est accéléré au second, et l'on a assisté, au quatrième, au « rush » traditionnel de fin d'année. Les taux d'intérêt ont eu tendance à baisser au premier semestre, et malgré la hausse enregistrée par la suite ils se sont situés sensiblement au-dessous des sommets atteints en 1971.

Le fait que les taux des dépôts en euro-monnaies aient été, en moyenne, sensiblement inférieurs à ceux de 1971 donne à penser que c'est l'offre qui a constitué au premier chef le ressort de la croissance du marché. Comme les années précédentes, l'un des facteurs principaux de l'expansion des ressources a été le déficit considérable de la balance des paiements des Etats-Unis. D'une part, il a apporté une détente dans les conditions monétaires pratiquées à l'extérieur, stimulant ainsi l'offre de capitaux d'origine privée; d'autre part, en provoquant un gonflement de la masse des dollars dans les mains des autorités, il a grossi l'apport au marché de fonds provenant des banques centrales. A cet égard, l'élément important dans le déficit américain a été non seulement son ampleur mais également la répartition géographique des excédents correspondants enregistrés par le reste du monde. En 1971, ces derniers avaient été accumulés pour l'essentiel par les pays du Groupe des Dix, lesquels se sont engagés à ne pas accroître leurs placements de réserves sur le marché. L'an dernier, par suite notamment du renchérissement considérable des matières premières, les pays extérieurs au Groupe des Dix se sont adjugé une part sensiblement plus importante du montant global des excédents; or, ces pays ont tendance à déposer une forte proportion de leurs recettes en dollars sur l'euro-marché.

En outre, la faiblesse du dollar et de la livre a amené les banques centrales à diversifier leurs réserves officielles en faveur de certaines autres devises, tels le deutsche mark et le franc suisse. Comme les pays émetteurs de ces monnaies avaient renforcé leurs dispositifs de défense contre les placements par des non-résidents sur leurs propres marchés, une part importante des accroissements de réserves a été investie sur le marché des euro-monnaies. Les mêmes facteurs ont évidemment contribué également à grossir le flot des ressources en monnaies autres que le dollar, mais de caractère privé, acheminées vers le marché. La politique d'aisance monétaire poursuivie par plusieurs pays industrialisés en vue de combattre la mollesse de l'économie interne a constitué une autre cause d'expansion de l'offre sur le marché, notamment au cours du premier semestre de 1972.

En dehors de ces influences d'ordre général, un certain nombre de facteurs spéciaux sont intervenus l'an dernier pour accroître les ressources disponibles en euro-monnaies. L'un d'eux est le volume record d'émissions d'euro-obligations (\$6,5 milliards au total) dont le produit a été en partie déposé à court terme sur l'euro-marché en attendant son utilisation définitive. Il semble en outre qu'il y ait eu, en grande partie pour des raisons liées à l'évolution de la confiance, un flux assez considérable de fonds privés non bancaires quittant le Royaume-Uni et l'Italie pour se porter sur le marché des euro-monnaies.

La demande, pour sa part, a été fortement marquée l'an dernier par le renversement de courant ayant affecté, à concurrence de \$6 milliards, les positions créditrices brutes des euro-banques à l'égard des Etats-Unis. En 1971, les banques américaines avaient effectué sur l'euro-marché des remboursements importants au profit de leurs succursales à l'étranger, alors qu'en 1972 les banques installées aux Etats-Unis,

en particulier les agences ou filiales d'établissements de crédit étrangers, ont de nouveau prélevé sur ce marché un certain volume de ressources.

Par ailleurs, la stagnation des investissements, les facilités d'accès au crédit interne et les restrictions appliquées aux emprunts à l'étranger, telles que le dépôt comptant en Allemagne, ont entraîné une réduction considérable de la demande de prêts émanant des entreprises en Europe. Enfin, un certain nombre de pays ont adopté des dispositions visant à empêcher les euro-banques de se procurer sur le marché des euro-monnaies des capitaux destinés à être utilisés sur leur territoire.

Devant l'abondance de l'offre de ressources fraîches et la fermeture d'une bonne partie des débouchés habituels, les euro-banques ont dû se mettre activement à la recherche de nouveaux emprunteurs. De ce fait, les prêts aux pays en voie de développement — accordés la plupart du temps à des organismes publics et semi-publics — ainsi que les concours aux pays d'Europe de l'Est ont marqué une forte progression. A noter cependant qu'une part importante des fonds correspondant aux crédits consentis aux pays en voie de développement ont eu tendance à reprendre le chemin de l'euro-marché sous la forme de placements de réserves officielles. Une grande partie de ces prêts, semble-t-il, sont à échéance plutôt éloignée et sont destinés au financement de projets à assez long terme. Des voix se sont en effet élevées pour attirer l'attention sur le fait que la concurrence acharnée que se livrent les banques pour trouver de nouveaux emprunteurs a parfois amené les euro-banques à pratiquer la « transformation » à un degré excessif et à comprimer les marges bénéficiaires en les abaissant à des niveaux qui ne laissent plus guère de place aux primes de risque. En revanche, la réorientation du crédit au profit des pays en voie de développement peut, en soi, être considérée comme utile.

Comme on l'avait observé pour l'offre, un certain nombre de facteurs spéciaux ont influé sur la demande. En vue de compenser les sorties de capitaux privés du secteur non bancaire, les autorités italiennes ont encouragé les entreprises publiques et semi-publiques ainsi que le système bancaire du pays à emprunter sur le marché des euro-monnaies. De même, les banques japonaises ont sollicité très fortement le marché. Les résidents britanniques du secteur non bancaire ont, eux aussi, largement recouru au crédit en euro-monnaies et affecté une grande partie des ressources ainsi obtenues au financement d'investissements à l'étranger. Il semble par ailleurs que les emprunts en euro-monnaies aient été destinés dans des proportions accrues au financement de projets de grande envergure, comme l'exploitation des gisements pétroliers de la mer du Nord.

Enfin, la progression rapide des avoirs et engagements en devises des banques européennes, qui s'explique en grande partie par l'expansion des positions interbancaires, doit être replacée dans le contexte de la croissance accélérée des bilans de ces banques en monnaie nationale. Par suite de l'intensification de l'inflation, les taux d'accroissement des agrégats monétaires dans beaucoup de pays industrialisés ont atteint des chiffres records en 1972. Compte tenu du rôle de plus en plus grand du marché des euro-devises en tant que marché monétaire interbancaire, cette évolution a certainement contribué au nouvel essor qu'il a enregistré l'an passé.

Alors que, en 1972, la croissance du marché et sa décomposition par monnaies traitées n'ont guère été influencées par la tenue du dollar sur les marchés des changes,

l'évolution de la situation de l'euro-marché pendant le premier trimestre de 1973 a été largement dominée par la nouvelle crise de la devise américaine. Bien que les flux en euro-monnaies ne semblent pas avoir joué un rôle décisif dans la crise, la demande de dollars aux fins de conversion en monnaies fortes a fait monter les taux des euro-dollars et déprimé ceux des euro-dépôts libellés en autres devises. Cette hausse des taux des dépôts en euro-dollars a été toutefois plus modérée qu'au cours de l'été 1971, en particulier si l'on tient compte de la tension simultanée du loyer de l'argent aux Etats-Unis.

Bien qu'on ne dispose pas encore de statistiques complètes pour les transactions en euro-monnaies durant le premier trimestre de 1973, les indications préliminaires donnent à penser que, contrairement à la tendance saisonnière habituelle, le marché s'est développé à une cadence très rapide. Comme on pouvait s'y attendre, cette progression a surtout porté sur les monnaies autres que le dollar, mais à la différence de ce qu'on avait observé en août 1971, les engagements des banques en dollars ont continué d'augmenter très fortement, alors que leurs avoirs en cette monnaie se sont accrus à un rythme beaucoup plus faible. Tous comptes faits, il semblerait que l'expansion tant des avoirs que des engagements des banques en devises ait été de quelque \$10 à \$15 milliards, de sorte que, après défalcation de l'incidence des duplications d'écritures, le volume des encours en euro-devises à la fin mars 1973 a probablement atteint un chiffre très voisin de \$100 milliards.

Devant l'abondance de dollars à terme offerts par leur clientèle, les banques se sont apparemment couvertes en empruntant des dollars sur le marché des euro-monnaies et en les vendant au comptant. De fait, le fléchissement de la position nette des banques en dollars au premier trimestre de 1973 semble avoir été sensiblement plus fort que pendant le troisième trimestre de 1971. En outre, le montant des nouveaux crédits accordés en euro-dollars au secteur non bancaire paraît avoir augmenté un peu plus rapidement, ce qui pourrait donner à penser que le marché des euro-monnaies a joué cette fois un certain rôle dans le financement des décalages dans les paiements («leads and lags») ainsi que dans les autres formes d'opérations spéculatives ou de couverture. Au troisième trimestre de 1971, en revanche, les nouveaux prêts en dollars au secteur non bancaire avaient cessé.

Il convient cependant de noter que la vente de dollars sur le marché des changes par des euro-banques ou l'utilisation de crédits en euro-dollars à cette même fin par le secteur non bancaire n'intensifient la pression globale sur la monnaie américaine que dans la mesure où les apports de fonds impliquent, en termes nets, un transfert des Etats-Unis au marché. Sinon, il y a nécessairement des achats de dollars d'un montant équivalent pour compenser les ventes. Ce qui peut évidemment arriver est que, du fait des flux d'euro-devises entre les différents pays (Etats-Unis mis à part), la pression à la hausse des cours par rapport au dollar se porte d'une monnaie à une autre et affecte spécialement certaines devises clés. D'après les chiffres préliminaires, l'accroissement des engagements en dollars des euro-banques envers des résidents américains a été de l'ordre de \$1,5 à \$2,0 milliards pendant le premier trimestre de 1973, mais ce total ne couvre aucunement les transferts nets des Etats-Unis au marché effectués par des détenteurs étrangers — privés ou officiels — de dollars.

**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	1971 décembre	6.050	3.120	2.160	2.790	- 3.890	- 330	- 4.220
	1972 mars	5.180	3.060	3.260	2.880	- 1.920	- 180	- 2.100
	juin	5.760	3.080	3.280	2.490	- 2.480	- 590	- 3.070
	septembre	5.540	3.130	2.940	2.440	- 2.600	- 690	- 3.290
	décembre	5.830	3.950	1.870	3.180	- 3.960	- 770	- 4.730
Belgique-Luxembourg	1971 décembre	890	10.500	480	10.120	- 410	- 380	- 790
	1972 mars	970	11.200	540	10.410	- 430	- 790	- 1.220
	juin	1.130	12.410	640	11.560	- 490	- 850	- 1.340
	septembre	1.140	13.490	560	12.690	- 580	- 800	- 1.380
	décembre	1.180	14.760	610	14.140	- 570	- 620	- 1.190
France	1971 décembre	1.810	13.900	570	11.950	- 1.240	- 1.950	- 3.190
	1972 mars	2.510	14.660	850	12.410	- 1.660	- 2.250	- 3.910
	juin	2.960	15.900	1.090	13.390	- 1.870	- 2.510	- 4.380
	septembre	3.190	17.240	1.140	14.630	- 2.050	- 2.610	- 4.660
	décembre	3.180	19.170	1.210	16.350	- 1.970	- 2.820	- 4.790
Italie	1971 décembre	890	12.410	230	12.550	- 660	- 140	- 520
	1972 mars	1.020	11.750	260	12.010	- 760	- 260	- 500
	juin	1.120	11.980	250	12.340	- 870	- 360	- 510
	septembre	1.020	13.080	310	13.400	- 710	- 320	- 390
	décembre	1.540	18.780	840	18.510	- 700	- 270	- 970
Pays-Bas	1971 décembre	1.270	4.940	670	5.610	- 600	- 670	- 70
	1972 mars	1.340	5.110	640	5.580	- 700	- 470	- 230
	juin	1.140	5.430	720	5.890	- 420	- 460	- 40
	septembre	1.030	5.850	720	6.010	- 310	- 160	- 150
	décembre	910	6.360	870	6.550	- 40	- 190	- 150
Royaume-Uni	1971 décembre	6.810	45.710	1.070	43.340	- 5.740	- 2.370	- 8.110
	1972 mars	7.120	47.810	1.250	45.170	- 5.870	- 2.640	- 8.510
	juin	6.130	50.270	1.470	48.010	- 4.660	- 2.260	- 6.920
	septembre	6.120	55.240	1.300	52.500	- 4.820	- 2.740	- 7.560
	décembre	6.090	59.780	1.420	56.400	- 4.670	- 3.380	- 8.050
Suède	1971 décembre	290	640	120	950	- 170	- 310	- 140
	1972 mars	300	810	120	1.130	- 180	- 320	- 140
	juin	350	730	160	1.110	- 190	- 380	- 190
	septembre	360	710	180	1.070	- 180	- 360	- 180
	décembre	360	650	170	1.120	- 190	- 470	- 280
Suisse*	1971 décembre	6.800	6.510	6.290	12.820	- 510	- 6.310	- 5.800
	1972 mars	6.990	7.190	6.990	13.660	-	- 6.470	- 6.470
	juin	6.830	7.520	7.100	14.310	- 270	- 6.790	- 7.060
	septembre	6.270	7.630	6.000	14.950	- 270	- 7.320	- 7.050
	décembre	5.870	8.480	6.030	15.590	- 160	- 7.110	- 7.270
Total	1971 décembre	24.810	97.730	11.590	100.130	- 13.220	- 2.400	- 10.820
	1972 mars	25.430	101.590	13.910	103.250	- 11.520	- 1.660	- 9.860
	juin	25.420	107.320	14.710	109.100	- 10.710	- 1.780	- 8.930
	septembre	24.670	116.370	13.150	117.690	- 11.520	- 1.320	- 10.200
	décembre	24.960	131.930	13.020	131.840	- 11.940	- 90	- 12.030
Canada	1971 décembre	830	6.280	230	6.990	- 600	- 710	- 110
	1972 mars	880	6.640	260	7.100	- 620	- 260	- 360
	juin	890	7.760	260	7.500	- 630	- 260	- 890
	septembre	950	8.100	250	7.700	- 700	- 400	- 1.100
	décembre	950	8.140	310	8.210	- 640	- 70	- 570
Japon	1971 décembre	940	6.560	60	6.820	- 880	- 260	- 620
	1972 mars	960	7.160	90	7.120	- 890	- 40	- 930
	juin	1.010	6.600	90	7.900	- 920	- 1.300	- 380
	septembre	970	6.690	130	9.000	- 840	- 2.310	- 1.470
	décembre	900	7.460	130	9.880	- 770	- 2.420	- 1.650

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

Positions extérieures globales. Les avoirs extérieurs globaux des banques des huit pays européens recensés se sont accrus l'année dernière de \$33,1 milliards et les engagements de \$34,4 milliards, dont seulement \$1,4 milliard et \$0,2 milliard respectivement en monnaie nationale. La position débitrice nette en monnaie nationale de l'ensemble des banques recensées a fléchi de \$1,3 milliard pour s'établir à \$11,9 milliards. A l'origine de cette variation on trouve principalement les banques de trois pays: d'une part, les banques britanniques et néerlandaises, dont les engagements extérieurs nets en monnaie nationale ont diminué de \$1,1 milliard et \$0,6 milliard respectivement, d'autre part les banques suisses, dont la position est devenue créditrice nette, s'améliorant de \$0,7 milliard. Dans le cas des banques britanniques, la contraction était imputable surtout à la faiblesse de la livre, alors que l'évolution de la position des banques néerlandaises et suisses est due à l'adoption par les autorités de mesures visant à endiguer l'afflux de capitaux étrangers. L'application de restrictions analogues explique également la quasi-stabilité des engagements extérieurs des banques allemandes en deutsche marks, en forte progression les années précédentes. En revanche les exigibilités extérieures nettes des banques françaises en monnaie nationale se sont développées de \$0,7 milliard.

L'accroissement de \$31,7 milliards et \$34,2 milliards des avoirs et engagements extérieurs en devises des banques recensées est attribuable à concurrence de plus de 40% aux seules banques du Royaume-Uni. Ces chiffres ne comprennent pas les positions en devises des banques à l'égard des résidents. On note à ce sujet que les créances des banques britanniques sur des résidents du secteur non bancaire ont augmenté de \$1,8 milliard, les emprunteurs ayant affecté ces fonds au financement d'investissements à l'étranger.

Mis à part les établissements de crédit britanniques, ce sont les banques italiennes qui ont enregistré la plus forte expansion des positions en monnaies étrangères l'an dernier, avec une augmentation de \$6,0 milliards et \$6,4 milliards respectivement de leurs avoirs et engagements extérieurs. Parallèlement et du fait en grande partie de l'incertitude qui planait sur la lire, le secteur non bancaire italien a effectué d'importants remboursements de crédits en devises au système bancaire du pays tout en augmentant ses dépôts en monnaies étrangères. Aussi les créances nettes des banques italiennes sur des résidents ont-elles fléchi de \$2,1 milliards à la fin de 1971 à un chiffre voisin de zéro. Le fait que, en dépit de ces apports élevés de fonds en devises effectués par des résidents, les banques italiennes aient réduit de \$0,4 milliard leur position extérieure nette en monnaies étrangères est dû à l'absorption, par l'Office italien des changes, de \$2,4 milliards du fait de l'inversion de ses swaps en dollars avec les banques.

Les avoirs extérieurs de change des banques françaises ont augmenté de \$4,4 milliards et leurs engagements de \$5,3 milliards. Cet accroissement de \$0,9 milliard de la position débitrice nette envers l'étranger correspond en grande partie à la progression des créances nettes en devises sur des résidents, qui sont passées de pratiquement 0 à \$0,8 milliard. Les banques belgo-luxembourgeoises, qui viennent immédiatement derrière les banques britanniques en ce qui concerne le volume d'opérations traitées en euro-monnaies autres que le dollar, ont également enregistré une vive progression de leurs positions en euro-devises avec un accroissement de \$4,0 milliards et \$4,3 milliards respectivement des avoirs et des engagements extérieurs.

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 . . .	1971 décembre	2.680	2.200	- 480	440	590	150
	1972 mars	2.500	2.140	- 360	560	740	180
	juin	2.550	1.880	- 670	530	610	80
	septembre	2.670	1.960	- 710	460	480	20
Belgique-Luxembourg . .	1971 décembre	3.560	2.750	- 810	390	430	40
	1972 mars	5.090	4.530	- 560	5.410	5.590	180
	juin	5.530	4.860	- 670	5.670	5.550	- 120
	septembre	6.020	5.220	- 800	6.390	6.340	- 50
France	1971 décembre	6.410	5.760	- 650	7.080	6.930	- 150
	1972 mars	7.430	7.190	- 240	7.330	6.950	- 380
	juin	10.060	8.600	-1.460	3.840	3.350	- 490
	septembre	10.420	8.960	-1.460	4.240	3.450	- 790
Italie	1972 mars	11.070	9.670	-1.400	4.830	3.720	-1.110
	juin	12.010	10.720	-1.290	5.230	3.910	-1.320
	septembre	13.660	11.910	-1.750	5.510	4.440	-1.070
	1971 décembre	8.150	8.660	510	4.260	3.890	- 370
Pays-Bas	1972 mars	7.570	8.170	600	4.180	3.840	- 340
	juin	7.550	8.230	680	4.430	4.110	- 320
	septembre	8.540	9.390	850	4.540	4.010	- 530
	1971 décembre	13.950	13.970	20	4.830	4.540	- 290
Royaume-Uni	1972 mars	2.450	3.170	720	2.490	2.440	- 50
	juin	2.780	3.280	500	2.330	2.300	- 30
	septembre	2.940	3.570	630	2.490	2.320	- 170
	1971 décembre	3.080	3.570	490	2.770	2.440	- 330
Suède	1972 mars	3.620	4.220	600	2.740	2.330	- 410
	juin	36.860	33.930	-2.930	8.850	9.410	560
	septembre	36.590	35.320	-3.270	9.220	9.850	630
	1971 décembre	39.830	37.340	-2.490	10.440	10.670	230
Suisse*	1972 mars	44.010	41.150	-2.860	11.230	11.350	120
	juin	48.230	45.610	-2.620	11.550	10.790	- 760
	septembre	410	600	190	230	350	120
	1971 décembre	510	750	240	300	380	80
Canada	1972 mars	450	710	260	280	400	120
	juin	460	770	310	250	300	50
	septembre	420	800	380	230	320	90
	1971 décembre	5.050	9.810	4.760	1.460	3.010	1.550
Japon	1972 mars	5.200	10.270	5.070	1.990	3.390	1.400
	juin	5.520	10.570	5.050	2.000	3.740	1.740
	septembre	4.950	10.760	5.810	2.680	4.190	1.510
	1971 décembre	5.860	11.550	5.690	2.620	4.040	1.420
Total	1971 décembre	70.750	71.500	750	26.980	28.630	1.650
	1972 mars	73.100	73.750	650	28.490	29.500	1.010
	juin	75.930	77.190	1.260	31.390	31.910	520
	septembre	82.130	84.080	1.950	34.240	33.610	- 630
	1971 décembre	96.730	98.000	1.270	35.200	33.840	-1.360
Canada	1971 décembre	6.010	6.680	670	270	310	40
	1972 mars	6.570	6.760	190	270	340	70
	juin	7.450	7.140	- 310	310	360	50
	septembre	7.740	7.280	- 460	360	420	60
Japon	1971 décembre	7.820	7.830	10	320	380	60
	1972 mars	6.320	6.220	- 100	240	600	360
	juin	7.000	6.570	- 430	160	550	390
	septembre	6.400	7.300	900	200	600	400
1971 décembre	6.490	8.340	1.850	200	660	460	
1972 mars	7.210	9.110	1.900	250	770	520	

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

Dans le groupe des pays recensés, seules les banques suisses ont, en 1972, exporté des montants nets élevés de ressources en euro-devises. Leurs avoirs et engagements en devises, qui incluent les positions en euro-monnaies de la B.R.I., se sont développés à concurrence de \$2,8 milliards et \$2 milliards respectivement. De ces chiffres sont exclues pour une large part les positions – qui figurent néanmoins dans les estimations de la page 200 – ayant leur source dans les opérations sur «comptes fiduciaires» des banques, en régression, semble-t-il, l'an passé. D'un autre côté, l'accroissement de \$0,8 milliard à \$7,1 milliards des avoirs extérieurs nets en devises des banques helvétiques est sous-évalué à concurrence de \$0,6 milliard du fait des swaps conclus par celles-ci avec la Banque Nationale Suisse pour une période passant la fin de l'année. (Voir page 163.)

Les banques néerlandaises ont réduit leur position créditrice nette envers l'étranger de \$0,5 milliard et les banques allemandes ont élargi leur position débitrice nette d'un montant à peu près équivalent.

Les agrégats utilisés au long du présent chapitre ne comprennent pas les données relatives aux banques canadiennes et japonaises. Les avoirs extérieurs en devises des banques japonaises ont augmenté de \$3,1 milliards et leurs engagements de \$0,9 milliard. L'accroissement des créances nettes correspond en partie aux dollars reçus de la banque centrale sous forme de dépôts et de swaps. En outre, les banques japonaises ont étendu leur endettement net envers les banques de la zone européenne recensée de \$0,7 milliard, pour le porter à \$2,5 milliards. Les fonds obtenus de ces deux sources ont été utilisés par les banques japonaises pour rendre créditrice nette, à concurrence de \$3,2 milliards, leur position vis-à-vis des Etats-Unis, débitrice l'année précédente de \$0,4 milliard, pour améliorer en même temps de \$0,3 milliard, en la portant à \$1,7 milliard, leur position créditrice nette envers le reste du monde et pour accorder des prêts aux résidents.

Les banques canadiennes ont réduit de \$0,7 milliard à \$0,4 milliard leur position créditrice nette à l'égard des Etats-Unis et substitué à \$0,5 milliard de créances nettes sur la zone recensée des engagements nets de \$0,1 milliard envers celle-ci. Sur les ressources ainsi recueillies, \$0,2 milliard ont servi à réduire leur position débitrice nette à l'égard du reste du monde, tandis qu'un montant de \$0,7 milliard était converti en monnaie nationale.

Décomposition par monnaies. L'accroissement total des avoirs et engagements en devises des banques recensées a porté à raison de près de 80% sur les dollars. Ce taux est sensiblement plus élevé que celui des deux années précédentes, et la part prise par le dollar dans les positions globales, qui avait fléchi de 82% à la fin de 1969 à 72% à la fin de 1971, est remontée à 74%. Rien ne permet donc de penser qu'il y ait eu en 1972 désaffection pour le dollar sur le marché des euro-devises et ce, malgré les accès de faiblesse de cette monnaie sur les marchés des changes. Le seul signe qui pourrait faire croire à l'existence d'un lien entre le niveau de la confiance et la décomposition du marché par monnaies est que la part prise par le dollar dans l'accroissement des positions en devises a été particulièrement forte au quatrième trimestre, époque marquée par un raffermissement très sensible de cette monnaie sur les marchés

**Positions extérieures en dollars et en autres monnaies
étrangères des banques européennes recensées.**

A la fin de	Dollars		Autres monnaies étrangères						Ensemble des autres monnaies
	Total	Dont secteur non bancaire	Total	Dont secteur non bancaire	Deutsche marks	Francs suisses	Livres sterling	Florins	
Engagements									
1966 décembre	14.770	4.130	3.700	510	970	1.220	710	70	730
1967 décembre	18.120	4.680	4.330	470	1.670	1.400	800	100	360
1968 décembre	26.870	6.240	6.890	1.040	3.010	2.290	800	250	540
1969 mars	29.880	7.600	7.670	930	3.060	2.800	900	280	630
juin	37.960	8.690	9.450	1.320	4.260	3.290	910	340	650
septembre	41.540	9.960	10.240	1.340	4.800	3.790	760	240	650
décembre	46.200	10.460	10.640	1.320	4.640	4.030	810	350	810
1970 mars	46.050	11.100	11.410	1.370	4.430	4.960	970	350	700
juin	49.440	11.000	13.090	1.660	5.560	5.360	940	410	830
septembre	50.230	10.770	15.190	2.310	6.830	5.740	940	550	1.130
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
juin	61.930	10.910	20.400	3.110	11.330	5.670	1.420	490	1.490
septembre	62.430	9.380	22.650	2.700	12.380	6.730	1.460	510	1.570
décembre	70.750	9.980	26.980	2.750	14.630	7.760	2.110	860	1.620
1972 mars	73.100	10.050	26.490	2.760	14.640	7.560	2.640	680	2.770
juin	75.930	11.340	31.390	3.670	16.130	8.540	3.030	980	2.710
septembre	82.130	11.700	34.240	3.940	18.770	8.650	2.420	1.230	3.170
décembre	96.730	11.810	35.200	3.620	19.540	8.810	2.210	1.360	3.280
Avoirs									
1966 décembre	16.070	2.100	4.180	690	1.420	930	800	170	860
1967 décembre	19.890	3.430	4.960	850	2.060	1.110	870	230	690
1968 décembre	30.430	5.150	7.400	1.500	3.920	1.820	610	290	760
1969 mars	33.650	5.230	7.430	1.670	4.020	1.850	590	250	720
juin	42.280	5.940	9.180	2.030	5.380	2.010	670	310	810
septembre	44.820	6.110	10.820	2.520	6.980	2.240	630	240	730
décembre	47.630	6.090	10.700	2.160	5.990	2.980	580	370	780
1970 mars	46.970	6.760	11.770	2.470	6.270	3.490	880	340	790
juin	52.030	8.560	13.100	2.980	6.850	3.930	710	470	1.140
septembre	52.930	9.890	15.470	3.940	8.140	4.540	640	550	1.600
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
juin	65.080	14.040	20.750	5.960	12.450	5.000	950	510	1.840
septembre	63.440	13.830	23.910	6.350	13.680	6.420	1.200	480	2.130
décembre	71.500	14.360	28.630	6.750	16.220	8.180	1.620	700	1.910
1972 mars	73.750	13.650	29.500	6.770	16.480	8.150	1.620	630	2.620
juin	77.190	15.030	31.910	7.410	18.130	9.040	1.790	640	2.310
septembre	84.080	16.290	33.610	8.350	20.240	8.200	1.920	660	2.590
décembre	98.000	18.340	33.840	8.000	20.400	7.780	2.180	720	2.760
Position nette									
1966 décembre	1.300	- 2.030	480	180	450	- 290	90	100	130
1967 décembre	1.770	- 1.250	630	380	390	- 290	70	130	330
1968 décembre	3.560	- 1.090	510	460	910	- 470	190	40	220
1969 mars	3.770	- 2.370	240	740	960	- 950	310	30	90
juin	4.320	- 2.750	270	710	1.120	- 1.280	240	30	160
septembre	3.280	- 3.850	580	1.180	2.180	- 1.550	130	-	80
décembre	1.430	- 4.370	60	840	1.350	- 1.050	230	20	30
1970 mars	920	- 4.340	360	1.100	1.840	- 1.470	90	10	90
juin	2.590	- 2.440	10	1.320	1.300	- 1.430	230	60	310
septembre	2.700	880	280	1.630	1.310	- 1.200	300	-	470
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
juin	3.150	3.130	350	2.850	1.120	- 670	470	20	350
septembre	1.010	4.450	1.260	3.650	1.300	- 310	260	30	560
décembre	750	4.380	1.650	4.000	1.590	420	490	160	290
1972 mars	650	3.600	1.010	4.010	1.840	590	- 1.020	250	150
juin	1.260	3.690	520	3.740	2.000	500	- 1.240	340	400
septembre	1.950	4.590	630	4.410	1.470	450	500	570	580
décembre	1.270	6.530	- 1.360	4.380	860	- 1.030	30	640	510

des changes. Contrairement à l'évolution de leur position nette en autres devises, les avoirs nets des banques en dollars ont progressé de \$0,5 milliard, et le mouvement aurait été sensiblement plus accentué sans les swaps conclus par les banques italiennes avec l'Office italien des changes ni ceux qui sont intervenus à la fin de l'année entre les banques helvétiques et la Banque Nationale Suisse. D'une manière assez paradoxale les créances nettes en dollars ont augmenté de \$0,7 milliard au troisième trimestre, période au cours de laquelle les pressions sur le dollar ont été les plus fortes; la chose donne à penser que, pour le moins, les banques opérant sur le marché de l'euro-dollar ont exercé en définitive une certaine influence stabilisatrice grâce à leurs achats de dollars au comptant.

Les avoirs et engagements extérieurs en monnaies autres que le dollar se sont accrus de \$5,2 milliards et \$8,2 milliards respectivement, soit dans des proportions bien moindres qu'en 1971. Le deutsche mark, à lui seul, intervient pour \$4,2 et \$4,9 milliards dans cette progression. Il a ainsi maintenu sa part dans le marché (quelque 15%) et consolidé sa position d'euro-monnaie la plus importante après le dollar. Le fléchissement de \$0,7 milliard des avoirs nets en deutsche marks s'explique par le renforcement des barrières élevées par les autorités allemandes pour empêcher l'afflux de fonds étrangers. De même, en raison du contrôle des entrées de capitaux en Suisse et de la difficulté de trouver des emprunteurs de francs suisses en dehors du territoire helvétique, la position nette des banques suisses s'est inversée, des avoirs nets de \$0,4 milliard ayant fait place à \$1,0 milliard d'exigibilités. La part du franc suisse dans le marché a fléchi à 6%, contre 8% à la fin de 1971. Quant à la composante-sterling, qui, après de longues années de baisse, avait profité en 1971 du raffermissement de cette monnaie, elle a eu de nouveau tendance à perdre du terrain. Les engagements bruts en sterling ont augmenté de \$0,9 milliard pour atteindre un total de \$3,0 milliards au premier semestre de l'année, mais ils ont baissé au second de \$0,8 milliard, par suite en partie des modifications dans l'évaluation. En pourcentage, les engagements des banques en francs français et en florins ont enregistré des hausses assez sensibles, mais la part de ces monnaies dans les positions globales des euro-banques est restée faible.

Catégories d'emprunteurs et de prêteurs. Un des traits caractéristiques de la croissance du marché des euro-monnaies en 1972 a été la prédominance des positions interbancaires. Du côté des emplois, en effet, près de la totalité de l'accroissement du volume du marché par rapport à 1971 est due aux créances entre banques. Si les crédits au secteur non bancaire ont augmenté de \$5,2 milliards, soit seulement de \$0,6 milliard de plus qu'en 1971, les avoirs à l'égard des banques ont progressé de \$26,5 milliards, contre \$17,3 milliards en 1971. A raison des trois quarts l'expansion des créances sur le secteur non bancaire s'est faite en dollars. Comme en 1971, rien n'indique cependant que des prêts importants en euro-dollars aient été utilisés l'an passé pour financer les décalages dans les paiements, les opérations de couverture ou la spéculation pure et simple contre le dollar. Au contraire, pendant le premier trimestre, alors que le dollar donnait toujours des signes de faiblesse, les crédits au secteur non bancaire ont diminué; s'ils ont augmenté de \$1,3 milliard au troisième trimestre, cette progression est plus faible que celle qu'on a notée aux deuxième et quatrième trimestres, marqués par la fermeté relative du dollar.

En ce qui concerne l'origine des ressources, le rôle joué par les positions directes à l'égard du secteur non bancaire est encore plus limité. Les engagements envers ce secteur se sont développés à concurrence de \$2,7 milliards; certes, ce chiffre est sensiblement supérieur à celui des deux années précédentes – encore que le fléchissement ressortant des statistiques pour 1971 soit dû à une modification de la méthode de recensement des banques suisses, en l'absence de quoi l'expansion en 1972 aurait été modeste – mais il est très faible par comparaison avec les \$31,5 milliards d'accroissement des engagements interbancaires. Les exigibilités en dollars à l'égard du secteur non bancaire, qui s'étaient très fortement développées en 1969, mais qui n'avaient progressé que de \$1 milliard environ – compte tenu, d'une manière approximative, de la modification mentionnée ci-dessus dans la méthode de recensement – entre la fin de 1969 et 1971, ont augmenté de \$1,8 milliard en 1972 pour s'établir à \$11,8 milliards. Les exigibilités en deutsche marks envers le secteur non bancaire sont passées de \$1,7 milliard à \$2,1 milliards pendant les neuf premiers mois de l'année mais, malgré un raffermissement prononcé des taux des dépôts en euro-deutsche marks, ils sont revenus à \$1,7 milliard au quatrième trimestre.

La prépondérance des positions interbancaires dans l'accroissement rapide des avoirs et des engagements en devises des banques soulève la question de la signification monétaire de cette expansion. A cet égard, il convient d'abord de remarquer que les chiffres donnent une idée exagérée du rôle des banques commerciales comme fournisseurs et utilisateurs de ressources en euro-monnaies et ce, pour plusieurs raisons:

a) Les chiffres communiqués pour les avoirs et les engagements à l'égard du secteur bancaire comprennent les positions vis-à-vis des institutions monétaires officielles, bien que leur signification soit différente de celle des autres positions interbancaires. On peut estimer à près de \$20 milliards à fin 1972 le montant des dépôts reçus d'institutions monétaires officielles par les banques recensées. La seule information directe dont on dispose sur l'accroissement des dépôts officiels en cours d'année est le chiffre donnant l'augmentation des fonds reçus des institutions officielles par les succursales étrangères de banques américaines: \$3 milliards, dont \$2,5 milliards sous forme de dollars. Si l'on estime la part des banques américaines dans cette catégorie d'opérations à un pourcentage compris entre 35 et 50%, l'accroissement total pour l'ensemble des banques se situerait entre \$6 et \$8,5 milliards en 1972.

b) Les chiffres fournis par les banques suisses ne tiennent généralement pas compte des ressources qu'elles reçoivent du secteur non bancaire en comptes fiduciaires. Cependant, dans la mesure où ces ressources sont placées par les banques suisses auprès d'autres banques de la zone recensée, elles apparaissent au titre des engagements interbancaires dans les statistiques du groupe en question. Dans le tableau sur les dimensions nettes du marché de la page 200, ces fonds sont inclus dans les engagements envers le secteur non bancaire sur la base d'estimations sommaires. Les montants en cause sont fort élevés, encore qu'ils semblent avoir baissé en 1972.

c) Les positions indiquées à l'égard des banques incluent des ressources en devises qui, tout en étant fournies initialement par le secteur non bancaire, arrivent sur le marché par l'intermédiaire de banques extérieures à la zone recensée, ou encore des fonds

en devises prélevés sur le marché par des banques établies en dehors de la zone et prêtés au secteur non bancaire.

d) Les statistiques de la zone recensée ne comprennent pas les positions en devises à l'égard des résidents du secteur non bancaire des différents pays qui la composent, faute de chiffres complets pour cette catégorie (des estimations de ces positions figurent néanmoins dans le tableau de la page 200). D'après les indications limitées dont on dispose à cet égard, il semble que ces positions atteignent dans certains cas des proportions fort importantes.

Cependant, même en tenant compte de ces insuffisances dans les statistiques, il n'en reste pas moins que la composante la plus importante du marché des euro-monnaies consiste dans les opérations entre banques commerciales. En d'autres termes, le marché des euro-monnaies sert surtout de marché monétaire interbancaire. Considéré sous cet angle, le rôle du marché présente divers aspects.

En premier lieu, les banques des divers pays, prises dans leur ensemble, recourent au marché soit pour y placer des liquidités internes excédentaires, soit pour y collecter des ressources en cas de pénurie de liquidités à l'intérieur de l'économie. A cet égard, le marché des euro-monnaies canalise les fonds en provenance des pays à taux d'intérêt relativement bas vers les pays où se pratiquent des taux relativement élevés, les systèmes bancaires des différents pays jouant ainsi un rôle analogue à celui des banques considérées individuellement dans un marché monétaire national. Certes, ces ressources proviennent également à l'origine du secteur non bancaire et c'est à lui aussi qu'elles sont prêtées au stade final. Cependant, comme les engagements et les avoirs correspondants à l'égard du secteur non bancaire sont habituellement en monnaie nationale (et, généralement aussi, à l'égard de non-résidents), ils n'apparaissent pas dans les statistiques sur les euro-monnaies, de sorte que les banques elles-mêmes doivent être considérées, en un sens, comme les fournisseurs initiaux et les utilisateurs des fonds en euro-monnaies.

En second lieu, le marché des euro-devises joue le rôle d'un marché interbancaire en ce sens qu'il permet aux banques de pays donnés d'utiliser de façon plus complète que cela ne serait possible autrement un niveau général donné de liquidité interne. Ainsi, les banques d'un seul et même pays ont simultanément des positions créditrices et débitrices sur le marché, la même constatation s'appliquant d'ailleurs de plus en plus aux banques, considérées individuellement, qui recourent au marché en vue d'aménager la structure des échéances de leurs avoirs et engagements. A cet égard, le marché des euro-monnaies est utilisé par les banques un peu de la même manière que le marché monétaire de New-York l'est par les banques des Etats-Unis. C'est cette catégorie d'opérations qui explique dans une large mesure l'écart entre la forte position brute et les positions nettes relativement faibles que les systèmes bancaires de plusieurs pays d'Europe continentale entretiennent sur le marché des euro-monnaies.

Enfin, les positions interbancaires sur le marché des euro-monnaies résultent également du fait que l'acheminement des ressources du fournisseur initial à l'utilisateur final s'opère par le canal de plusieurs banques sur le marché. Les dépôts interbancaires de ce type se constituent pour un certain nombre de raisons. L'une d'elles

est que les banques ont coutume de s'assigner des limites pour le montant de leurs prêts à des catégories d'emprunteurs données et sur des marchés donnés. On en trouve une seconde dans le fait que nombre de banques se spécialisent, que ce soit sur le plan géographique ou fonctionnel. Ces dépôts successifs de banque à banque donnent lieu à double comptage, car lorsque les mêmes fonds passent par le canal de plusieurs banques dans la zone recensée, la chaîne de crédits ainsi nouée tendra à apparaître plus d'une fois dans les avoirs et engagements recensés. C'est surtout ce genre de duplication d'écritures que le tableau de la page 200 sur les dimensions nettes du marché s'efforce d'éliminer. Les estimations tiennent compte néanmoins dans une certaine mesure du rôle du marché en tant que marché monétaire interbancaire qui a été évoqué dans les deux paragraphes ci-dessus.

Répartition géographique. Les tableaux des pages 198 et 200 indiquent, par régions, l'origine et les emplois des fonds placés par l'intermédiaire des euro-banques. Les différences existant dans la conception de départ et le champ d'application de ces deux tableaux ont été décrites dans des rapports annuels précédents.

L'un des traits les plus marquants de l'année 1972 a été l'expansion rapide des positions à l'égard des pays, autres que les Etats-Unis, situés en dehors de la zone recensée. C'est ainsi que les engagements des banques recensées envers ces pays se sont accrus de \$16,5 milliards et leurs créances de \$14,2 milliards, soit une progression de 50% environ dans chaque cas. Du côté des engagements, les dépôts officiels ont peut-être représenté près de la moitié de l'augmentation totale, tandis que l'expansion des avoirs a été due en grande partie aux pays en voie de développement. En effet, les plus fortes progressions des avoirs des banques ont été enregistrées d'une part dans la rubrique résiduelle « Divers » (+\$5,4 milliards) qui comprend par exemple l'Extrême-Orient (sauf le Japon) et l'Afrique, d'autre part dans la rubrique « Amérique latine » (+\$2,3 milliards). Mais les prêts aux « Autres pays d'Europe occidentale » (+\$2,1 milliards), à l'Europe de l'Est (+\$1,8 milliard) et au Japon (+\$1,3 milliard) se sont, eux aussi, inscrits en forte hausse. Si l'on considère les positions nettes, le Moyen-Orient (\$2,6 milliards), les « Autres pays d'Europe occidentale » (\$2,4 milliards) et l'Amérique latine (\$0,6 milliard) ont été fournisseurs de nouveaux capitaux aux euro-banques, tandis que les pays groupés sous les rubriques « Divers » (\$1,6 milliard), Europe de l'Est (\$0,7 milliard) et Japon (\$0,7 milliard) ont été emprunteurs nets. Ces constatations, ainsi que les indications données en page 198, permettent de voir qu'en 1972 les résidents japonais, et en particulier les banques, ont été d'importants emprunteurs nets d'euro-monnaies, contrairement à l'assertion très répandue selon laquelle l'euro-marché a été inondé, en 1972, de fonds en provenance du Japon.

Les créances sur les Etats-Unis des banques européennes recensées se sont accrues de \$1,4 milliard après avoir fléchi de \$4,7 milliards en 1971. Cette expansion est due en grande partie aux emprunts à court terme des banques américaines sur l'euro-marché ainsi qu'à ceux qui ont été contractés auprès de leur société-mère par les filiales aux Etats-Unis des banques européennes. Les engagements à l'égard des résidents américains ont augmenté de \$0,8 milliard, soit la moitié de l'accroissement enregistré en 1971. Ce mouvement s'est produit au cours des premier et troisième

**Positions en monnaies étrangères des banques européennes
recensées envers des non-résidents.**

Positions envers	Décembre 1971			Juin 1972			Décembre 1972		
	Dollars	Ensemble des autres monnaies	Total	Dollars	Ensemble des autres monnaies	Total	Dollars	Ensemble des autres monnaies	Total
en millions de dollars E. U.									
Engagements									
<i>Zone extérieure aux pays recensés</i>									
Autres pays d'Europe occidentale	4.940	2.400	7.340	5.440	3.400	8.840	7.340	4.530	11.870
Europe de l'Est	1.230	1.070	2.300	1.640	1.310	2.950	1.860	1.540	3.400
Canada	3.990	390	4.380	3.890	300	4.190	4.780	270	5.050
Japon	870	30	900	980	50	1.030	1.440	40	1.480
Amérique latine	4.050	760	4.810	4.450	700	5.160	6.860	880	7.740
Moyen-Orient	3.920	1.170	5.090	4.720	1.900	6.620	5.900	2.070	7.970
Divers	5.260	1.380	6.640	6.370	2.350	8.720	7.360	3.070	10.430
Total	24.260	7.200	31.460	27.500	10.010	37.510	35.540	12.400	47.940
Etats-Unis	6.470	340	6.810	6.830	450	7.280	7.050	550	7.600
Total pour la zone extérieure aux pays recensés	30.730	7.540	38.270	34.330	10.460	44.790	42.590	12.950	55.540
<i>Zone des pays recensés</i>									
Allemagne fédérale	1.450	1.980	3.430	1.270	2.100	3.370	1.740	1.750	3.490
Belgique	2.240	1.470	3.710	2.240	1.750	3.990	3.640	2.190	5.830
France	5.950	1.400	7.350	6.200	1.880	8.080	8.060	2.750	10.810
Italie	6.340	2.140	8.480	5.920	2.480	8.400	9.870	2.960	12.830
Pays-Bas	2.660	1.670	4.330	2.890	1.510	4.400	3.350	1.850	5.200
Royaume-Uni	8.590	2.460	11.050	9.710	3.270	12.980	11.870	3.190	15.060
Suède	400	150	550	560	160	720	580	160	740
Suisse	11.570	7.810	19.380	11.860	7.370	19.230	13.560	6.810	20.370
Total pour la zone des pays recensés	39.200	19.080	58.280	40.650	20.520	61.170	52.670	21.660	74.330
Engagements non attribués	820	360	1.180	950	410	1.360	1.470	590	2.060
Total général	70.750	26.980	97.730	75.930	31.390	107.320	96.730	35.200	131.930
Avoirs									
<i>Zone extérieure aux pays recensés</i>									
Autres pays d'Europe occidentale	3.980	1.680	5.640	4.160	2.200	6.360	5.100	2.650	7.750
Europe de l'Est	2.350	1.120	3.470	3.030	1.570	4.600	3.890	1.340	5.230
Canada	1.790	400	2.190	2.860	270	3.130	2.920	330	3.250
Japon	3.060	420	3.480	4.010	270	4.280	4.510	250	4.760
Amérique latine	4.000	650	4.650	4.300	580	4.880	6.260	680	6.940
Moyen-Orient	1.160	200	1.360	960	380	1.340	1.440	200	1.640
Divers	6.830	1.290	8.120	8.850	1.480	10.330	11.730	1.820	13.550
Total	23.150	5.760	28.910	28.170	6.750	34.920	35.850	7.270	43.120
Etats-Unis	9.200	350	9.550	9.640	390	10.030	10.440	480	10.920
Total pour la zone extérieure aux pays recensés	32.350	6.110	38.460	37.810	7.140	44.950	46.290	7.750	54.040
<i>Zone des pays recensés</i>									
Allemagne fédérale	2.630	8.390	11.020	2.330	9.120	11.450	2.970	8.130	11.100
Belgique	3.170	2.360	5.530	3.240	2.740	5.980	4.380	3.320	7.700
France	6.710	1.940	8.650	6.580	2.310	8.890	9.000	2.790	11.790
Italie	6.920	1.930	8.850	5.760	2.210	7.970	10.660	2.860	13.520
Pays-Bas	1.790	1.120	2.910	2.030	1.370	3.400	2.660	1.750	4.410
Royaume-Uni	12.990	3.730	16.720	15.340	4.150	19.490	17.380	4.540	21.920
Suède	570	430	1.000	580	490	1.070	470	550	1.020
Suisse	3.720	2.190	5.910	3.520	1.920	5.440	4.190	1.700	5.890
Total pour la zone des pays recensés	38.500	22.090	60.590	39.380	24.310	63.690	51.710	25.640	77.350
Avoirs non attribués	650	430	1.080	—	460	460	—	450	450
Total général	71.500	28.630	100.130	77.190	31.910	109.100	98.000	33.840	131.840

trimestres, marqués par des accès de faiblesse du dollar sur les marchés des changes; par suite, la prime des taux des euro-dollars par rapport aux rendements obtenus sur le marché monétaire américain a atteint un niveau assez élevé.

Les positions des banques recensées à l'intérieur de leur propre zone sont les plus difficiles à interpréter. Des chiffres du tableau de la page 198, pourtant fortement gonflés du fait des duplications d'écritures, on peut déduire que les avoirs ont progressé de \$16,8 milliards, soit environ du même montant qu'en 1971, et les engagements de \$16,1 milliards.

Comme à l'accoutumée, c'est à l'égard du Royaume-Uni que les positions en devises des banques recensées vis-à-vis des non-résidents ont le plus augmenté, à savoir de \$5,2 milliards pour les avoirs et de \$4,0 milliards pour les engagements. La progression de \$1,2 milliard des créances nettes sur le Royaume-Uni a résulté principalement d'un courant net allant des autres banques européennes recensées aux banques britanniques, qui ont à leur tour reprêté les fonds à des résidents britanniques. Pour les \$4,0 milliards restants, l'expansion des avoirs et engagements bruts à l'égard du Royaume-Uni s'explique en grande partie par le rôle d'intermédiaire joué par les banques de ce pays dans les transactions sur euro-monnaies.

Un autre trait caractéristique de l'évolution du marché en 1972 a été la très faible progression des crédits à l'Allemagne fédérale, qui avaient pourtant constitué ces dernières années l'un des principaux facteurs de l'expansion du marché. Le fait est imputable au système du dépôt comptant appliqué aux emprunts à l'étranger des sociétés allemandes du secteur non bancaire ainsi qu'aux engagements extérieurs des banques allemandes ne donnant pas lieu à constitution de réserves obligatoires; mis en vigueur en mars 1972, ce dispositif avait d'ailleurs déjà produit un certain effet dès l'annonce de son institution. Les coefficients applicables, fixés d'abord à 40%, ont été relevés à 50% en juillet 1972. A ce niveau, le dépôt comptant ne dissuade d'emprunter à l'étranger, la chose va de soi, qu'aussi longtemps que le taux des intérêts perçus sur les emprunts en euro-deutsche marks est supérieur à la moitié du coût du crédit en Allemagne. Aussi, lorsque les taux des euro-deutsche marks pour certaines échéances tombèrent presque à zéro au troisième trimestre de 1972, les crédits en euro-monnaies redevinrent-ils plus avantageux que les emprunts sur le marché intérieur allemand: les euro-banques enregistrèrent un accroissement de \$0,8 milliard des créances sur l'Allemagne fédérale. Au quatrième trimestre toutefois, les taux des euro-deutsche marks s'étant inscrits en vive hausse, les sociétés allemandes commencèrent à effectuer des remboursements, de sorte que les créances sur l'Allemagne fédérale baissèrent de \$1,2 milliard malgré les emprunts considérables effectués par les banques allemandes en vue de l'échéance de fin d'année.

Les engagements bruts à l'égard de la Suisse, pays qui occupe une place encore plus importante du côté de l'offre de ressources que l'Allemagne en matière d'emplois de celles-ci, ne se sont accrus que de \$1,0 milliard, pour passer à \$20,4 milliards, après avoir progressé de \$5,1 milliards en 1970 et \$2,9 milliards en 1971. La croissance relativement limitée enregistrée l'an dernier s'explique principalement par la réduction du volume des fonds fiduciaires canalisés vers le marché par les banques suisses.

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	Non attribué	Total
	Total	dont					
		Secteur bancaire ¹	Secteur non bancaire				
en milliards de dollars E.U.							
Emplois							
1969	18,0	7,0	8,0	16,8	12,0	0,2	44,0
1970	24,0	9,0	15,0	13,1	19,0	0,9	57,0
1971	32,8	13,7	19,1	8,3	28,9	1,0	71,0
1972	37,9	17,1	20,8	9,6	43,1	0,4	91,0
Origine							
1969	21,7	9,5	12,2 ²	4,1	17,6	0,6	44,0
1970	27,7	13,5	14,2 ²	4,5	24,0	0,8	57,0
1971	32,4	16,4	16,0 ²	6,1	31,4	1,1	71,0
1972	34,2	16,4	17,8 ²	6,9	47,9	2,0	91,0
Position nette³							
1969	-6,7	-2,5	-4,2	+12,7	-5,6	-0,4	-
1970	-3,7	-4,5	+0,8	+8,6	-5,0	+0,1	-
1971	+0,4	-2,7	+3,1	+2,2	-2,5	-0,1	-
1972	+3,7	+0,7	+3,0	+2,7	-4,8	-1,6	-

¹ Comprend: a) sous «Emplois»: 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 «Origine»: 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). ² 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. ³ 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.

L'expansion de \$0,9 milliard des engagements non attribués, dont le total est passé à \$2,1 milliards, traduit le développement de l'émission par les banques londoniennes de certificats de dépôt libellés en dollars.

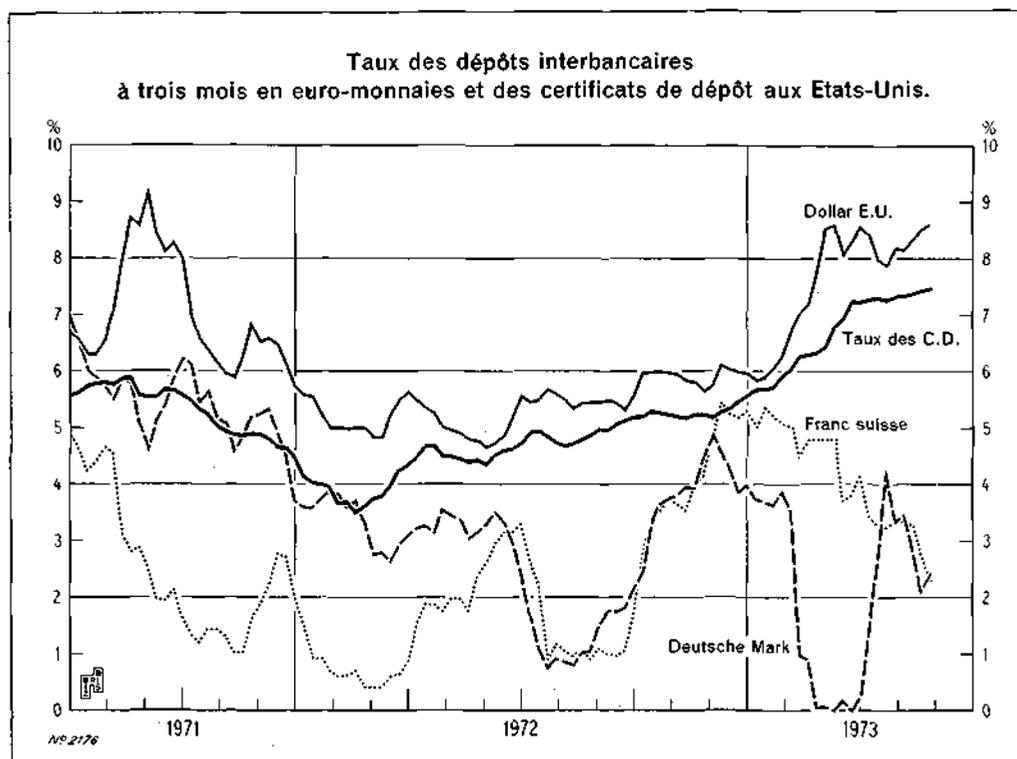
Les estimations du tableau ci-dessus, dans lequel on a cherché à éliminer le double comptage dû aux dépôts successifs de banque à banque, mais où il a été tenu compte des positions à l'égard des résidents, montrent que l'apport de nouvelles ressources en euro-monnaies provenant de la zone ne s'est accru que de \$1,8 milliard et que l'absorption de fonds de l'espèce à l'intérieur de la zone des banques européennes recensées a augmenté de \$5,1 milliards. Ces chiffres sont sensiblement inférieurs à ceux de 1971 (\$4,7 milliards et \$8,8 milliards respectivement). Du côté de l'offre, le ralentissement est venu uniquement des banques. L'un des éléments qui y a le plus contribué a été le revirement de la politique des autorités monétaires italiennes en matière de swaps, qui a eu pour effet de rendre débitrice de \$0,2 milliard, - alors qu'elle était créditrice de \$2,2 milliards un an auparavant - la position nette globale en devises des banques italiennes, tant à l'égard des résidents que des non-résidents. La position nette des banques de la plupart des autres pays a également fléchi en 1972. De plus, on a constaté une baisse sensible des apports de fonds en francs suisses et en deutsche marks effectués respectivement par les banques suisses et allemandes au profit des autres banques de la zone recensée. S'il n'avait pas été

tenu compte dans une certaine mesure du rôle de marché monétaire interbancaire joué par l'euro-marché, le montant des ressources fournies par les banques elles-mêmes aurait accusé une baisse.

Du côté des emplois, le ralentissement a affecté surtout les prêts au secteur non bancaire, ses principales causes ayant été l'amenuisement des octrois de crédits aux entreprises allemandes non bancaires et une baisse de \$2,3 milliards à \$0,6 milliard des créances en devises des banques italiennes sur les résidents du secteur non bancaire. On note, en revanche, la progression sensible des prêts en devises des banques britanniques et françaises à leurs résidents.

Si l'on considère les positions nettes, la zone des pays européens recensés et les Etats-Unis ont été emprunteurs nets de ressources nouvelles à raison de \$3,3 milliards et \$0,5 milliard respectivement, tandis que le reste du monde a été fournisseur net à concurrence de \$2,3 milliards. On enregistre en outre une augmentation de \$1,5 milliard des apports non attribués.

Evolution des taux d'intérêt. En 1972, comme les années précédentes, la tendance profonde des taux des euro-monnaies a été déterminée en grande partie par l'évolution des taux d'intérêt aux Etats-Unis, les fluctuations effectives de la courbe par rapport à ce profil général s'expliquant par les facteurs saisonniers, les vicissitudes du dollar sur les marchés des changes et le cours des événements monétaires survenus en dehors des Etats-Unis. Le taux des dépôts en euro-dollars à trois mois, par exemple, a eu tendance, pendant les périodes de faiblesse du dollar sur les marchés des changes,



à dégager une prime relativement élevée par rapport aux rendements obtenus sur le marché des certificats de dépôt émis par les banques américaines, alors que le raffermissement de la monnaie américaine s'accompagnait d'ordinaire, à bref délai, d'une réduction de la prime. Dans l'ensemble, toutefois, les taux des euro-dollars ont été relativement stables tout au long de 1972; même dans le compartiment à très court terme du marché, où le loyer de l'argent avait grimpé en 1971 à des hauteurs assez extravagantes, ils n'ont jamais touché nulle part les 10%.

La situation a été tout à fait différente dans le cas des taux des euro-dépôts libellés en d'autres monnaies, comme le deutsche mark et le franc suisse, qui ont été sujettes à de très fortes fluctuations pendant toute l'année 1972. Le taux des dépôts en euro-francs suisses, par exemple, est tombé à moins de $\frac{1}{2}\%$ au cours de la seconde quinzaine de février, puis il s'est redressé pour atteindre $3\frac{3}{4}\%$ pendant la deuxième moitié de juin; redescendu à moins de 1% en juillet, il a terminé l'année aux environs de 5%. Cette différence de comportement entre les taux des dépôts en euro-dollars et ceux des dépôts en autres euro-devises est due au fait que les marchés de ces derniers, notamment aux époques de faiblesse du dollar et en raison des dispositions prises par les pays à monnaie forte contre les entrées de capitaux, sont beaucoup plus étroits que le marché des dépôts en euro-dollars. Aussi est-il généralement très difficile aux euro-banques de trouver des emprunteurs pour ces fonds en monnaies autres que le dollar, à moins que les taux d'intérêt des prêts en monnaies fortes ne baissent assez pour compenser le report à terme de ces monnaies vis-à-vis du dollar. De fait, en période d'agitation monétaire, les taux des dépôts libellés en monnaies autres que le dollar évoluent habituellement, dans une large mesure, en fonction du niveau du report, ou du déport, que lesdites monnaies enregistrent à l'égard du dollar sur le marché à terme.

Bien qu'ayant fléchi de 7% vers la fin de novembre 1971 à 5% dans les derniers jours de janvier, les taux des euro-dollars continuaient de dégager, pendant les premiers mois de 1972, une prime très élevée par rapport aux conditions pratiquées sur le marché monétaire américain pour des échéances comparables. Cet écart s'explique par l'aisance marquée régnant alors sur les marchés de l'argent à court terme aux Etats-Unis et, corrélativement, par le malaise persistant des marchés des changes, qui s'est également traduit par le niveau très bas du taux de l'euro-franc suisse — $\frac{1}{8}\%$ pour l'argent à un mois. Durant tout le premier trimestre, le taux des euro-dollars à trois mois a dépassé le taux correspondant des certificats de dépôt américains de nettement plus d'un point, exerçant ainsi une forte attraction sur les détenteurs tant américains qu'étrangers, que ces derniers fussent du secteur privé ou du secteur public.

Après le resserrement habituel en fin de trimestre, qui a d'ailleurs été accentué par le mouvement de hausse du loyer de l'argent aux Etats-Unis, les taux des euro-monnaies ont très vivement réagi, en avril et en mai, à l'amélioration temporaire du climat du marché des changes et au fléchissement des taux d'intérêt sur plusieurs places européennes. La prime dégagée par les taux des euro-dollars à trois mois par rapport à ceux des certificats de dépôt aux Etats-Unis s'est contractée jusqu'à moins de $\frac{1}{2}$ point et le taux des euro-dollars au jour le jour s'est abaissé au-dessous de celui des Fonds fédéraux aux Etats-Unis.

Après être descendu à 4½% dans les derniers jours de mai, le taux à trois mois a fait un bond à près de 6% vers la fin juin, quand les difficultés assaillant la livre sterling commencèrent à affecter également le dollar, et il a oscillé autour de 5½% pendant tout le troisième trimestre. Cette progression n'était pas due entièrement aux perturbations du marché des changes; elle résultait en partie de la reprise du mouvement de hausse du loyer de l'argent aux Etats-Unis. La prime par rapport à la rémunération des certificats de dépôt américains, qui avait fléchi jusqu'à ¼ de point au début de juin, ne s'en est pas moins élargie à environ ¾ de point. Le malaise régnant sur les marchés des changes s'est surtout répercuté sur les marchés de l'euro-deutsche mark et de l'euro-franc suisse, où les taux, sous l'effet du déport de plus en plus marqué du dollar à terme, ont fléchi de plus de 3% en juin à environ 1% en juillet et en août pour les dépôts à trois mois d'échéance, tandis que les cotations concernant les échéances plus courtes sont même tombées certains jours à zéro.

Le retour progressif au calme a déterminé, pendant la seconde quinzaine d'août et en septembre, une diminution de la prime des taux de l'euro-dollar par rapport à ceux du marché monétaire des Etats-Unis. Le taux de l'euro-dollar au jour le jour est tombé au-dessous de ceux des Fonds fédéraux et s'est maintenu au même niveau jusqu'à la fin de l'année. Au début d'octobre, sous l'impulsion des pressions saisonnières habituelles et d'une vive hausse du loyer de l'argent sur plusieurs places européennes, le taux à trois mois est monté à 6%. L'amélioration du climat sur les marchés des changes et le raffermissement du cours à terme du dollar qui en fut la conséquence ont, de nouveau, affecté surtout le comportement de la rémunération des euro-dépôts libellés en monnaies autres que le dollar. Montés en flèche au cours des trois mois précédents, les taux de l'euro-deutsche mark et de l'euro-franc suisse à trois mois se sont trouvés, en décembre, à des niveaux de quatre à cinq fois plus élevés que ceux du mois d'août. Cette reprise est l'un des facteurs qui ont donné plus de liberté de mouvement aux autorités allemandes et suisses pour durcir les conditions d'accès au crédit interne, qui étaient demeurées, malgré le contrôle des entrées de capitaux, sous la dépendance des taux très bas pratiqués sur l'euro-marché.

En raison du raffermissement des taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis, la prime dégagée par le rendement des euro-dollars par rapport à celui des certificats de dépôt américains était tombée, au début de 1973, au niveau anormalement bas de 1/8 de point. Le retour d'un climat perturbé sur les marchés des changes n'a toutefois pas tardé à entraîner un élargissement de cette prime: vers la fin de février, au paroxysme de la crise, elle atteignit jusqu'à deux points, ce qui rendait évidemment le marché de l'euro-dollar très attrayant pour les détenteurs de dollars. Le taux des dépôts à trois mois a fait un bond considérable, passant d'un peu moins de 6% au début de janvier à un maximum de 9¼% le 2 mars, puis il a oscillé autour de 8¼% jusqu'à la mi-mai.

Les taux de l'euro-dollar au jour le jour ont été bien supérieurs à 10% à certains moments de la crise, mais la réaction la plus spectaculaire au bouleversement monétaire a été celle de l'euro-deutsche mark, dont les taux, pour les dépôts de toutes échéances jusqu'à trois mois, sont tombés à la cote zéro pendant la majeure partie de la période s'étendant entre la mi-février et le 23 mars. La rémunération des dépôts en euro-francs suisses a également témoigné d'une tendance à la baisse pendant cette

période, mais le mouvement a été amorti par le flottement du franc suisse, cette nouvelle situation ayant eu pour effet de transférer au marché au comptant la fonction de régularisation des cours de change assurée jusqu'alors par le marché à terme et de réduire ainsi les possibilités d'arbitrage, avec couverture à terme, de dépôts en euro-dollars contre dépôts en euro-francs suisses. De même, le flottement du deutsche mark à l'égard des monnaies des pays n'ayant pas adhéré à l'accord conclu au sein de la C.E.E. pour le rétrécissement des marges de fluctuation et l'amenuisement corrélatif du report de la devise allemande sur le marché à terme ont entraîné un redressement du taux des dépôts en euro-deutsche marks, qui s'est porté aux alentours de 3½% à la mi-avril.

Si la forte hausse des taux de l'euro-dollar en février a été due principalement à la crise monétaire, le fait qu'au cours des trois mois suivants ils soient restés nettement au-dessus de leurs niveaux de début janvier est attribuable en grande partie au mouvement de hausse prononcé du loyer de l'argent aux Etats-Unis. D'autres facteurs encore ont contribué à maintenir le taux des euro-dollars à un palier élevé. Le secteur public au Royaume-Uni ainsi que certains organismes publics italiens ont eu largement recours aux emprunts en euro-dollars; on a fait état de la mise sur pied d'importantes opérations de prêt au bénéfice de l'Union Soviétique; en mai, enfin, les autorités américaines ont permis aux banques d'emprunter plus facilement sur l'euro-marché en ramenant de 20 à 8% — le taux même qui s'appliquerait désormais à l'accroissement de leurs exigibilités à l'égard des résidents sous forme de certificats de dépôt — le coefficient de réserves frappant leurs engagements en euro-dollars. De plus, à partir de la mi-mai, le marché a subi de nouveau l'influence de la nervosité des marchés des changes; au début de juin, le taux des euro-dollars à trois mois a approché 9%.

Le marché des euro-obligations.

L'évolution du marché des euro-obligations l'an dernier a présenté sensiblement les mêmes caractéristiques que celle du marché des euro-monnaies. Le volume d'argent frais canalisé par le marché a été — avec \$6,5 milliards — supérieur de 73% à celui de 1971; c'est, de loin, le chiffre le plus élevé jamais enregistré. Malgré l'instabilité des marchés des changes, une grande activité a régné en matière d'émissions tout au long de l'année 1972 — les emprunts lancés ayant été particulièrement importants pendant les quatre derniers mois. Comme dans le cas du marché des euro-monnaies, la forte progression des opérations nouvelles s'est produite dans le cadre de taux d'intérêt beaucoup plus bas et plus stables qu'en 1971, ce qui témoigne de l'ampleur de l'offre de ressources nouvelles qui se présentait.

Plusieurs facteurs expliquent l'abondance de l'offre en 1972: l'aisance qui régnait sur les marchés financiers, associée ou non à la croissance rapide des agrégats monétaires en Europe occidentale et au Japon; la limitation des investissements étrangers en valeurs mobilières nationales dans des pays comme l'Allemagne fédérale; le développement considérable, même en dehors des pays du Groupe des Dix, des réserves officielles, dont une partie semble avoir été placée sur le marché des euro-obligations; l'assouplissement du contrôle des exportations de capitaux au Japon, qui s'est traduit

**Emissions obligataires étrangères ou internationales placées
ou non dans le public.¹**

Pays ou zone d'origine des emprunteurs	Années	Emissions étrangères, par monnaies							Emissions étrangères sur les marchés nationaux ²
		Dollars E.U.	Autres monnaies				Total	dont: obli- gations conver- tibles ³	
			Total	deutsche marks	florins	francs français			
en millions de dollars E.U.									
Europe occidentale	1970	911	629	415	194	—	1.540	68	215
	1971	853	866	392	173	29	1.719	35	596
	1972	1.203	1.307	506	245	308	2.510	131	535
Canada	1970	130	12	—	—	—	142	—	918
	1971	100	115	115	—	—	215	—	645
	1972	20	347	273	—	59	367	—	1.019
Etats-Unis	1970	626	145	55	93	—	771	180	108
	1971	1.003	104	87	17	—	1.106	200	275
	1972	1.774	254	93	75	4	2.028	1.067	244
Autres pays développés ⁴	1970	130	158	126	—	—	298	70	49
	1971	165	344	236	47	—	509	45	51
	1972	218	383	264	68	15	600	—	59
Reste du monde ⁵	1970	105	6	6	—	—	111	—	217
	1971	50	30	30	—	—	80	15	300
	1972	425	117	87	—	—	542	20	253
Organismes internationaux	1970	60	83	—	33	—	143	—	783
	1971	70	57	—	31	20	127	—	1.485
	1972	225	221	10	86	105	446	—	1.796
Total des émissions placées	1970	1.961	1.032	601	310	—	2.994	317	2.290
	1971	2.241	1.515	860	268	49	3.756	295	3.352
	1972	3.864	2.628	1.232	473	490	6.491	1.218	3.906

¹ Y compris les obligations et effets émis à échéance de cinq ans ou plus, mais non compris les prêts bancaires, crédits de confirmation et facilités de financement d'investissements. ² Y compris les «Schuldscheindarlehen» (emprunts matérialisés par des certificats de dette) non négociables, qui ne sont pas placés dans le public. ³ Y compris les obligations avec certificats détachables donnant à leur porteur le droit de souscrire à des actions. ⁴ Afrique du Sud, Australie, Japon, Nouvelle-Zélande. ⁵ Y compris les émissions, d'un faible montant, placées par des pays d'Europe de l'Est.

par un accroissement très sensible des achats d'euro-obligations par des résidents japonais; la bonne tenue du marché américain des actions, qui a donné un coup de fouet à la demande d'obligations convertibles; enfin, pendant les quatre derniers mois de 1972, un regain de confiance dans le dollar.

Du côté de la demande, l'abaissement du coût des emprunts a été l'élément qui a le plus contribué à la croissance de \$2,7 milliards du volume des nouvelles émissions d'euro-obligations. L'un des traits caractéristiques de l'année 1972, à cet égard, a été la vive progression des emprunts placés par les pays en voie de développement, dont le montant est passé de \$0,05 milliard à \$0,5 milliard. Les émissions des organismes internationaux ont, elles aussi, fait un bond, de \$0,1 milliard à \$0,4 milliard, la B.I.R.D. étant intervenue dans cette augmentation à concurrence de \$0,1 milliard et les institutions européennes, telle la Banque Européenne d'Investissement, pour \$0,2 milliard. Les souscriptions lancées par les autres emprunteurs d'Europe occidentale sont passées de \$1,7 milliard à \$2,5 milliards, la majeure partie de cette progression revenant aux

emprunteurs britanniques et scandinaves. Dans le cas des appels au marché en provenance du Royaume-Uni, dont le montant est passé de \$0,5 milliard à \$0,8 milliard, l'expansion s'explique principalement par le coût élevé du crédit intérieur et par la coexistence d'un contrôle interne des sorties de capitaux et d'une forte demande de ressources en devises aux fins d'investissements à l'étranger de la part des sociétés britanniques en prévision de l'entrée de leur pays dans la C.E.E. Les sommes que les emprunteurs scandinaves se sont procurées sur le marché, encouragés en cela par les autorités pour des considérations de balance de paiements, ont progressé de \$0,4 milliard à \$0,8 milliard.

Les émissions d'euro-obligations lancées par des résidents américains, catégorie d'opérations née directement du programme de mesures restrictives visant au redressement du compte extérieur des Etats-Unis, sont passées de \$1,1 milliard à \$2,0 milliards, malgré la contraction sensible du volume global des investissements directs de ce pays à l'étranger que font ressortir les statistiques de la balance américaine des paiements. Dans ce recours accru au marché de la part des sociétés américaines, il faut voir l'effet du rétrécissement de l'écart entre les taux d'intérêt des obligations émises par les sociétés aux Etats-Unis et ceux qui étaient pratiqués sur le marché des emprunts internationaux en dollars, ainsi que de la recrudescence de la demande d'obligations convertibles. De fait, le volume total des émissions d'obligations convertibles a fait un bond, de \$0,3 milliard en 1971 à \$1,2 milliard en 1972, cette progression étant imputable dans sa quasi-totalité aux opérations de l'espèce engagées par les sociétés américaines.

En ce qui concerne la monnaie dans laquelle les nouvelles émissions sont libellées, les titres en dollars ont continué de représenter environ 60% du total, bien que leur part ait enregistré au cours de l'année des fluctuations très marquées en fonction de la position du dollar sur les marchés des changes. C'est ainsi qu'elle est tombée à 36% en juillet-août, époque à laquelle les émissions en dollars ont, en fait, pris pour la plupart la forme d'obligations convertibles, tandis que, au cours des quatre derniers mois, elle a atteint 73%. En chiffres absolus, la moyenne mensuelle des placements d'obligations libellées en dollars est passée d'environ \$0,15 milliard à \$0,45 milliard entre ces deux périodes.

La part prise par les émissions internationales libellées en deutsche marks a fléchi de 23 à 19%, l'écart s'étant brusquement creusé entre les rendements des obligations sur le marché intérieur allemand et ceux des obligations étrangères en deutsche marks, ce qui a amené les résidents allemands à arbitrer ces dernières contre des valeurs allemandes à revenu fixe pour un montant de \$1,3 milliard. En fait, si l'on y inclut les émissions étrangères en deutsche marks lancées en Allemagne, le montant total des achats par des non-résidents d'obligations internationales libellées en deutsche marks est passé de \$1,4 milliard en 1971 à \$3,0 milliards, progressant ainsi à peu près de la même somme que les émissions d'obligations en euro-dollars. De plus, on note une vive expansion des nouveaux emprunts libellés en francs français, dont le volume est passé de \$0,05 milliard à \$0,5 milliard, soit, en pourcentage, de 1 à 7% du total. Le florin a maintenu sa part du marché, soit environ 7%. Il convient de signaler par ailleurs un certain nombre d'émissions libellées dans des monnaies comme le franc luxembourgeois, la couronne danoise et le dollar australien, effectuées pour la plupart

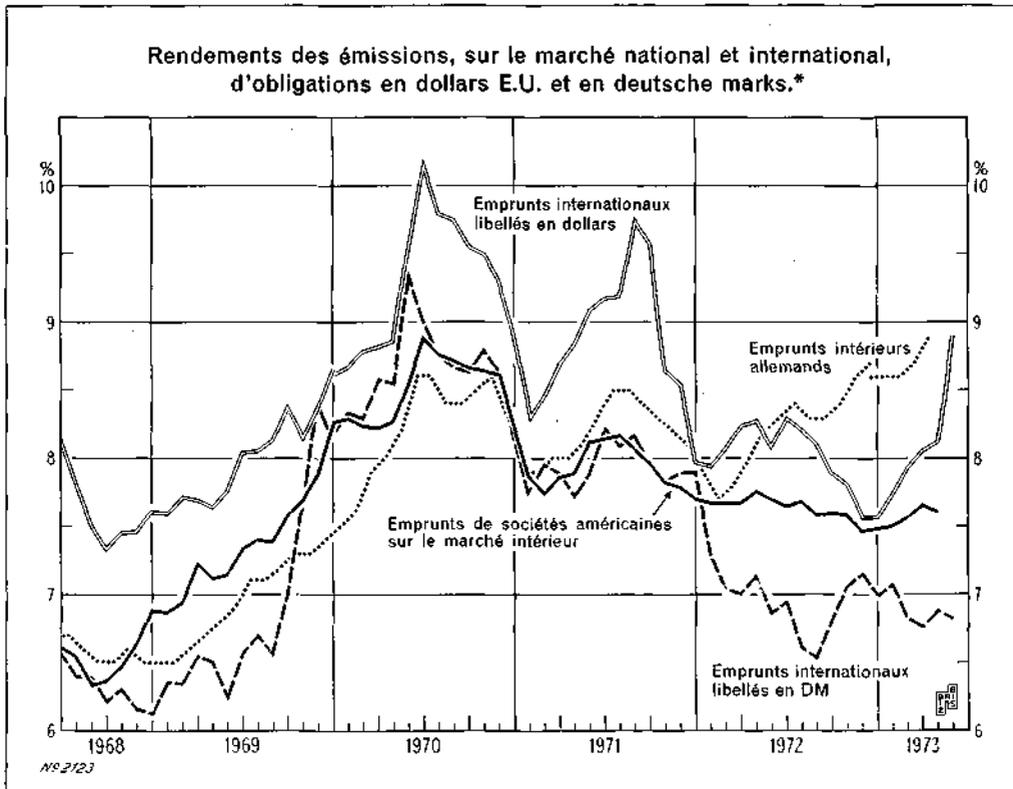
pendant le troisième trimestre, au moment où la confiance dans le dollar des Etats-Unis était au plus bas. La part des émissions libellées en unités de compte composites est tombée de 7% en 1971 à moins de 0,5%.

Il convient de noter que les émissions étrangères classiques sur les marchés nationaux ont atteint également, avec \$3,9 milliards, un volume record en 1972. L'expansion de \$0,6 milliard enregistrée par rapport à 1971 résulte d'un accroissement des emprunts effectués par le Canada (principalement par les gouvernements provinciaux et les organismes qui en dépendent) ainsi que par des institutions internationales comme la B.I.R.D., tandis que les autres emprunteurs se sont procuré moins de capitaux qu'en 1971. La demande supplémentaire de prêts étrangers a été principalement satisfaite par l'Allemagne fédérale, le Japon et la Suisse, où l'émission d'emprunts extérieurs sur le marché national était bien accueillie en raison de la situation de la balance des paiements. Les nouveaux emprunts obligataires étrangers émis en Allemagne - pour un montant de \$0,4 milliard - ont toutefois été entièrement souscrits par des non-résidents, comme on l'a indiqué au paragraphe précédent. Le volume des émissions étrangères sur le marché des Etats-Unis n'a guère varié, l'accroissement de \$0,2 milliard des émissions canadiennes ayant été compensé en grande partie par une réduction des souscriptions recueillies par les organismes internationaux.

En ce qui concerne l'évolution dans les premiers mois de 1973, le marché des euro-obligations, qui avait connu une intense activité au commencement de l'année, a été très vite ramené au calme par la résurgence de la crise monétaire et par la lourdeur du marché américain des valeurs à revenu fixe. En janvier, le total des nouvelles émissions a atteint le chiffre sans précédent, pour un seul mois, de \$1,0 milliard, les obligations en dollars ayant représenté 73% de ce chiffre. Le volume des euro-émissions est ensuite tombé à \$0,3 milliard en février, s'est tenu à proximité de ce niveau jusqu'en avril et semble s'être réduit à moins de \$0,2 milliard en mai sous l'influence de l'amenuisement progressif de la confiance dans la monnaie américaine. Les emprunteurs ne tenant pas à s'endetter en monnaies fortes, la part des obligations en dollars dans les nouvelles émissions est d'abord restée assez élevée; en mai, toutefois, elle était tombée à environ 30%. Alors qu'en janvier les émissions d'obligations convertibles ont totalisé \$0,25 milliard, on n'a noté aucune émission de ce type en février, en avril et en mai.

Si l'on considère maintenant l'évolution des taux d'intérêt, il apparaît que le rendement des obligations internationales libellées en dollars, après le recul brutal enregistré pendant les quatre derniers mois de 1971, a marqué une certaine réaction en hausse entre février et juin 1972; pendant le reste de l'année, toutefois, il s'est détendu de 8¼ à 7½%, sous l'effet principalement du retour en force du dollar sur les marchés des changes. La prime dégagée par les rendements des obligations en euro-dollars par rapport à ceux des obligations placées par les sociétés américaines sur le marché national, qui avait atteint en moyenne près de 1 point en 1971, a été d'environ ½ point de février à août, mais s'est contractée jusqu'à moins de 1/8 de point vers la fin de l'année, niveau le plus faible enregistré jusqu'à présent.

Comme ce fut également le cas sur le marché des euro-monnaies, les vicissitudes du dollar ont eu une répercussion particulièrement marquée sur les taux d'intérêt



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

des émissions libellées en d'autres monnaies. Malgré la tendance à la hausse des rendements des obligations allemandes sur le marché intérieur, celui des émissions en euro-deutsche marks s'est tassé progressivement, de $7\frac{1}{8}$ à $6\frac{1}{2}$ % au cours des huit premiers mois de l'année; à ce niveau, il se trouvait à $1\frac{3}{8}$ point au-dessous du rendement des obligations en dollars et à près de 2 points au-dessous de celui des obligations allemandes du marché intérieur. Avec le retour temporaire de la confiance dans le dollar et la persistance de la tendance à la hausse des rendements des obligations en Allemagne, ceux des émissions en euro-deutsche marks ont progressé de $6\frac{1}{2}$ % à plus de 7% entre fin août 1972 et le 31 janvier 1973, et l'écart négatif qu'ils accusaient à l'égard du rendement des obligations en euro-dollars s'est rétréci jusqu'à moins de $\frac{3}{4}$ de point. Les bouleversements monétaires de février et mars 1973 ont relancé la hausse des rendements des obligations en euro-dollars et provoqué un fléchissement de ceux des obligations en euro-deutsche marks; l'écart s'est donc élargi de nouveau, mais par rapport aux mouvements enregistrés pendant la crise d'août 1971 la réaction a d'abord été assez modérée. En mai, toutefois, une nouvelle vague de pessimisme a fait monter le rendement des obligations en euro-dollars jusqu'à un niveau tout proche de 9%, c'est-à-dire à $1\frac{1}{4}$ point au-dessus de celui qui avait été atteint à la fin de 1972.

VI. ACCORD MONÉTAIRE EUROPÉEN.

Examen et terminaison de l'Accord.

En attendant qu'il fût procédé à un examen général de son fonctionnement et de son avenir, l'Accord avait été prorogé en 1971 pour une nouvelle période d'un an se terminant le 31 décembre 1972. En mars 1972, à la suite d'un rapport intérimaire présenté par le Comité Directeur, le Conseil de l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques a mis en place un Comité ad hoc concernant l'Accord Monétaire Européen; ce Comité, auquel tous les membres de l'Organisation participaient, avait à sa tête le Président du Comité Directeur. Il était chargé d'examiner les mesures à prendre en cas de liquidation du Fonds Européen et la possibilité de maintenir, sous une certaine forme, une garantie de change entre les banques centrales de ceux des pays membres de l'Organisation qui souhaitaient y participer. En juillet 1972, sur la base du rapport du Comité ad hoc, le Conseil a accepté les règles proposées pour la liquidation du Fonds Européen avec effet au 31 décembre 1972, ainsi que les grandes lignes d'un nouvel accord instituant une garantie de change semblable à celle qui était stipulée dans le Titre II de l'A.M.E.

Un des traits caractéristiques des conditions convenues pour la liquidation du Fonds Européen est le fait que le capital résiduel devait être mis à la disposition du gouvernement des Etats-Unis. Le capital résiduel représente la partie du capital du Fonds qui avait été versée initialement par le gouvernement des Etats-Unis à l'Union Européenne de Paiements, puis transférée au Fonds Européen lors de la liquidation de l'Union et de la création du Fonds en janvier 1959. Il fallait donc restituer ce capital, ainsi que le revenu y afférent, au souscripteur initial. Une autre caractéristique de la liquidation du Fonds est le fait que les crédits consentis à la Turquie devaient être consolidés et cédés au gouvernement des Etats-Unis à titre de restitution partielle du capital résiduel. Les représentants des deux pays s'étaient mis d'accord entre-temps sur les conditions dont ces crédits seraient assortis et le Conseil a adopté leurs propositions en même temps que les recommandations du Comité ad hoc.

Les textes juridiques relatifs à l'application de ces décisions ont ensuite été mis au point par le Comité Directeur de l'A.M.E. et le Comité ad hoc, puis adoptés par le Conseil en décembre 1972.

Opérations effectuées au titre de l'Accord.

Fonds Européen. A la fin de mars 1972, les crédits en cours atteignaient un total de u/c 127,4 millions*, la Turquie en ayant été l'unique bénéficiaire.

* En application de l'Article 24 de l'Accord, les comptes du Fonds Européen étaient tenus en terme d'unités de compte (u/c), une unité de compte étant égale à 0,888 670 88 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 au 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. Par la suite, les avoirs et les engagements en dollars ont été évalués à raison d'une u/c pour 38/35^{ème} de dollar E.U. La perte de change subie sur les avoirs du Fonds en dollars à partir de cette date est décrite à la page 212, tandis que le bénéfice de change réalisé sur le compte capital lors de la liquidation est indiqué à la page 214 du présent Rapport.

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

A la date de valeur des règlements du mois	Grèce		Islande		Espagne		Turquie		Totaux		
	Disponible et non utilisé	Utilisé et non remboursé	Disponible et non utilisé	Utilisé et non remboursé	Disponible et non utilisé	Utilisé et non remboursé	Disponible et non utilisé	Utilisé et non remboursé	Disponible et non utilisé	Utilisé et non remboursé	Total des crédits accordés
en millions d'unités de compte											
1959											
février	15,0	—	—	—	—	—	21,5	—	36,5	—	36,5
décembre	—	—	—	—	51,0	24,0	0,5	21,0	51,5	45,0	96,5
1960											
décembre	—	—	5,0	7,0	76,0	24,0	15,0	21,5	96,0	52,5	148,5
1961											
décembre	—	—	7,0	5,0	—	—	—	50,0	7,0	55,0	62,0
1962											
décembre	—	—	5,0	—	—	—	—	80,0	5,0	80,0	85,0
1963											
décembre	—	—	—	—	—	—	—	95,0	—	95,0	95,0
1964											
décembre	—	—	—	—	—	—	—	105,0	—	105,0	105,0
1965											
décembre	—	—	—	—	—	—	—	90,0	—	90,0	90,0
1966											
décembre	—	30,0	—	—	—	—	—	80,0	—	110,0	110,0
1967											
décembre	—	30,0	—	—	—	—	—	95,0	—	125,0	125,0
1968											
décembre	—	30,0	—	5,0	—	—	—	110,0	—	145,0	145,0
1969											
décembre	—	25,0	—	—	—	—	—	105,0	—	130,0	130,0
1970											
décembre	—	15,0	—	—	—	—	—	115,0	—	130,0	130,0
1971											
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
1972											
mai	—	—	—	—	—	—	—	117,4	—	117,4	117,4
juin	—	—	—	—	—	—	—	105,0	—	105,0	105,0

Le 31 mai 1972, la Turquie a prélevé u/c 25 millions, soit la totalité du seizième crédit, et remboursé u/c 35 millions, dont u/c 15 millions représentaient le troisième et dernier versement du septième crédit, u/c 5 millions le second versement du onzième crédit, u/c 10 millions la totalité du treizième crédit et u/c 5 millions la totalité du quatorzième crédit. Le 30 juin 1972, la Turquie remboursait le troisième versement de u/c 5 millions du onzième crédit et la totalité - u/c 7,4 millions - du quinzième crédit. De ce fait, le total de l'encours de la Turquie à cette date a été ramené à u/c 105 millions;

c'est à ce niveau que le Conseil était convenu de le consolider dans le cadre de la liquidation prochaine du Fonds Européen. Pour éviter de préjuger l'application de l'accord sur la consolidation à long terme des crédits accordés à la Turquie et compte tenu des recommandations du Comité Directeur, le Conseil a décidé en septembre 1972 de suspendre les obligations de la Turquie au titre des deux remboursements, de u/c 5 millions chacun, venant à échéance les 30 septembre et 31 décembre 1972.

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

Pays	Paiements effectués (+) ou reçus (-) par le Fonds						Montant net des règlements
	1959-64	1967	1968	1969	1972	Total 1959-72	
	en milliers de dollars E.U.						
Allemagne fédérale	—	+ 3.444	—	+ 285	+ 4.470	+ 8.199	+ 8.199
	—	—	—	—	—	—	
Autriche	+25.083	+ 823	—	+ 30	—	+25.936	+25.936
	—	—	—	—	—	—	
Belgique	—	+ 633	—	+ 129	+ 124	+ 886	+ 886
	—	—	—	—	—	—	
Danemark	+ 240	+ 1.830	+ 9	+ 171	+ 1.783	+ 4.033	+ 1.449
	- 150	- 2.434	—	—	—	- 2.584	
Espagne	—	+ 53	—	+ 1.237	+ 13	+ 1.303	+ 1.303
	—	—	—	—	—	—	
France	—	+ 1.383	—	—	+ 2.471	+ 3.854	
	—	—	—	-24.995	—	-24.995	-21.141
Grèce	+ 689	+ 1.210	—	+ 116	+ 1.121	+ 3.135	
	-28.762	—	—	—	—	-28.762	-25.627
Islande	—	+ 306	—	+ 5	—	+ 312	
	- 24	- 9	- 9	—	—	- 42	+ 270
Italie	+ 243	+ 1.047	—	+ 514	+ 1.936	+ 3.739	+ 3.739
	—	—	—	—	—	—	
Norvège	+ 889	+ 12	—	+ 4	—	+ 906	
	- 2.505	—	—	—	—	- 2.505	- 1.600
Pays-Bas	+ 1.400	+ 1.604	—	+ 21	—	+ 3.025	
	- 1.378	—	—	—	—	- 1.378	+ 1.647
Portugal	—	+ 1.926	—	+20.813	—	+22.739	
	—	—	—	—	—	—	+22.739
Royaume-Uni	—	+ 624	—	+ 696	—	+ 1.320	
	—	-17.368	—	—	-11.918	-29.286	-27.966
Suède	—	+ 2.447	—	+ 28	—	+ 2.475	
	- 243	—	—	—	—	- 243	+ 2.232
Suisse	—	+ 2.338	—	+ 212	—	+ 2.550	
	—	—	—	—	—	—	+ 2.550
Turquie	+ 9.212	+ 132	—	+ 734	—	+10.078	
	- 4.694	—	—	—	—	- 4.694	+ 5.384
Total	37.756	19.812	9	24.995	11.918	94.489	—

Toutes ces opérations figurent au tableau de la page 210, 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 le premier crédit a été accordé, pour la fin de chaque année de 1959 à 1970 et pour chacun des mois de la période fin 1970-juin 1972 au cours desquels des opérations ont été effectuées.

Sur les différents crédits accordés entre juin 1959, date à laquelle le premier tirage a été effectué, et la terminaison de l'Accord, il y a eu quarante-trois tirages s'élevant à u/c 566,9 millions au total. Les remboursements ont atteint u/c 461,9 millions.

Système Multilatéral de Règlements. Comme il a été exposé dans le Rapport annuel de l'an dernier (page 200), à fin décembre 1971 tous les pays membres avaient 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 appliquaient des marges d'environ 2,25% de part et d'autre du taux central ou de la parité.

Avec effet au 23 juin 1972, le Royaume-Uni a suspendu les cours acheteur et vendeur de sa monnaie par rapport au dollar E.U. Un règlement spécial a donc été mis sur pied au titre de la garantie de change pour les soldes détenus en livres sterling immédiatement avant la suspension des cours. Sept soldes équivalant à \$E.U. 11,9 millions ont été réglés le 6 juillet 1972.

La garantie de change stipulée dans l'Accord a été appliquée pour la dernière fois lors de la dévaluation de la couronne islandaise et de la notification de la nouvelle marge de 2,25% de part et d'autre de son taux central avec effet au 20 décembre 1972. Aucun solde en cette monnaie n'a toutefois fait l'objet de règlements multilatéraux.

Le montant cumulé des règlements multilatéraux pendant la durée de l'Accord s'est élevé à \$E.U. 94,5 millions au total, comme il ressort du tableau de la page 211.

Situation des comptes.

Le tableau de la page 213 indique la situation du Fonds à la fin de chacun des exercices 1959 à 1971 et, pour la période ultérieure, à la fin de chaque mois, jusqu'à la date de valeur des opérations de novembre 1972, dernière date des règlements mensuels avant la liquidation.

Au 8 mai 1972, date de valeur des opérations d'avril, le Fonds a subi une perte de change de u/c 5,2 millions sur ses avoirs en dollars (compris dans les ressources liquides), en raison de la modification de la valeur du dollar, dont le taux a été fixé à 1 u/c pour 38/35ème de dollar E.U. Cette perte a été imputée au compte de profits et pertes, mais a été couverte en totalité par le revenu non distribué ni affecté. De plus, la perte a été largement compensée par le bénéfice réalisé lors de la liquidation, comme indiqué plus loin. Par suite de la modification de la valeur du dollar, le solde en compte auprès du Trésor des Etats-Unis et le poste correspondant du capital du Fonds ont été l'un et l'autre réduits, en termes d'unités de compte, de u/c 9,8 millions. Ces deux opérations, qui se sont compensées en ce qui concerne leur incidence sur le compte

de profits et pertes, ont néanmoins ramené le capital du Fonds de u/c 607,5 millions à u/c 597,7 millions.

Les crédits et créances en cours s'élevaient à u/c 133,7 millions à fin mars 1972, dont u/c 127,4 millions représentaient le montant des crédits accordés à la Turquie et non encore remboursés, et u/c 6,3 millions le solde des créances à long terme sur la Norvège et la Turquie. Comme il a été exposé précédemment, les deux remboursements effectués en mai et en juin 1972 ont ramené à u/c 111,3 millions le total des crédits et créances en cours. En décembre 1972, ce total a encore diminué de u/c 6,3 millions par suite du règlement de la douzième annuité par la Norvège et la Turquie, et du remboursement du principal restant dû, que ces pays étaient convenus d'effectuer simultanément, à l'occasion de la liquidation du Fonds Européen. Le montant des

A.M.E.: Résumé de la situation des comptes du Fonds Européen.

A la date de valeur des règlements du mois	Actif				Total de la situation	Passif	
	Avoirs liquides	Compte auprès du Trésor américain	Capital non appelé des pays membres	Crédits et créances en cours		Capital	Compte de profits et pertes
en millions d'unités de compte							
A l'origine	113,0	123,5	328,4	35,0	600,0	600,0	—
1959 décembre	104,4	123,5	302,9	80,0	610,9	607,5	3,4
1960 décembre	106,4	123,5	297,9	87,5	615,3	607,5	7,8
1961 décembre	109,2	123,5	297,9	87,8	618,4	607,5	10,9
1962 décembre	90,4	123,5	297,9	110,5	622,3	607,5	14,8
1963 décembre	82,1	123,5	297,9	123,1	626,6	607,5	19,1
1964 décembre	79,3	123,5	297,9	130,6	631,4	607,5	23,9
1965 décembre	101,3	123,5	297,9	113,1	635,8	607,5	28,3
1966 décembre	89,4	123,5	297,9	130,5	641,3	607,5	33,8
1967 décembre	82,6	123,5	297,9	142,8	646,9	607,5	39,4
1968 décembre	71,8	123,5	297,9	160,1	653,3	607,5	45,8
1969 décembre	96,6	123,5	297,9	142,2	660,3	607,5	52,8
1970 décembre	106,8	123,5	297,9	139,9	667,6	607,5	60,1
1971 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
avril	114,5	113,8	297,9	133,7	659,9	597,7	62,2
mai	125,2	113,8	297,9	123,7	660,6	597,7	62,8
juin	139,6	113,8	297,9	111,3	662,6	597,7	64,9
juillet	139,3	113,8	297,9	111,3	662,3	597,7	64,6
août	139,6	113,8	297,9	111,3	662,6	597,7	64,9
septembre	140,0	113,8	297,9	111,3	663,0	597,7	65,2
octobre	140,2	113,8	297,9	111,3	663,2	597,7	65,4
novembre	140,5	113,8	297,9	111,3	663,5	597,7	65,8

crédits restant à rembourser à fin décembre, juste avant le début des opérations de liquidation, s'établissait de ce fait à u/c 105 millions, et correspondait à l'encours de la Turquie.

Liquidation du Fonds Européen.

Au 31 décembre 1972, par suite de la terminaison de l'Accord Monétaire Européen, les créances suivantes correspondant au capital non appelé du Fonds ont été annulées:

a) un montant de u/c 297,9 millions représentant les contributions non appelées des pays membres;

b) un montant de u/c 113,8 millions, équivalant au solde non utilisé du compte auprès du Trésor des Etats-Unis (\$E.U. 123,5 millions). Ce solde avait été transféré de l'Union Européenne de Paiements à la liquidation de celle-ci. Il formait par conséquent la première partie du capital résiduel, qui devait être reconstitué à la liquidation et mis à la disposition du gouvernement des Etats-Unis jusqu'à concurrence d'un montant de \$E.U. 271,6 millions.

A la même date, les montants restant à rembourser sur les crédits accordés à la Turquie, soit au total u/c 105 millions, ont été transformés en un crédit consolidé unique d'un montant de \$E.U. 114 millions, qui a été transféré au gouvernement des Etats-Unis. Il a été convenu que ce crédit serait assorti des conditions suivantes: remboursement en dollars E.U. en cinquante versements semestriels d'égal montant, échelonnés sur vingt-cinq ans (de 1978 à 2002); intérêt payable en dollars E.U., au taux annuel de 2% pour les cinq années allant de 1973 à 1977, et de 3% pour la période de vingt-cinq ans allant de 1978 à 2002.

Toutes les autres opérations de liquidation, qui concernaient principalement la répartition des avoirs liquides du Fonds, ont été effectuées le 10 janvier 1973, date de valeur des règlements mensuels relatifs à décembre 1972, dernière période comptable aux termes de l'Accord.

Juste avant l'achèvement des opérations de liquidation, un bénéfice de change de u/c 11,7 millions a été réalisé sur le capital. Ce bénéfice a été dû au fait que la seconde partie du capital résiduel transféré de l'Union Européenne de Paiements s'élevait à u/c 148 millions (dont u/c 113 millions transférés sous forme d'avoirs liquides et u/c 35 millions sous forme de créances à long terme sur la Norvège et la Turquie), alors que, à la liquidation, un montant de \$E.U. 148 millions (équivalant maintenant à u/c 136,3 millions) a dû être dégagé pour obtenir la reconstitution complète du capital résiduel de \$E.U. 271,6 millions.

Par suite de ce bénéfice, le solde du compte de profits et pertes à distribuer à la liquidation s'est élevé à u/c 80,7 millions. Le tableau ci-après donne une présentation succincte des créances annulées au titre du capital non appelé, ainsi que de l'utilisation qui a été faite des autres actifs en vue de la restitution des contributions versées et de la distribution du revenu net qui s'est accumulé au Fonds.

**A.M.E.: Résumé des opérations de liquidation
du Fonds Européen.**

Origine des contributions	Unité	Capital non-appelé annulé	Capital appelé restitué		Total du capital annulé ou restitué	Revenu net distribué sous forme d'avoirs liquides	Montant total payé sous forme d'avoirs liquides
			par transfert de crédits	par versement d'avoirs liquides			
en millions d'unités							
Etats-Unis (Capital résiduel)	\$ E.U.	123,5	114,0	34,0	271,6	84,0	118,1
	u/c	113,8	105,0	31,3	250,1	77,4	108,7
Pays membres	u/c	297,9	—	38,0	335,9	3,3	41,3
Total	u/c	411,7	105,0	69,3	566,1*	80,7*	150,0

* Le capital du Fonds a été réduit et son revenu net accru par le bénéfice de change de u/c 11,7 millions réalisé sur le capital à la liquidation.

**A.M.E.: Contributions remboursées et revenus nets distribués
aux pays membres.**

Pays membres	Contributions non appelées et annulées	Contributions appelées et remboursées	Part dans le revenu net du Fonds		
			Versement au titre des intérêts sur les périodes précédentes	Solde versé à la liquidation	Part globale
en milliers d'unités de compte					
Allemagne	43.647	6.353	2.142	549	2.691
Autriche	4.365	635	215	55	271
Belgique	26.188	3.812	1.293	331	1.624
Danemark*	15.000	—	—	—	—
Espagne	6.547	953	242	66	308
France	43.647	6.353	2.142	549	2.691
Grèce*	2.850	—	—	—	—
Islande*	1.000	—	—	—	—
Italie	21.824	3.176	1.081	273	1.334
Norvège*	15.000	—	—	—	—
Pays-Bas	26.188	3.812	1.293	331	1.624
Portugal	4.365	635	215	55	271
Royaume-Uni	52.878	7.697	2.650	677	3.327
Suède	13.094	1.906	646	166	812
Suisse	18.332	2.668	905	232	1.136
Turquie*	3.000	—	—	—	—
Total	297.925	38.000	12.804	3.283	16.087

* Pays membres dont les contributions n'ont jamais été appelées, en raison du report de leurs versements.

Les paiements ont été effectués en dollars E.U. au gouvernement des Etats-Unis et en or aux pays membres. Outre les u/c 3,3 millions répartis à la liquidation au titre du revenu net du Fonds, les pays membres reçurent, pendant l'existence de celui-ci, des paiements semestriels au titre des intérêts sur leurs contributions pour un total de u/c 12,8 millions. Le dernier de ces paiements d'intérêt, de u/c 0,5 million, a été effectué en juillet 1972 au titre du premier semestre de l'année. Le second tableau de la page précédente indique, pour chaque pays membre, le montant des contributions non appelées, qui ont été annulées, le montant des contributions appelées, qui ont été remboursées, le montant reçu au titre des intérêts de leurs contributions au cours des périodes précédentes et le solde de la part de chaque pays membre dans le revenu net cumulé du Fonds distribué à la liquidation.

Administration de l'Accord Monétaire Européen.

Au cours de la période sous revue, le Comité Directeur a continué de veiller à l'exécution des opérations dans le cadre de l'Accord et à donner son avis au Conseil de l'O.C.D.E. sur toutes les questions ayant trait à son fonctionnement. Il s'est occupé en particulier des travaux préparatoires requis pour la terminaison de l'Accord Monétaire Européen et la rédaction des textes juridiques y relatifs, conformément au mandat qu'il avait reçu du Conseil. Il a eu en outre la tâche de mettre sur pied le nouvel accord concernant l'institution d'une garantie de change. Dans ces fonctions, le Comité Directeur a bénéficié du concours du Comité ad hoc sur l'Accord Monétaire Européen, auquel participaient tous les membres de l'O.C.D.E.

Le Comité Directeur s'est réuni six fois en 1972 et a tenu sa dernière session le 6 février 1973. Quant au Comité ad hoc, il s'est réuni à cinq reprises. En décembre 1971, le Conseil avait renouvelé pour une année le mandat de Président du Comité Directeur de M. Hay, Vice-Président de la Direction générale de la Banque Nationale Suisse. M. Hay a également présidé les réunions du Comité ad hoc sur l'Accord Monétaire Européen.

Comme les années précédentes, la Banque des Règlements Internationaux, en sa qualité d'Agent, a présenté des rapports mensuels sur les opérations effectuées dans le cadre de l'Accord. Le rapport de décembre portait également sur les opérations de liquidation du Fonds Européen. Pour aider le Comité Directeur à suivre l'évolution de la situation financière internationale, la Banque a également fourni 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 a régulièrement commenté ces statistiques lors des séances du Comité.

La terminaison de l'Accord Monétaire Européen a également marqué la fin d'une autre tâche dont la Banque était chargée depuis 1963, à savoir la transmission aux banques centrales adhérentes de renseignements confidentiels concernant la conclusion et l'utilisation de séries concertées d'arrangements bilatéraux, qui permettaient d'accorder un soutien spécial à la monnaie d'un des pays membres.

Nouvel accord concernant l'institution d'une garantie de change.

A l'expiration de l'Accord Monétaire Européen, le 31 décembre 1972, un nouvel accord instituant une garantie de change, qui a remplacé les arrangements semblables prévus au Titre II de l'Accord Monétaire Européen, est entré en vigueur. Les banques centrales des pays membres de l'ancien A.M.E. (voir tableau de la page 215), ainsi que celles d'Australie et de Finlande, participent au nouvel Accord. La Banque d'Angleterre, bien que participant aussi à l'Accord, a déclaré ne pouvoir appliquer les dispositions relatives à une garantie de change tant qu'elle ne serait pas en mesure de fixer des marges de fluctuation pour le taux de change de la livre sterling.

Le nouvel Accord, conclu pour une période initiale de trois ans, fonctionne dans le cadre de l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques. Un nouvel organisme, le «Comité des Questions Monétaires et des Changes», a été créé avec mission de veiller sur l'application de l'Accord concernant l'institution d'une garantie de change. L'Accord porte sur les montants détenus, par une banque centrale auprès d'une autre banque centrale participante, à un compte libellé en la monnaie nationale de cette dernière, et utilisés à titre de fonds de roulement.

La Banque des Règlements Internationaux a été invitée à jouer le rôle d'Agent aux fins de l'Accord. A sa séance du 8 janvier 1973, le Conseil d'administration a accepté que la Banque assume cette nouvelle fonction. Des représentants de la Banque assisteront aux réunions du Comité des Questions Monétaires et des Changes. Ce dernier organisme, qui est ouvert à tous les membres de l'Organisation, fournira également une enceinte où pourront être examinés les problèmes de coopération monétaire, en particulier ceux qui ont trait au fonctionnement des marchés des changes.

VII. ACTIVITÉS DE LA BANQUE.

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

La Banque a continué à jouer, au cours de l'exercice écoulé, un rôle actif de promoteur de la coopération entre les banques centrales. En plus des réunions régulières des gouverneurs des instituts d'émission des pays membres du Groupe des Dix et de la Suisse et des séances du Conseil d'administration, elle a organisé 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, monétaires, techniques et juridiques intéressant ces institutions.

La Banque a été invitée à participer, en qualité d'observateur, aux travaux du Comité créé en septembre 1972 par le Conseil des Gouverneurs du Fonds Monétaire International pour étudier la réforme du système monétaire international et les questions connexes, et généralement connu sous le nom de «Comité des Vingt». Elle a été représentée aux réunions de cet organisme, tant à l'échelon des ministres qu'à celui des suppléants, et a participé aux travaux d'un groupe technique pour l'étude des mouvements de capitaux perturbateurs, mis sur pied par le Comité.

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 d'ordinaire à Bâle. Au cours du dernier exercice, les réunions ont été sensiblement plus nombreuses et les débats ont porté sur une gamme de sujets beaucoup plus étendue que précédemment, notamment à l'occasion de la création et de la mise en route du dispositif de rétrécissement des marges de fluctuation des taux de change des monnaies de la C.E.E. entre elles. Le Secrétariat du Comité des Gouverneurs a de plus été invité par le Conseil d'administration du Fonds Européen de Coopération Monétaire, récemment créé, à exercer provisoirement des fonctions analogues pour le compte de ce dernier organisme.

La Banque a continué en outre d'assumer, pendant le dernier exercice, 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'Organisation de Coopération et de Développement Economiques, les données statistiques relatives au financement des excédents ou des déficits des comptes extérieurs des pays du Groupe des Dix. Elle a également poursuivi la collecte, le contrôle et la diffusion de données statistiques sur le marché des euro-monnaies, et a continué d'être associée à d'autres travaux effectués 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 1973, contrôlés par les commissaires-vérificateurs, figurent à la fin du présent Rapport; tous deux sont exprimés en francs or*.

* * *

Le total du bilan au 31 mars 1973 s'établit à	F 25.249.615.031
contre, au 31 mars 1972,	F 29.362.151.157

il enregistre donc une diminution de	F 4.112.536.126
soit 14% du bilan, contre une augmentation de 23% au cours de l'exercice antérieur.	

Cette évolution appelle les deux observations suivantes:

- comme le soulignait le précédent Rapport annuel, une part appréciable de l'accroissement du bilan pour l'exercice 1971-72 provenait d'un dépôt de très courte durée qui avait passé la fin de l'exercice correspondant; cette opération est venue à échéance au cours de l'exercice écoulé.
- les divers ajustements monétaires intervenus en cours d'exercice, en particulier la dévaluation de 10% du dollar E.U. en février 1973, compensée en partie seulement par la réévaluation de 3% du deutsche mark en mars 1973 et par l'appréciation de fait d'autres monnaies, se sont traduits par un fléchissement net des actifs et des passifs du bilan.

En l'absence de ces deux facteurs particuliers dont l'incidence se retrouve dans les données ci-après, le bilan se serait accru d'un montant de l'ordre de 3,1 milliards de francs.

B. R. I.: Evolution du total du bilan au cours des dix derniers exercices.

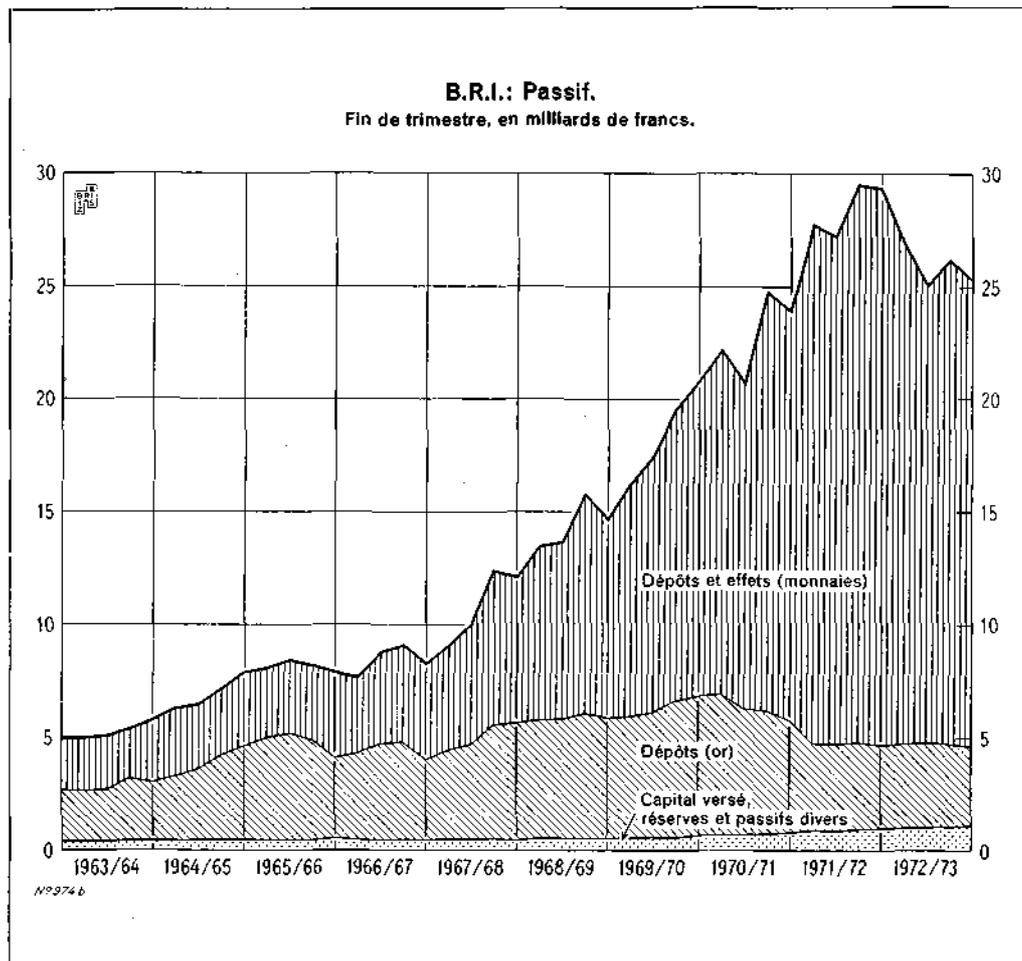
Exercice clos le 31 mars	Total du bilan	Différences par rapport à l'exercice précédent	
		en millions de francs	en pourcentage
1964	5.778	+ 828	+ 17
1965	7.050	+ 2.072	+ 36
1966	7.982	+ 32	—
1967	9.232	+ 350	+ 4
1968	12.041	+ 3.809	+ 46
1969	14.643	+ 2.602	+ 22
1970	20.699	+ 6.056	+ 41
1971	23.856	+ 3.157	+ 15
1972	29.362	+ 5.506	+ 23
1973	25.250	— 4.112	— 14

* Dans le texte ci-après, l'expression «francs» (en abrégé F) signifiera francs or, sauf indications contraires. La conversion en francs or (unité de 0,29032258... gramme d'or fin - article 4 des Statuts) des diverses monnaies figurant au bilan a été effectuée sur la base de la parité ou du cours central sauf pour les monnaies dont les cours de marché s'en écartaient notablement; pour ces dernières monnaies, le cours moyen du marché contre dollars E.U. le 28 mars 1973 et le prix de \$E.U. 42,22 l'once d'or ont été retenus.

Ne sont pas inclus dans le bilan :

- les effets et autres titres détenus en garde pour le compte de banques centrales ou d'autres déposants;
- les actifs (avoirs en banque, effets et autres titres) détenus par la Banque en sa qualité 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;
- l'or sous dossier conservé par la B.R.I. qui atteignait 931 millions de francs au 31 mars 1973 contre 969 millions de francs au 31 mars 1972.

PASSIF (COMPOSITION DES RESSOURCES).



**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			
1964	150	5.370	258	5.778
1965	151	7.417	282	7.850
1966	151	7.449	282	7.862
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
1973*	849	24.179	222	25.250

*après répartition.

A. Capital, réserves, provisions et passifs divers.

a) Capital libéré F 300.703.125

Le capital est demeuré inchangé; il se subdivise en 481.125 actions libérées de 25%.

b) Réserves.

1) *Fonds de réserve légale* F 30.070.313

Ce montant est sans changement par rapport à l'année antérieure, cette réserve ayant atteint le montant prévu par les Statuts de 10% du capital libéré.

2) *Fonds de réserve générale*

– avant répartition du bénéfice net de 1972-73 F 205.133.210

contre 144,1 millions de francs au 31 mars 1972; l'accroissement de 61 millions est dû pour la totalité à un transfert sur le bénéfice net de 1971-72;

– après répartition du bénéfice net de 1972-73 F 252.633.210

un transfert de 47,5 millions de francs, par prélèvement sur ce bénéfice, étant prévu.

3) *Fonds spécial de réserve de dividendes*

– avant répartition du bénéfice net de 1972-73 F 61.207.964

contre 36,8 millions de francs au 31 mars 1972, l'attribution par prélèvement sur le bénéfice net de 1971-72 ayant été de 24,4 millions;

– après répartition du bénéfice net de 1972-73 F 75.175.781

un transfert de 14 millions de francs à imputer sur ce bénéfice ayant été recommandé en vue de porter ce fonds spécial au maximum d'un quart du capital libéré, conformément à l'article 51(5) des Statuts.

4) *Fonds de réserve libre*

– avant répartition du bénéfice net de 1972-73 F 156.800.000
 contre 120,2 millions de francs au 31 mars 1972, l'attribution par prélèvement sur le bénéfice net de 1971-72 ayant été de 36,6 millions;

– après répartition du bénéfice net de 1972-73 F 190.332.183
 l'affectation proposée par imputation sur ce bénéfice étant de 33,5 millions de francs.

Les réserves totales de la Banque s'établissent ainsi:

– avant répartition du bénéfice net de 1972-73 à F 453.211.487
 contre 331,2 millions de francs au 31 mars 1972, soit une majoration de 122 millions;

– après répartition du bénéfice net de 1972-73 à F 548.211.487
 soit un accroissement supplémentaire de 95 millions de francs.

c) Le poste «Divers» se monte à F 101.705.551
 contre 98,4 millions de francs, soit une majoration de 3,3 millions.

d) *Provision pour immeubles* F 92.939.483
 contre 82,1 millions de francs; cette progression de 10,8 millions de francs résulte – outre d'une différence de change de 5,4 millions de francs – de la décision du Conseil d'administration d'affecter à cette provision un montant additionnel de 10 millions de francs et, en sens inverse, du règlement des dépenses encourues à concurrence de 4,6 millions de francs.

e) *Compte de profits et pertes* F 122.063.281
 chiffre qui correspond au bénéfice net de l'exercice 1972-73; celui-ci est en baisse de 26,7 millions de francs par rapport à celui de l'exercice précédent, qui s'établissait à 148,8 millions; la section 7 ci-après donne, pour le bénéfice 1972-73, 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 1973, une somme de 27.063.281 francs au paiement du dividende.

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
	1972	1973	
	en millions de francs.		
Dépôts de banques centrales	27.125	23.086	– 4.039
Dépôts d'autres déposants	792	578	– 214
Effets	484	515	+ 31
Total	29.401	24.179	– 4.222

La diminution, un peu supérieure à 4.000 millions de francs, des «Dépôts de banques centrales» (-14,9%) résulte entièrement de l'échéance de l'opération de courte durée comptabilisée à la fin de l'exercice antérieur et que des apports nouveaux, pourtant importants, n'ont pu que partiellement compenser. En valeur relative les «Dépôts d'autres déposants» ont enregistré également une baisse sensible (-27%) due surtout à la liquidation du Fonds Européen établi dans le cadre de l'Accord Monétaire Européen, tandis que le poste «Effets» augmentait de 6,4% principalement à la suite de l'appréciation de fait du franc suisse.

La part, dans le total, de chacune des trois catégories de fonds empruntés n'a pas sensiblement varié d'une fin d'exercice à l'autre, la première continuant à être tout à fait prépondérante.

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
	1972	1973		1972	1973		1972	1973	
en millions de francs									
A vue	3.219	3.270	+ 51	69	384	+ 315	—	—	—
A 3 mois au maximum	112	239	+ 127	21.767	17.202	- 4.565	—	—	—
A plus de 3 mois	369	17	- 352	2.381	2.552	+ 171	484	515	+ 31
Total	3.700	3.526	- 174	24.217	20.138	- 4.079	484	515	+ 31

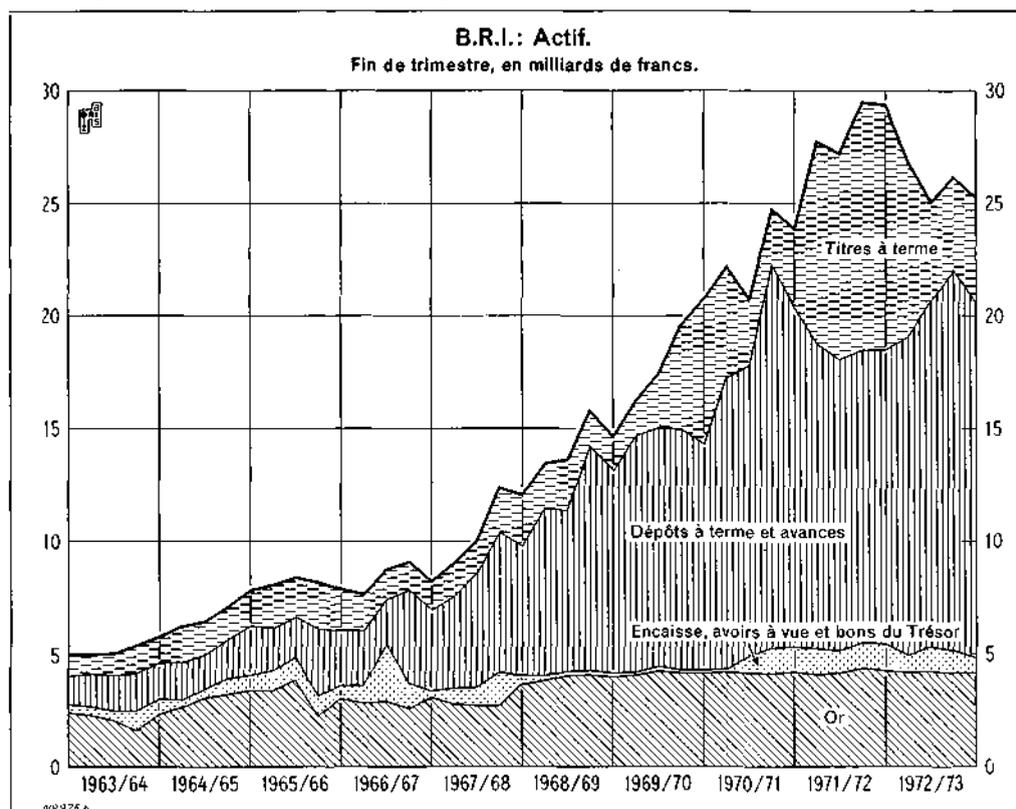
a) Dépôts en or F 3.526.438.223
 contre 3.700 millions de francs; la baisse ainsi enregistrée est de 174 millions ou 4,7%; elle résulte de deux mouvements en sens inverse; une diminution des dépôts à plus de 3 mois d'échéance partiellement compensée par une augmentation des dépôts à vue et à 3 mois au maximum. Cette évolution confirme la tendance déjà signalée l'année dernière par suite de la réduction graduelle des possibilités d'utiliser l'or de manière rémunératrice. La diminution nette des dépôts provient essentiellement de retraits effectués à la suite de la liquidation du Fonds Européen établi dans le cadre de l'Accord Monétaire Européen.

b) Dépôts en monnaies F 20.138.027.139
 contre 24.217 millions de francs, soit une diminution de 4.079 millions de francs (-16,8%). Cette diminution est principalement due, comme exposé précédemment, au remboursement du dépôt de faible durée existant à la fin de l'exercice précédent. De nouvelles ressources reçues par la B.R.I., au cours de cet exercice, ont atténué, pour les dépôts à 3 mois au maximum, le mouvement résultant de l'opération en cause et ont assuré une augmentation de 7,2% des dépôts en monnaies à plus de 3 mois.

c) Effets F 514.526.742
 contre 484 millions de francs.

Au début de l'exercice, les «Dépôts en or» représentaient 13% du total des ressources empruntées, les «Dépôts en monnaies» 85% et les «Effets» 2%; au 31 mars 1973, les mêmes pourcentages, pratiquement sans changement, s'établissaient à 15, 83 et 2%.

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		Différences	
	1972	1973		
en millions de francs				
Avoirs à vue				
Or	4.253	4.126	-	127
Monnaies	75 4.328	84 4.210	+	9 - 118
Bons du Trésor				
Monnaies	1.117 1.117	596 596	-	521 - 521
Dépôts à terme et avances				
Or	252	2	-	250
Monnaies	12.780 13.032	15.742 15.744	+	2.962 + 2.712
Titres à terme				
Or	279	-	-	279
Monnaies	10.605 10.884	4.638 4.638	-	5.967 - 6.246
Total				
Or	4.784	4.128	-	656
Monnaies	24.577 29.361	21.060 25.188	-	3.517 - 4.173

La répartition de ces actifs appelle les commentaires suivants :

a) Or F 4.125.844.150

il s'agit uniquement d'or en barres; la diminution de ce poste est de 127 millions de francs et correspond au règlement de dépôts échus et remboursés.

b) Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue F 84.352.631
en augmentation de 9 millions de francs.

c) Bons du Trésor F 595.538.145
en diminution de 521 millions de francs. Ce mouvement résulte de la venue à échéance d'une partie importante de ces placements non renouvelables sous cette forme.

Le total des actifs à vue ou mobilisables, qui comprend les trois postes ci-dessus, s'établissait au 31 mars 1972 à 5.445 millions de francs, soit 18,5% du total du bilan et au 31 mars 1973 à 4.806 millions, soit 19% du total du bilan. Parallèlement, les dépôts à vue figurant au passif se sont trouvés portés de 3.288 millions, soit 11,2% du bilan, à 3.654 millions de francs, soit 14,5%.

d) Dépôts à terme et avances F 15.744.438.963
contre 13.032 millions de francs au 31 mars 1972, soit une augmentation de 2.712 millions. Alors que la fraction exprimée en or se trouve ramenée pour les raisons évoquées précédemment de 252 millions de francs à 2 millions de francs, la rubrique des monnaies a enregistré une forte augmentation, passant de 12.780 millions de francs à 15.742 millions. Cette augmentation correspond à une extension des placements en devises de la Banque sur les marchés, y compris celui des Etats-Unis.

e) Titres à terme F 4.637.469.962
contre 10.884 millions de francs au 31 mars 1972, soit une diminution sensible de 6.246 millions. L'évolution de ce poste correspond à différents mouvements:

- d'une part la disparition de la rubrique «Titres à terme en or», par suite de la venue à échéance d'investissements effectués sous la forme de bons du Trésor exprimés en poids d'or pour un montant de 279 millions de francs;
- d'autre part la diminution du poste «Titres à terme en monnaies», à concurrence de 5.967 millions de francs. Ce mouvement résulte de la disparition de l'opération spéciale évoquée précédemment qui avait revêtu à l'actif la forme d'une prise en pension d'effets exprimés en dollars E.U.; elle provient aussi, dans une mesure bien inférieure, de la réduction du montant des effets libellés en monnaies européennes. Ces deux mouvements ont été partiellement compensés par un nouvel accroissement des placements sous forme de certificats de dépôt de banques américaines.

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
	1972	1973	
	en millions de francs		
A 3 mois au maximum	18.141	15.063	- 3.078
A plus de 3 mois	5.775	5.319	- 456
Total	23.916	20.382	- 3.534

Opérations à terme sur or.

Ces opérations, qui figurent à la note (No 2) complémentaire au bilan, se traduisent par un solde net positif (or à recevoir) de F 95.424.432

contre un solde net négatif de 393 millions de francs, soit une fluctuation de 488 millions du début à la fin de l'exercice. Ce mouvement est dû à des échéances de swaps or (cédé à terme) contre monnaies, ainsi qu'à la conclusion de nouveaux swaps or (vendu au comptant et racheté à terme) contre monnaies.

* * *

Au cours de l'année financière 1972-73, le volume des opérations de la Banque, 265 milliards de francs, est revenu au niveau atteint lors de l'exercice 1970-71 (250 milliards de francs), en diminution sensible sur le chiffre record (433 milliards de francs) enregistré en 1971-72.

Ce mouvement est sensiblement plus important que celui ayant affecté le bilan et le bénéfice de la Banque; il est attribuable essentiellement au volume élevé d'opérations exceptionnelles de la B.R.I. au cours de l'exercice antérieur. En fait, l'activité normale de cette dernière n'a pas marqué une diminution réelle au cours de l'exercice écoulé et s'est maintenue à un niveau satisfaisant.

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, toutes les obligations émises en application de l'Accord de Londres sont maintenant amorties: les obligations de conversion qui restaient en circulation ont été remboursées le 15 octobre 1969, et les autres obligations encore en circulation, à savoir celles de l'émission de consolidation, sont venues à échéance et ont été remboursées le 15 octobre 1972, comme l'indique le tableau 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 1958-59 à 1971-72	Obligations remboursées à l'échéance le 15 octobre 1972
américaine . . .	\$	8.211.000	3.472.000	4.739.000
belge	£	157.800	70.400	87.400
britannique . . .	£	2.232.700	989.300	1.243.400
française	£	499.100	224.200	274.900
néerlandaise . .	£	291.700	120.900	170.800
suisse	£	115.100	50.500	64.600
suisse	FS	418.000	164.000	254.000

Pour ce qui est de l'Emprunt Young, l'exercice 1972-73 a été clos le 1er juin 1973. Les intérêts au titre de l'exercice se montent à l'équivalent d'environ 28,7 millions de francs, et ont été dûment versés à la Banque qui les a répartis entre les Agents-payeurs.

Emprunt international 1930 du gouvernement allemand (Emprunt Young).

Obligations de conversion.

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 1971-72	1972-73	
allemande	DM	14.505.000	2.757.000	270.000	11.478.000
américaine . . .	\$	60.292.000	11.973.000	1.217.000	47.102.000
belge	FB	202.858.000	39.358.000	3.929.000	159.571.000
britannique . . .	£	20.664.900	3.996.600	396.800	16.271.500
française	FF	501.782.000	97.529.000	9.709.000	394.544.000
néerlandaise . .	FL	52.577.000	9.987.000	1.007.000	41.583.000
suédoise	KRS	92.780.000	17.969.000	1.777.000	73.034.000
suisse	FS	58.392.000	11.223.000	1.093.000	46.076.000

Obligations de consolidation.

Tranche	Monnaie	Valeur nominale*		
		Obligations émises	Obligations rachetées en vue de leur amortissement au titre des exercices 1958-59 à 1971-72	Obligations remboursées à l'échéance le 1er décembre 1972
allemande	DM	416.000	263.000	153.000
américaine . . .	\$	9.788.000	2.888.000	6.900.000
belge	FB	45.683.000	12.970.000	32.713.000
britannique . . .	£	4.930.600	1.515.700	3.414.900
française	FF	110.508.000	21.279.000	89.229.000
néerlandaise . .	FL	8.500.000	2.284.000	6.216.000
suédoise	KRS	6.014.000	1.608.000	4.406.000
suisse	FS	1.405.000	489.000	916.000

* Valeur nominale au 1er mai 1973, 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, de la libération du taux de change de diverses monnaies d'émission, de l'adoption de taux centraux pour certaines de ces monnaies, ni de la dévaluation du dollar E.U. annoncée par les autorités américaines le 12 février 1973.

L'amortissement des obligations de conversion au titre de l'exercice 1972-73 a été assuré uniquement par rachats en bourse. Toutes les obligations de consolidation encore en circulation sont venues à échéance et ont été remboursées le 1er décembre 1972, alors que l'échéance finale des obligations de conversion est fixée au 1er juin 1980.

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 en 1961 et 1969, a été portée en mai 1971 devant la Cour d'arbitrage prévue par ledit Accord; la procédure arbitrale suit son cours. Les questions concernant l'application de la garantie de change qu'ont soulevées plus récemment la libération du taux de change de diverses monnaies d'émission et l'adoption de taux centraux pour certaines de ces monnaies ont été soumises par la Banque aux gouvernements des pays dans lesquels les tranches de l'Emprunt ont été émises.

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			Solde
		Obligations certifiées	Obligations rachetées ou sorties au tirage en vue de leur amortissement au titre des exercices		
			1959 à 1971	1972	
américaine	\$	1.667.000	1.002.000	93.000	572.000
anglo-néerlandaise	£	856.600	498.100	45.800	312.700
suisse	FS	7.102.000	3.580.000	363.000	3.159.000

4. La Banque comme Agent de l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques (Accord Monétaire Européen).

Les activités que la Banque exerçait 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 pris fin le 31 décembre 1972; elles ont été décrites dans le Chapitre VI du présent Rapport. Pour ces fonctions, la Banque a reçu une contribution de FS 375.000 au titre de ses dépenses administratives pour la période allant du 1er avril au 31 décembre 1972; elle a en outre été remboursée des frais accessoires qu'elle a encourus; ces sommes ont été portées au crédit du compte de profits et pertes de la Banque, au poste «Frais d'administration».

5. La Banque comme Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier.

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

**Emprunts garantis de la Communauté Européenne du
Charbon et de l'Acier.**

Séries de titres garantis	Date de l'émission	Pays d'émission	Baillleurs de fonds	Montant initial des emprunts	Montant non remboursé au 1er avril 1972	Taux d'intérêt %	Année de la dernière échéance ou du remboursement
1 ^{re}	1954	Etats-Unis	Gouvernement des Etats-Unis	\$ 100.000.000	41.300.000	3 ¹ / ₂	1979
2 ^e	1955	Belgique	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Bruxelles	FB 200.000.000	102.200.000	3 ¹ / ₂	1982
3 ^e	1955	Allemagne	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf et Münster ¹	DM 50.000.000	19.894.800	3 ¹ / ₂	1981
4 ^e	1955	Luxembourg	Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg	FB 20.000.000 FLUX 5.000.000	10.220.000 —	3 ¹ / ₂ 3 ¹ / ₂	1982 1961
5 ^e	1956	Sarre	Landesbank und Girozentrale Saar, Sarrebruck	DM 2.977.450 ²	967.671	4 ¹ / ₂	1977
6 ^e	1956	Suisse	Emission publique	FS 50.000.000	8.750.000	4 ¹ / ₂	1974
7 ^e	1957	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	4.100.000	5 ¹ / ₂	1975
8 ^e			Emission publique	\$ 7.000.000	—	5	1962
9 ^e			Prêts bancaires	\$ 3.000.000	—	5	1962
10 ^e	1957	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	61.112.259	5 ³ / ₈	1982
11 ^e	1958	Etats-Unis	Emission publique	\$ 35.000.000	14.300.000	5	1978
12 ^e			Emission publique	\$ 15.000.000	—	4 ¹ / ₂	1963
13 ^e	1960	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	13.450.000	5 ³ / ₈	1980
14 ^e			Emission publique	\$ 3.300.000	—	4 ³ / ₄	1963
			Emission publique	\$ 3.300.000	—	4 ¹ / ₄	1964
			Emission publique	\$ 3.400.000	—	5	1965
15 ^e	1961	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	73.772.396	5 ¹ / ₂	1986
16 ^e	1961	Pays-Bas	Emission publique	FL 50.000.000	29.900.000	4 ¹ / ₂	1981

¹ Les bailleurs de fonds d'origine, à savoir la Rheinische Girozentrale und Provinzialbank et la Landesbank für Westfalen Girozentrale, ont fusionné à dater du 1er janvier 1969 pour former la Westdeutsche Landesbank Girozentrale.
² Cet emprunt, qui a été contracté en francs français, a été converti en deutsche marks en 1959. Le montant initial était de 350.000.000 d'anciens francs français.

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 1972-73, les sommes reçues par la Banque pour le service des emprunts garantis se sont élevées à l'équivalent d'environ 14 millions de francs au titre des intérêts et d'environ 37 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 253 millions de francs.

6. La Banque comme Agent du Fonds Européen de Coopération Monétaire.

En vue de contribuer à la réalisation par étapes d'une union économique et monétaire, les Etats membres de la Communauté Économique Européenne ont créé, à la date du 6 avril 1973, un Fonds Européen de Coopération Monétaire. Dans un premier stade de son fonctionnement, ce nouvel organe est chargé d'assurer:

- 1) la concertation nécessaire au bon fonctionnement du système de change institué dans la Communauté, c'est-à-dire le rétrécissement des marges entre les monnaies des pays de la C.E.E.;
- 2) la multilatéralisation des soldes résultant des interventions des banques centrales en monnaies communautaires et la multilatéralisation des règlements intra-communautaires;
- 3) la gestion des deux mécanismes de crédit à court terme établis entre les banques centrales de la C.E.E., par leurs accords du 9 février 1970 (la B.R.I. est déjà l'Agent du mécanisme créé par cet accord) et du 10 avril 1972.

Le Conseil d'administration du Fonds, qui est composé des gouverneurs des instituts d'émission de la Communauté et d'un représentant du Luxembourg et de la Commission des Communautés Européennes, a tenu sa première séance à Bâle le 14 mai 1973; il a décidé de confier à la B.R.I., à dater du 1er juin 1973, le rôle d'Agent chargé des tâches techniques relatives à l'exécution des opérations du Fonds. Ces tâches sont essentiellement d'ordre comptable:

- d'une part, elles consistent à tenir les comptes du Fonds destinés à enregistrer les différentes opérations qui peuvent intervenir au titre des fonctions 2) et 3) mentionnées ci-dessus;
- d'autre part, elles ont pour objectif d'assurer le bon fonctionnement de l'activité du Fonds.

7. Bénéfice net et répartition.

Les comptes du quarante-troisième exercice clos le 31 mars 1973 accusent un excédent de 136.048.276 francs. L'excédent du précédent exercice était de 156.364.072 francs et celui de l'exercice 1970-71 s'élevait à 133.049.026 francs. La réduction intervenue pendant l'exercice 1972-73 s'explique surtout par l'amenuisement sensible de la marge bénéficiaire de la Banque sur l'ensemble de ses opérations.

Le Conseil d'administration a décidé de transférer 3.984.995 francs à la «Provision pour frais d'administration exceptionnels» et 10.000.000 de francs à la «Provision pour immeubles». A la suite de ces décisions, le bénéfice net atteint 122.063.281 francs, contre 148.832.656 francs pour l'exercice précédent et 99.448.906 francs pour l'exercice 1970-71. 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 122.063.281 francs de la manière suivante :

- 1) une somme de 18.042.187 francs est affectée au paiement du dividende prioritaire de 6% par an, ce dividende étant fixé à 37,50 francs par action;
- 2) une somme de 9.021.094 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;
- 3) une somme de 47.500.000 francs est transférée au «Fonds de réserve générale»;
- 4) une somme de 13.967.817 francs est transférée au «Fonds spécial de réserve de dividendes»; à la suite de ce versement, ce fonds atteindrait son maximum statutaire, soit un quart du capital versé ou un montant de 75.175.781 francs, correspondant approximativement au dividende prioritaire pour quatre exercices; enfin
- 5) une somme de 33.532.183 francs, représentant le reliquat du bénéfice net, est transférée au «Fonds de réserve libre», que le Conseil d'administration peut utiliser pour tout objet conforme aux dispositions des Statuts.

Si ces propositions sont acceptées, le dividende global s'élèvera à 56,25 francs par action, et sera payé en francs suisses le 1er juillet 1973 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 20 juin 1973.

On trouvera, à la fin du présent Rapport, le bilan, le compte de profits et pertes et un état indiquant l'évolution de la «Provision pour immeubles» au cours de l'exercice. 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 1973 et de ses bénéfices pour l'exercice clos à cette date. Le rapport de MM. Price Waterhouse & Co. est apposé au bas du bilan.

8. Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction.

Le Baron Ansiaux, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 7 août 1972, a été nommé de nouveau à ce poste, conformément à l'article 27(2) des Statuts, par M. Robert Vandeputte, Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, en juillet 1972.

En septembre 1972, le Dr Donato Menichella, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 7 novembre 1972, a été nommé de nouveau à ce poste, conformément à l'article 27(2) des Statuts, par le Dr Guido Carli, Gouverneur de la Banca d'Italia.

Le Dr Leonhard Gleske, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 31 décembre 1972, a été nommé de nouveau à ce poste, conformément à l'article 27(2) des Statuts, par le Dr Karl Klasen, Président de la Deutsche Bundesbank, en décembre 1972.

Le Dr Jelle Zijlstra, qui avait été élu au Conseil, conformément à l'article 27(3) des Statuts, et dont le mandat venait à expiration le 31 mars 1973, a été réélu à la séance du Conseil du 12 mars 1973.

Le Président a fait savoir au Conseil, à sa séance du 13 novembre 1972, que le Rt. Hon. Lord O'Brien of Lothbury, Gouverneur de la Banque d'Angleterre, avait désigné M. C.W. McMahon pour être son suppléant à la place de M. C.J. Morse, nommé Président des Suppléants du Comité des Vingt du F.M.I. Il a exprimé à M. Morse la reconnaissance de la Banque pour les précieux services qu'il lui a rendus pendant plus de six ans.

A la séance du Conseil du 9 avril 1973, le Président a annoncé que M. Olivier Wormser, Gouverneur de la Banque de France, avait désigné M. André de Lattre pour être son suppléant à la place de M. Bernard Clappier, nommé Président-Directeur Général du Crédit National. Le Président a remercié M. Clappier des précieux services qu'il a rendus à la Banque pendant plus de neuf ans.

Le Dr Hans Mandel, qui était entré à la Banque en 1954, venant de la Bank deutscher Länder, et était Chef du Département bancaire depuis 1962, a pris sa retraite à la fin de septembre 1972. A la séance du 11 septembre 1972, le Président a exprimé la sincère gratitude de tous les membres du Conseil au Dr Mandel pour la compétence qu'il a montrée dans l'exercice de ses importantes fonctions pendant une période d'expansion remarquable des activités de la Banque.

A sa séance du 12 juin 1972, le Conseil a nommé M. D.H. Macdonald, Chef du Département bancaire et M. R.T.P. Hall, Directeur à la Banque. La nomination de M. Macdonald a pris effet à partir du 1er octobre 1972 et celle de M. Hall à partir du 16 octobre 1972.

CONCLUSION.

La preuve a été faite qu'à chaque période de récession économique ou même de simple pause de la croissance survenue depuis la guerre, le recours à des incitations budgétaires et monétaires a permis de relancer l'activité conjoncturelle. Ce mécanisme keynésien s'est manifesté une fois de plus dans le cycle actuel. De 1969 à 1971, les pays industriels s'étaient employés, les uns après les autres, à contenir les forces inflationnistes en freinant l'expansion de la production. Puis, comme la faiblesse de l'emploi et du degré d'utilisation des capacités productives revenait, de 1970 à la fin de 1971, au centre des préoccupations des autorités, celles-ci renversèrent leur politique de manière à mettre l'activité économique sur la voie du redressement. Au cours de l'année dernière, le renouveau de l'expansion s'est confirmé dans tous les pays.

Dans cette évolution conjoncturelle, les Etats-Unis ont pris une avance d'un an à dix-huit mois. Après avoir rencontré une résistance inaccoutumée, la reprise s'est déclenchée au second semestre de 1971, prenant très vite de l'élan et de la vigueur. La production totale a enregistré en 1972 des progrès d'une ampleur exceptionnelle, et l'expansion s'est poursuivie à un rythme élevé pendant le premier semestre de cette année. Il devint même évident, vers la fin de 1972, qu'elle ne pourrait maintenir sa cadence sans se heurter bientôt à une pression excessive de la demande. Aussi les autorités se sont-elles orientées vers l'adoption de mesures budgétaires et monétaires restrictives, en vue d'ajuster le taux de croissance aux possibilités à plus long terme de l'économie. Quel que soit le moment où cette politique commencera à faire sentir ses effets, il paraît certain que 1973 sera encore une année de progression exceptionnelle.

En Europe occidentale et au Japon, l'expansion s'est confirmée partout depuis le milieu de 1972. De plus, le redressement s'est opéré avec une rapidité exceptionnelle. En Allemagne fédérale et au Japon en particulier, l'économie est passée, en l'espace de six mois environ, d'un climat de semi-stagnation à une ambiance d'expansion débridée. Les autorités de ces deux pays ont été amenées à donner à leur politique un tour restrictif. Si, au Japon, le changement d'orientation a été assez modéré jusqu'à présent, les autorités allemandes ont pris des mesures sévères sur le plan monétaire et dans le domaine des finances publiques. Au Royaume-Uni, également, l'économie a connu une croissance rapide depuis que le budget de 1972 lui a administré un puissant stimulant. A ce jour, elle dispose encore d'une marge de ressources productives, malgré le recul accéléré du chômage au cours de l'année écoulée. Ces derniers temps, toutefois, on a constaté dans certaines régions un accroissement marqué du nombre des emplois vacants et l'épuisement d'une grande partie des disponibilités de main-d'œuvre. Aussi les autorités risquent-elles de se trouver placées, au cours des douze prochains mois, devant l'alternative de laisser se poursuivre le rigoureux mouvement ascendant, ou alors de devoir modérer les pressions qui commencent à s'exercer sur la demande.

En France, la croissance de la production s'est faite à une allure plus régulière qu'ailleurs. Le problème de l'inflation s'est certes aggravé au cours des derniers mois

de 1972, mais les autorités se sont efforcées de combattre le mal par des mesures qui ne devraient pas provoquer un recul de l'activité. L'Italie fait tache dans ce tableau d'ensemble de la situation conjoncturelle. La production n'a réalisé que peu de progrès en 1971 et en 1972, encore qu'on ait constaté un redressement, récemment, dans plusieurs branches industrielles. Etant donné l'obstacle que constitue le climat social et l'absence de tout signe d'animation dans le secteur du bâtiment, il n'est pas encore sûr qu'une reprise conjoncturelle durable puisse prendre corps.

Si les autorités ont remporté un succès sur le front de la production, force est d'admettre que, sur celui de l'inflation, cette année encore a été marquée par l'échec. La mollesse de la demande durant cette période a peu contribué à modérer l'allure de la hausse des prix et des salaires, et depuis la fin de l'été dernier le mouvement ascendant s'accélère. Le pourcentage typique d'augmentation du coût de la vie s'est situé généralement entre 6 et 10%, tandis qu'en matière de salaires les relèvements d'environ 10% ont constitué la règle générale — avec quelques cas de majorations beaucoup plus fortes. Un nouvel élément est d'ailleurs entré en jeu au cours de l'année écoulée avec la montée en flèche des cours mondiaux des matières premières, qui a fortement influé sur les indices des prix de gros.

Toute une série de forces ont agi pour accélérer ainsi l'inflation. Le facteur clé a été la persistance des vagues successives d'augmentations excessives de salaires, qui se répercutent sur les prix par le biais des coûts. De même, le relèvement des revenus dans l'agriculture a été obtenu grâce à la majoration des prix des produits agricoles. Il faut aussi tenir compte de l'expansion rapide de la demande depuis neuf mois environ. Sans nul doute le monde a joué de malchance du côté de l'offre de plusieurs produits de base, les cours ayant fortement monté; il semble malheureusement que depuis quelques années la malchance en matière de prix n'ait jamais été corrigée par la chance!

Un trait caractéristique de l'inflation récente a été la rapidité de sa propagation d'un pays à l'autre. Le phénomène tient aux influences réciproques des hausses de prix à l'exportation et à l'importation, au fait que les marchés du travail s'étendent au-delà des frontières nationales, et d'une façon générale à l'intégration de l'économie internationale. Dans un certain nombre de pays, les efforts déployés par les banques centrales pour maintenir le taux de change de leur monnaie au moyen d'achats massifs de dollars offerts sur le marché, mais au prix de la création de nouvelles quantités de monnaie nationale, ont joué un rôle particulier. En tout état de cause, la masse monétaire et le volume du crédit se sont développés partout à une cadence rapide, et si cette expansion a souvent été la conséquence du jeu des forces inflationnistes, elle a certainement tenu aussi une place parmi les causes de l'inflation.

L'efficacité limitée de la régulation de la demande comme moyen de lutte contre l'inflation a conduit à recourir beaucoup plus largement aux mesures de contrôle direct. Tant aux Etats-Unis qu'au Royaume-Uni, les autorités se sont vues obligées de faire appel au blocage des salaires et des prix, puis ensuite à des contrôles administratifs, pour essayer d'enrayer la spirale inflationniste — bien que, dans les deux cas, elles aient eu pour cela à s'écarter de leurs conceptions en matière d'intervention économique. Leurs efforts, certes, ont eu des résultats positifs, puisque l'inflation

salariale a été freinée dans l'un et l'autre pays. Aux Etats-Unis, toutefois, le gouvernement a inauguré au début de cette année une nouvelle phase de la politique anti-inflationniste en introduisant dans le programme un élément d'auto-discipline, et les prix ont de nouveau fortement monté. Que le passage à cette Phase III ait été motivé par des considérations idéologiques ou par la crainte de trop exiger de l'intervention gouvernementale, il est clair que cette expérience du contrôle n'a pas apporté une solution décisive au problème de l'inflation. Au Royaume-Uni, les normes élevées fixées en matière de salaires sont autant une indication de la difficulté du problème qu'une promesse d'y porter remède.

Il n'en reste pas moins que, dans presque tous les pays, les autorités se sont résignées à attendre des performances modestes dans la lutte contre l'inflation. Garder à la valeur de la monnaie un degré de stabilité tel que l'ont connu, par exemple, les Etats-Unis dans la première moitié des années soixante, ou l'Allemagne et la Suisse, ne constitue plus un objectif pratique, non pas que les larges avantages sur le plan social et politique en soient contestés, mais parce que, dans notre monde tendu et mouvant, ils sont désormais hors de portée des pouvoirs publics. La pression de l'opinion publique a obligé les gouvernements à accorder la priorité absolue au plein emploi et à l'expansion économique, de sorte que les autres objectifs ne peuvent être poursuivis que de façon incomplète et intermittente.

Malgré l'institution et le durcissement progressif de la réglementation des mouvements internationaux de capitaux, les cessions de dollars ont atteint de telles proportions en février 1973 qu'il a fallu renoncer à défendre les taux centraux fixés à Washington en décembre 1971. Les Etats-Unis ont alors essayé de créer les conditions requises pour un retour aux taux de change fixes en annonçant une nouvelle dévaluation du dollar, de 10% cette fois. Mais entre-temps, le scepticisme du marché était devenu tel que même les nouveaux taux centraux n'ont pu être longtemps maintenus. Le manque persistant de confiance ne reposait pas sur un calcul conduisant à craindre que le bénéfice final du nouvel ajustement, ajouté aux avantages résultant de la modification de parité effectuée une année auparavant, ne fût pas suffisant à long terme pour redresser la balance des paiements des Etats-Unis. Il avait plutôt son origine dans le refus prêté aux Etats-Unis de s'abstenir de soutenir le dollar sur le marché, ainsi que dans l'annonce de la suppression progressive des contrôles sur les exportations de capitaux et leur intention de ne restreindre que modérément la demande interne. La seule décision qui s'imposât, dans ces conditions, pour tous les pays, était de renoncer à défendre les nouveaux taux centraux. Néanmoins, six pays du Marché Commun décidèrent de maintenir conjointement à l'intérieur d'une marge de 2¼% les parités réciproques entre leurs monnaies, et plusieurs autres pays se sont agrégés à cet îlot de fixité des changes.

Le déroulement des événements a placé les négociateurs du «Comité des Vingt pour la réforme du système monétaire international» devant un état de fait assez différent de celui qui existait au moment où leur mandat avait été établi. Les forces du marché ont, en effet, déjà imposé leur propre réforme. Le dollar, la livre sterling, le yen, le franc suisse, la lire et le bloc des autres monnaies du Marché Commun flottent les uns par rapport aux autres, et rien n'indique que ce flottement doive prendre fin

dans un avenir proche. Comparée à l'attitude antérieure de maintien obstiné du déséquilibre, cette situation représente, aux yeux de maints observateurs, une véritable réforme. Etant donné l'incidence psychologique considérable du flottement généralisé sur le monde économique et bancaire, et le fait que certains pays semblent considérer les parités fixes comme un fardeau dont ils répugneraient à se charger de nouveau, les perspectives restent obscures.

Ostensiblement, l'objectif de la réforme reste toujours la restauration d'un système de parités, appelées à être défendues sauf au cas où elles doivent être modifiées pour des raisons touchant à l'équilibre fondamental. Pourtant l'expression à la mode est «un système fondé sur des taux de change stables, mais ajustables». Ces mots par eux-mêmes n'indiquent pas clairement si, dans la poursuite de leurs objectifs, les autorités doivent mettre l'accent sur la «stabilité» ou sur l'«ajustabilité». De plus, si l'engagement de maintenir la stabilité reste vague, on peut douter de la possibilité de contenir les forces du marché en période de crise. L'expérience acquise à ce jour montre, indubitablement, que les modifications fréquentes de taux de change rendent beaucoup plus ardue la défense des nouveaux taux.

On imagine aisément les difficultés que présente la création d'un nouveau système qui confierait à des autorités internationales tant le maintien de taux de change stables que l'efficacité du processus d'ajustement et la symétrie entre le dollar et les autres monnaies. Pour améliorer le processus d'ajustement, on a proposé de faire choix d'un indicateur objectif de déséquilibre, qui déclencherait l'ouverture de consultations visant à obliger les autorités intéressées à prendre des mesures correctives en temps voulu. Or, si les indicateurs sont à ce point objectifs, on peut supposer que le marché se rendrait compte de la situation aussi promptement que les autorités monétaires et précipiterait un bouleversement avant que la machine bureaucratique ne puisse poursuivre les consultations jusqu'à l'adoption de mesures correctives.

Il est évident, en même temps, que la stabilité des taux de change, notamment pour ce qui concerne le dollar, est liée à la convertibilité. Or, le maintien de la convertibilité d'une monnaie implique que les réserves limitées dont disposent les autorités monétaires ne s'épuisent pas pendant que le déséquilibre se prolonge du fait de prévisions optimistes et sous l'empire de demi-mesures. Bien que les Etats-Unis se soient déclarés prêts à prendre pleinement leur part dans tout ajustement devenu nécessaire, ils n'ont pas précisé comment ils interpréteraient leur propre indicateur objectif, ni comment ils s'y prendraient pour agir sur leur balance des paiements. Beaucoup d'autres pays estiment que la charge de l'ajustement retomberait, en pratique, sur eux, et ils sont opposés au recours à des modifications de taux de change comme première ligne de défense, soit par eux-mêmes, soit par les Etats-Unis. La perspective de laisser leur monnaie s'apprécier pour permettre aux exportations de capitaux américains de s'étendre, leur paraît particulièrement dépourvue de séduction. Où que soit située la responsabilité des lenteurs du processus d'ajustement, il ne faut pas s'attendre en tout cas à voir les Etats-Unis s'engager eux-mêmes à rétablir la convertibilité sans qu'une limite ait été fixée à la faculté pour les pays excédentaires d'acquérir des dollars.

Quelle sera la nature des enjeux dans le nouveau jeu monétaire? Tous les principaux actifs de réserve ont leurs défenseurs, mais la formule qui semble rallier le plus

de suffrages consiste à accorder la première place aux D.T.S., à voir diminuer le rôle de l'or et à limiter plus ou moins sévèrement l'accumulation ultérieure de réserves en dollars. Reste à savoir toutefois si un système de taux de change stables peut être édifié sur cette construction théorique, maintenant surtout que la loi de Gresham a joué à plein. Et pendant ce temps, au fond des chambres fortes, l'or demeure sans emploi, mais non sans attrait.

RENÉ LARRE

Directeur Général

BILAN ET COMPTE DE PROFITS ET PERTES

AU 31 MARS 1973

ACTIF

BILAN AU
(Avant et après répartition)

	<u>Francs or</u>
Or	4.125.844.150
Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue	84.352.631
Bons du Trésor	595.538.145
Dépôts à terme et avances	
A 3 mois au maximum	11.587.662.185
A plus de 3 mois	4.155.053.699
» » » » » (or)	<u>1.723.079</u>
	15.744.438.963
Titres à terme	
A 3 mois au maximum	3.475.089.689
A plus de 3 mois	<u>1.162.380.273</u>
	4.637.469.962
Divers	61.971.179
Terrain, immeubles et installations	1
	<u><u>25.249.615.031</u></u>

Note 1: Le franc or équivaut à 0,290 322 58... gramme d'or fin – Article 4 des Statuts.

Note 2: Au 31 mars 1973, l'or à recevoir contre monnaies au titre des opérations à terme s'élevait à 95.424.432 francs or.

31 MARS 1973

du bénéfice net de l'exercice)

PASSIF

		<u>Avant répartition</u>	<u>Après répartition</u>
		<u>Francs or</u>	<u>Francs or</u>
Capital			
Autorisé: 600.000 actions de 2.500 francs or chacune	<u>1.500.000.000</u>		
Emis: 481.125 actions	<u>1.202.812.500</u>		
libérées de 25%		300.703.125	300.703.125
Réserves			
Fonds de réserve légale	30.070.313		30.070.313
Fonds de réserve générale	205.133.210		252.633.210
Fonds spécial de réserve de dividendes	61.207.964		75.175.781
Fonds de réserve libre	<u>156.800.000</u>		<u>190.332.183</u>
		453.211.487	548.211.487
Dépôts (or)			
Banques centrales			
A vue	3.236.803.943		
A 3 mois au maximum	239.291.786		
A plus de 3 mois	17.259.809		
Autres déposants			
A vue	<u>33.082.685</u>		
		3.526.438.223	3.526.438.223
Dépôts (monnaies)			
Banques centrales			
A vue	372.351.963		
A 3 mois au maximum	16.763.640.170		
A plus de 3 mois	2.456.915.569		
Autres déposants			
A vue	11.832.628		
A 3 mois au maximum	438.175.065		
A plus de 3 mois	<u>95.111.744</u>		
		20.138.027.139	20.138.027.139
Effets			
A plus de 3 mois		514.526.742	514.526.742
Divers			
		101.705.551	101.705.551
Provision pour immeubles			
		92.939.483	92.939.483
Compte de profits et pertes			
		122.063.281	—
<i>Dividende payable le 1er juillet 1973</i>		—	27.063.281
		<u>25.249.615.031</u>	<u>25.249.615.031</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 1973 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 1973.

PRICE WATERHOUSE & CO.

COMPTE DE PROFITS ET PERTES

pour l'exercice social clos le 31 mars 1973

	<u>Francs or</u>
Revenu net provenant des intérêts et autres ressources	154.386.073
Moins: Frais d'administration:	
Conseil d'administration	262.358
Direction et personnel	13.623.098
Frais de bureau et divers	4.454.341
	<u>18.339.797</u>
Excédent net d'exploitation	136.046.276
Moins: Montants transférés:	
à la Provision pour frais d'administration exceptionnels ...	3.984.995
à la Provision pour immeubles	10.000.000
	<u>13.984.995</u>
Bénéfice net de l'exercice social clos le 31 mars 1973	122.063.281

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	18.042.187
	<u>104.021.094</u>
Dividende supplémentaire (maximum statutaire) de 3% l'an sur le capital versé	
18,75 francs or par action	9.021.094
	<u>95.000.000</u>
Transfert au Fonds de réserve générale	47.500.000
	<u>47.500.000</u>
Transfert au Fonds spécial de réserve de dividendes (qui atteint ainsi le maximum statutaire)	13.967.817
	<u>33.532.183</u>
Transfert au Fonds de réserve libre	33.532.183
	<u>33.532.183</u>
	<u> —</u>

Évolution de la Provision pour immeubles au cours de l'exercice social clos le 31 mars 1973

	<u>Francs or</u>
Solde au 1er avril 1972	82.065.109
Plus: Différence de change	5.465.630
Transfert du Compte de profits et pertes	10.000.000
	<u>97.530.739</u>
Moins: Amortissement des dépenses encourues	4.591.256
Solde au 31 mars 1973, selon bilan	<u>92.939.483</u>

CONSEIL D'ADMINISTRATION

Dr J. Zijlstra, Amsterdam Président du Conseil d'administration,
Président de la Banque
Henry 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. Lord O'Brien of Lothbury, Londres
Dr Edwin Stopper, Zurich
Robert Vandeputte, Bruxelles
Olivier Wormser, Paris
Per Åsbrink, Stockholm

Suppléants

Dr Paolo Baffi, Rome, ou
Prof. Francesco Masera, Rome
Dr Otmar Emminger, Francfort-sur-le-Main, ou
Johannes Tüngeler, Francfort-sur-le-Main
Georges Janson, Bruxelles
André de Lattre, Paris, ou
Marcel Théron, Paris
Christopher W. McMahon, 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
D. H. Macdonald	Chef du Département Bancaire
Henri Guisan	Conseiller juridique
Dr Antonio Rainoni	Directeur
Maurice Toussaint	Directeur
R. T. P. Hall	Directeur

D. H. Stapleton	Secrétaire Général Adjoint
Prof. Dr F. E. Klein	Conseiller juridique Adjoint
A. N. Barltrop	Directeur Adjoint
Dr Warren D. McClam	Directeur Adjoint
M. G. Dealtry	Directeur Adjoint
Robert Chaptinel	Directeur Adjoint