

**BANQUE DES
RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX**

QUARANTE-QUATRIÈME RAPPORT ANNUEL

1^{ER} AVRIL 1973 – 31 MARS 1974

BALE

10 JUIN 1974

TABLE DES MATIÈRES.

	Page
Introduction	1
I. Examen de l'évolution de la conjoncture et des politiques économiques, 1973-74.	3
Le pétrole (p. 3); production et demande (p. 10); l'accélération de l'inflation (p. 16); monnaie, crédit et taux d'intérêt (p. 25); taux de change flottants (p. 31); réforme du système monétaire international (p. 37)	
II. Evolution de la conjoncture et politiques suivies dans les différents pays	43
<i>Etats-Unis (p. 43), Canada (p. 49), Japon (p. 52), Royaume-Uni (p. 56), Allemagne fédérale (p. 62), France (p. 67), Italie (p. 70), Belgique (p. 73), Pays-Bas (p. 75), Suisse (p. 78), Autriche (p. 80), Danemark (p. 82), Norvège (p. 84), Suède (p. 85), Finlande (p. 88), Espagne (p. 89), Portugal (p. 91), Yougoslavie (p. 92), Hongrie (p. 93), Tchécoslovaquie (p. 93), République démocratique allemande (p. 94), Pologne (p. 95), Roumanie (p. 96), Bulgarie (p. 96), Union Soviétique (p. 97), Afrique du Sud (p. 98), Australie (p. 99), Nouvelle- Zélande (p. 101)</i>	
III. Echanges et paiements internationaux	103
Commerce mondial (p. 103); paiements internationaux (p. 108); évolution dans les différents pays: <i>Etats-Unis (p. 111), Canada (p. 115), Japon (p. 116), Royaume-Uni (p. 118), Allemagne fédérale (p. 121), France (p. 124), Italie (p. 125), Union Economique Belgo-Luxembourgeoise (p. 128), Pays-Bas (p. 130), Danemark (p. 131), Irlande (p. 133), autres pays d'Europe: Autriche (p. 133), Suisse (p. 134), Finlande (p. 135), Islande (p. 136), Norvège (p. 137), Suède (p. 138), Portugal (p. 139), Espagne (p. 139), Grèce (p. 140), Turquie (p. 141), Yougoslavie (p. 142), pays de l'Europe de l'Est (p. 143)</i>	
IV. Or, réserves monétaires et changes	146
Or: production, marchés et réserves (p. 146); réserves monétaires globales (p. 151); Fonds monétaire international (p. 154); mouvements monétaires: <i>Etats-Unis (p. 155), Royaume-Uni (p. 157), Allemagne fédérale (p. 159), France (p. 160), Union Economique Belgo-Luxembourgeoise (p. 161), Pays-Bas (p. 161), Italie (p. 163), Suisse (p. 163); Autriche (p. 164), Suède (p. 164), Danemark (p. 165), Norvège (p. 165), Finlande (p. 165), Espagne (p. 165), Portugal (p. 166), autres pays d'Europe (p. 166), Canada (p. 166), Japon (p. 166); marchés des changes (p. 167): flottage concerté de certaines monnaies européennes (p. 167), deutsche mark (p. 168), florin (p. 170), franc belge (p. 171), franc français (p. 172), lire (p. 173), livre sterling (p. 174), franc suisse (p. 175), yen (p. 176), dollar canadien (p. 176), schilling autrichien (p. 177), autres monnaies (p. 177); autres événements dans le domaine des changes (p. 178)</i>	
V. Les marchés des euro-monnaies et des euro-obligations	187
Le marché des euro-monnaies (p. 187): <i>principaux facteurs d'expansion (p. 188), évolution trimestrielle en 1973 (p. 190), modifications dans la composition du marché (p. 194), évolution par pays (p. 198), origines et emplois (p. 200), taux d'intérêt (p. 204); le marché des euro- obligations (p. 207)</i>	

VI. Activités de la Banque 213

Développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales (p. 213); opérations du Département bancaire (p. 214): *passif (composition des ressources)* (p. 215), *actif (utilisation des ressources)* (p. 219); la Banque comme Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux (p. 221); la Banque comme Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier (p. 223); la Banque comme Agent du Fonds Européen de Coopération Monétaire (p. 224); modification de l'article 30 des Statuts de la Banque (p. 224); bénéfice net et répartition (p. 225); modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction (p. 226)

Conclusion 228

* * *

Bilan et compte de Profits et Pertes au 31 mars 1974.

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, 1973-74	
Importations de pétrole rapportées au PNB et au commerce d'un certain nombre de pays, 1973.	5
Production industrielle *	11
Origine et emplois des ressources	13
Cours des matières premières sur les marchés mondiaux *	17
Variation des cours mondiaux des matières premières	18
Prix et salaires *	21
Taux d'intérêt à court et à long terme *	26
Masse monétaire	28
Estimation des modifications effectives des taux de change.	33
 II. Evolution de la conjoncture et politiques suivies dans les différents pays	
Etats-Unis: Origine et emplois des ressources collectées sur les marchés du crédit.	46
Canada: Volume des fonds recueillis par les principaux secteurs	49
Système bancaire: Evolution de la situation monétaire	52
Japon: Variations des éléments d'actif et de passif de caractère financier	54
Royaume-Uni:	
Expansion du crédit intérieur	56
Epargne, investissements et variations des éléments d'actif et de passif de caractère financier	59
Allemagne fédérale: Epargne, investissements et variations des éléments d'actif et de passif de caractère financier.	65
France: Emplois et origine du crédit	68
Italie: Epargne, investissements et variations des éléments d'actif et de passif de caractère financier	72
Pays-Bas: Variations des éléments d'actif et de passif de caractère financier.	76
Suède: Flux nets de crédits	86
Economies des pays de l'Europe de l'Est: Production par secteur et revenu national «produit»	94
 III. Echanges et paiements internationaux	
Commerce international.	103
Evolution de la production, du commerce extérieur et des prix dans le monde*	105
Evolution de la valeur unitaire moyenne des échanges commerciaux internationaux et variations des termes de l'échange	106
Evolution du volume des exportations et des importations et variations des taux de change effectifs	107
Balances des paiements des zones développées	109
Soldes du tourisme et des transferts d'économies des travailleurs	110
Balances des paiements:	
Etats-Unis	113
Canada	115

	Page
Japon	118
Royaume-Uni	119
Allemagne fédérale	123
France	125
Italie	126
Union Economique Belgo-Luxembourgeoise	129
Pays-Bas	130
Autres pays de la C.E.E.	132
Autriche et Suisse	134
Pays nordiques	136
Portugal et Espagne	139
Pays méditerranéens	142
Europe de l'Est: Echanges commerciaux	143

IV. Or, réserves monétaires et changes

Production d'or dans le monde	146
Origine et utilisation de l'or (estimations)	147
Cours de l'or sur le marché *	149
Variations des réserves monétaires globales	151
Evolution des réserves monétaires globales, 1959-73 *	152
Etats-Unis: Mouvements monétaires avec l'étranger	156
Royaume-Uni: Mouvements monétaires avec l'étranger	158
Pays d'Europe continentale, Canada et Japon: positions monétaires extérieures	162
Flottement concerté des monnaies européennes par rapport au dollar E.U.*	168
Taux de change du dollar E.U., 1971-74	169

V. Les marchés des euro-monnaies et des euro-obligations

Engagements extérieurs en monnaies étrangères des banques des huit pays d'Europe qui communiquent des renseignements à la B.R.I.*	187
Positions extérieures en dollars et en autres monnaies étrangères des banques européennes recensées	192
Engagements et avoirs extérieurs, en monnaie nationale et en monnaies étrangères, des banques des divers pays recensés	195
Engagements et avoirs extérieurs, en dollars et en autres monnaies étrangères, des banques des divers pays recensés	197
Positions en devises des banques britanniques	199
Positions en monnaies étrangères des banques européennes recensées envers des non-résidents	201
Estimation des dimensions du marché des euro-monnaies	203
Taux des dépôts interbancaires à trois mois en euro-monnaies et des certificats de dépôt aux Etats-Unis *	204
Emissions d'obligations étrangères ou internationales placées ou non dans le public	208
Taux de rendement des obligations en euro-dollars et des dépôts en euro-dollars *	209
Taux de rendement des émissions nationales et internationales d'obligations en dollars E.U. et en deutsche marks *	212

	Page
VI. Activités de la Banque	
Evolution du total du bilan au cours des dix derniers exercices	215
Evolution de la composition des ressources au cours des dix derniers exercices	215
Passif *	216
Fonds empruntés:	
d'après leur origine	218
d'après leur durée et leur nature	218
Répartition, d'après leur nature, des avoirs à vue et des autres placements	219
Actif *	220
Dépôts à terme et avances, titres à terme d'après leur durée	221
Emprunt international 1930 du gouvernement allemand (Emprunt Young)	222
Emprunt international de la République fédérale d'Autriche 1930	222
Emprunts garantis de la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier	223

QUARANTE-QUATRIÈME RAPPORT ANNUEL

soumis à
L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE
de la
BANQUE DES RÉGLEMENTS INTERNATIONAUX
tenue à
Bâle, le 10 juin 1974.

Messieurs,

J'ai l'honneur de vous soumettre le quarante-quatrième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux, relatif à l'exercice commencé le 1er avril 1973 et clos le 31 mars 1974.

Après transfert de 8.148.785 francs or à la «Provision pour frais d'administration exceptionnels» et de 15.000.000 de francs or à la «Provision pour immeubles», le bénéfice net s'élève à 145.063.281 francs or, contre 122.063.281 francs or pour le précédent exercice et 148.832.656 francs or pour l'exercice 1971-72.

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 56.813.983 francs or au «Fonds de réserve générale» et le reliquat du bénéfice net, soit 61.186.017 francs or, au «Fonds de réserve libre».

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende global de la Banque pour l'exercice 1973-74 s'élèvera à 56,25 francs or par action. Cette somme sera payable aux actionnaires le 1er juillet 1974 en francs suisses.

Le Chapitre I du présent Rapport examine l'évolution de la conjoncture et des politiques économiques en 1973-74, et plus particulièrement les problèmes que créent la crise du pétrole, l'accélération de l'inflation, l'expansion de la monnaie et du crédit, les taux de change flottants 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. Le Chapitre VI 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, 1973-74.

L'évolution économique internationale, au cours de l'année passée, a été particulièrement troublée, et les troubles risquent de se prolonger quelque temps encore avant qu'apparaissent de manière nette les signes montrant qu'ils ont perdu de leur intensité. Le fait marquant a été la montée en flèche du prix du pétrole. Si la menace initiale d'une pénurie aiguë de produits pétroliers s'est atténuée, la hausse des prix a accéléré le rythme de l'inflation tout en changeant la physionomie de la consommation et de la production. L'augmentation considérable du coût des importations de pétrole est en train de modifier la structure des échanges commerciaux entre les différents pays, et nombre d'entre eux se trouveront exposés à des problèmes difficiles de financement pendant une période s'étendant bien au-delà de l'année en cours.

L'année écoulée a été également marquée par une accentuation du problème de l'inflation. Même avant la crise pétrolière, la hausse des prix était plus forte qu'une année auparavant; compte tenu de l'accroissement du coût des produits pétroliers, elle a en général atteint des taux jamais enregistrés depuis la fin de la guerre. Les politiques mises en œuvre par les autorités en vue de contenir l'inflation n'ont guère été couronnées de succès et tout ce que l'on peut espérer, c'est que le boom inflationniste perde de son intensité avec l'atténuation des pressions qui s'exercent sur les ressources productives et les marchés des matières premières.

En ce qui concerne la demande et la production, l'expansion vigoureuse de 1972 a pris l'allure d'une surchauffe économique au cours du premier semestre de l'année dernière. Pour diverses raisons, la production a eu tendance à plafonner pendant le second semestre et a subi ces derniers temps le contrecoup de la crise pétrolière. Au début de 1974, on redoutait l'apparition d'une récession caractérisée, mais il semble, selon des indications plus récentes, que le mouvement de recul ne sera pas de longue durée.

Depuis plus d'une année maintenant, le système monétaire international vit sous le régime des taux de change flottants. Cette situation, provoquée par les tensions du marché que les autorités ne sont pas arrivées à maîtriser, a permis de remédier d'une certaine façon aux déséquilibres graves qui s'étaient manifestés précédemment. Cependant, les cours du marché ont été soumis à des fluctuations tellement vastes et à des mouvements si désordonnés que les autorités se sont vues obligées d'intervenir sur une grande échelle. L'expérience des taux flottants n'est donc guère concluante et le Comité des Vingt était entièrement fondé à poursuivre la recherche d'un système renoué de «parités stables mais ajustables». Ce travail n'a pas été mené à bonne fin, mais on espère que des mesures intérimaires seront éventuellement proposées, susceptibles de contribuer à la stabilité monétaire.

Le pétrole.

La crise pétrolière a été déclenchée par la décision prise par les pays arabes producteurs de pétrole au milieu du mois d'octobre 1973 - à la suite de la reprise des

hostilités au Moyen-Orient - de réduire la production de pétrole brut et de relever les prix.

Il s'agissait de diminuer la production de 5% chaque mois par rapport au niveau de septembre, soit d'environ 1 million de barils par jour. Les restrictions mensuelles envisagées représentaient quelque 2% du total de la production mondiale de pétrole brut. Au début du mois de novembre a été prise une nouvelle décision imposant une réduction immédiate de 25% par rapport aux livraisons de septembre, qui devait être suivie par les restrictions mensuelles initialement prévues. La contraction des approvisionnements ne devait pas affecter uniformément les pays utilisateurs: l'embargo a été mis sur les exportations de pétrole à destination des Etats-Unis et des Pays-Bas, tandis qu'un certain nombre de pays, dont la France et le Royaume-Uni, recevaient des quantités égales à celles qu'ils avaient obtenues en moyenne pendant les neuf premiers mois de 1973. Ces effets différenciés ont cependant été compensés en partie par la redistribution des livraisons de pétrole non arabe, opérée par les compagnies pétrolières entre les pays utilisateurs.

Parallèlement aux premières compressions de la production, les pays producteurs arabes, suivis par les autres membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (O.P.E.P.), ont relevé de 70% le prix affiché du pétrole brut, qui est passé de \$3,01 à \$5,11 le baril dans le cas typique du brut léger. Puis, le 23 décembre, le prix affiché a été fixé à \$11,65 le baril pour une période initiale de trois mois à compter du 1er janvier 1974. Par suite de ces deux relèvements du prix affiché, le «prélèvement» des pays producteurs sur la part de pétrole sur laquelle les compagnies internationales disposent de droits de participation a été porté de \$1,75 à \$7 par baril, tandis que le prix c.a.f. de ce pétrole en Europe est passé de \$3,65 à \$8,90 le baril. Ces chiffres donnent cependant une estimation trop faible du coût moyen global du pétrole, puisque le prix du brut vendu par les producteurs eux-mêmes - soit aux compagnies internationales, soit directement aux pays utilisateurs - a eu tendance à se rapprocher des prix affichés.

Dans un premier temps, le risque de pénurie des approvisionnements semblait constituer l'aspect le plus sérieux de la nouvelle situation, en ce sens qu'il menaçait de provoquer de profonds bouleversements économiques dans les pays utilisateurs. Le pétrole importé représente 70% des fournitures totales d'énergie au Japon et environ 60%, en moyenne, dans les pays d'Europe occidentale, soit une proportion deux fois plus élevée qu'au début des années soixante. Aux Etats-Unis, ce chiffre n'est que de 10%, tandis que le Canada est le seul des grands pays industriels à se suffire pratiquement à lui-même, sur une base nette, en pétrole. Aussi la plupart des pays ont-ils appliqué des restrictions sur les utilisations d'énergie les moins essentielles en vue d'éviter un ralentissement de l'activité industrielle.

A la suite du relèvement des prix, intervenu à la fin du mois de décembre 1973, et de la décision prise deux jours plus tard par les pays producteurs arabes de rétablir la production à 85% du niveau de septembre, on s'est rendu compte que le principal problème allait être le prix plutôt que la quantité. Puis, à la fin mars 1974, la plupart des pays producteurs arabes décidèrent de lever l'embargo sur les livraisons à destination des Etats-Unis. Au mois d'avril, la production de l'Arabie Saoudite, principal

producteur du monde, a retrouvé le niveau de septembre 1973. Lorsqu'il fut décidé de maintenir les prix affichés, pendant trois mois à partir du 1er avril, au niveau atteint le 1er janvier, il apparaissait que les besoins de pétrole de la quasi-totalité des pays pouvaient être satisfaits au moyen des approvisionnements disponibles. La plupart des restrictions appliquées précédemment à l'utilisation du pétrole ont en fait été levées. Tous les pays importateurs doivent néanmoins faire face, dans une mesure plus ou moins grande, à l'incidence défavorable du prix élevé du pétrole sur l'activité interne, le niveau des prix et la balance des paiements.

**Importations de pétrole rapportées au P.N.B.
et au commerce d'un certain nombre de pays, 1973.**

Pays	Importations	Exportations	Importations nettes de pétrole	P.N.B. aux prix du marché	Importations totales	Importations nettes de pétrole rapportées	
						au P.N.B.	aux importations totales
en milliards de dollars E.U.						en pourcentage	
Etats-Unis	7,5	0,5	7,0	1.289,1	69,1	0,5	10,2
Royaume-Uni	4,1	0,8	3,3	174,7	38,9	1,9	8,3
Allemagne fédérale	5,9	0,6	5,3	346,2	54,4	1,6	9,8
France	4,3	0,7	3,6	273,6	39,4	1,3	9,1
Italie	3,2	1,2	2,0	137,9	26,6	1,5	7,7
Pays-Bas	2,9	2,1	0,8	59,8	20,3	1,4	4,1
Danemark	0,7	0,1	0,6	27,8	7,7	2,2	8,2
Suisse	0,7	—	0,7	38,1	10,6	1,9	6,8
Japon	6,7	—	6,7	412,7	38,3	1,6	17,6

La crise pétrolière d'octobre dernier a été rapidement suivie, sur le plan interne, par un fléchissement prononcé de la demande d'automobiles. Les ventes de voitures aux Etats-Unis se sont situées en mars 1974 à 21% au-dessous de leur niveau de septembre 1973 tandis que, pendant cette même période, la production de véhicules a reculé de 27%. En Allemagne fédérale, les immatriculations de voitures neuves et la production de véhicules de tourisme, en mars 1974, ont été inférieures respectivement de 29 et de 21% au niveau atteint une année auparavant, après avoir enregistré un recul encore plus marqué au cours des trois mois précédents. Les nouvelles immatriculations ont diminué de 18% en janvier et de 40% en mars au Japon, bien que la production ait été maintenue, dans un premier temps, en vue d'assurer la reconstitution des stocks des concessionnaires à l'étranger. Ces facteurs ont affecté à leur tour la demande de fournitures et de matières premières de l'industrie automobile, ainsi que le niveau de l'emploi dans les industries automobile et connexes. La demande dans d'autres secteurs où les prix des produits pétroliers et l'utilisation de l'automobile jouent un rôle important, tels la construction dans les zones non urbaines et le tourisme, a également été affectée dans certains pays.

Aux premiers stades de la crise pétrolière, on redoutait généralement une extension des effets déflationnistes. Il est certain que les particuliers, qui ont dû consacrer des sommes de plus en plus élevées aux achats de produits pétroliers depuis

l'automne dernier, malgré une réduction de la consommation, disposaient d'un montant de ressources plus faible pour les autres dépenses. Il convient cependant de noter que la réduction de la demande d'automobiles et de produits et services connexes compensera probablement une bonne partie de la perte de pouvoir d'achat réel due à la hausse des prix pétroliers. On peut s'attendre en outre que la demande bénéficie d'un certain nombre de stimulants. Il est d'abord possible que les particuliers réduisent la part consacrée à l'épargne; par ailleurs, les investissements dans les sources d'énergie nationales ont été considérablement encouragés. Dans le secteur extérieur également, les exportations vers les pays producteurs de pétrole pourraient connaître une forte expansion, même si ce mouvement risque d'être atténué quelque peu par la réduction des ventes aux pays qui se ressentent le plus, sur le plan des paiements, de la crise pétrolière.

La deuxième conséquence du relèvement du prix du pétrole a été l'accélération de l'inflation par les coûts. L'incidence directe sur l'indice des prix à la consommation a été de l'ordre de 2 à 3% dans la plupart des pays d'Europe, et de près de 4% au Japon. Aux Etats-Unis et au Canada, l'impact a été plus faible, étant donné que les sources d'énergie nationales, dont les prix ont pu être contenus dans une certaine mesure, occupent une place sensiblement plus grande. Quoi qu'il en soit, tous les pays subissent les répercussions de la hausse du coût de l'énergie nationale, que celle-ci provienne du pétrole ou d'autres sources et le renchérissement de l'énergie, qu'elle soit étrangère ou nationale, se traduira à son tour par un alourdissement des coûts de production dans une vaste gamme d'industries et de services. En outre, ces augmentations des prix et des coûts influent sur les demandes de relèvement des revenus nominaux.

L'incidence la plus significative de la flambée des prix pétroliers s'exercera sur la structure des paiements internationaux. En fait, un déséquilibre est maintenant apparu dans les balances des paiements courants à l'échelle internationale, d'une ampleur jamais enregistrée depuis l'immédiat après-guerre. Etant donné cependant que les importations de pétrole sont généralement payées quelque trois mois après que le pétrole est effectivement « extrait » dans les pays producteurs, le poids des premiers versements effectués sur la base des prix affichés à la fin de 1973 ne s'est pas fait sentir avant le mois d'avril 1974. On s'attend que, par suite de l'accroissement des revenus tirés par les pays producteurs de l'exportation de pétrole, leur excédent de paiements courants en 1974 dépasse sensiblement celui qui était dégagé précédemment par l'ensemble des pays développés. En contrepartie, il en résulte principalement que le groupe des pays développés devra faire face à un déficit de paiements courants d'une ampleur nettement supérieure à celle de l'excédent enregistré habituellement. En outre, un grand nombre de pays en voie de développement non producteurs de pétrole connaîtront une sévère dégradation de leurs comptes extérieurs courants.

S'il faut attendre plusieurs mois avant de pouvoir dresser un tableau d'ensemble du coût supplémentaire que devront payer globalement les pays importateurs – certaines estimations pour 1974 font état de \$60 milliards – quelques indications préliminaires sur son importance dans les différents pays se dégagent des chiffres déjà publiés. Au Japon, les importations globales de pétrole et de produits pétroliers ont dépassé

en mars 1974 de \$1,3 milliard, soit de 283%, le niveau atteint une année auparavant, l'accroissement de volume n'intervenant que très faiblement. De même, aux Etats-Unis, où le volume des importations de pétrole a diminué par suite de l'embargo des pays arabes, la valeur totale des achats de l'espèce en mars de cette année dépassait de \$1,2 milliard, soit de 220%, le niveau de l'année précédente.

Le caractère exceptionnel du nouveau déséquilibre des paiements ne tient pas seulement à son ampleur, mais également à sa nature. D'une part, les pays importateurs n'ont, à court terme, que des possibilités limitées de réduire la demande de pétrole ou d'accroître l'offre d'autres sources d'énergie. D'autre part, les Etats exportateurs, qui entraînent pour moins de 5% au total dans les importations mondiales l'année dernière, ne pourront pendant un certain temps dépenser sous forme d'achats à l'étranger qu'une fraction de leurs revenus supplémentaires. Il est donc évident que les mesures d'ajustement habituelles dont les différents pays disposent pour faire face aux difficultés de paiements ne peuvent pas s'appliquer aux importateurs de pétrole considérés dans leur ensemble. Ils devront, pour l'essentiel, s'accommoder de leurs déficits, en les finançant au moyen des réserves et de fonds empruntés. Si un grand nombre de pays essayaient, pour une raison ou pour une autre, de redresser leur balance des paiements courants en recourant à la dépréciation monétaire, à la déflation ou aux restrictions directes sur les importations, les conséquences pourraient être graves, tant pour le commerce que pour l'économie mondiale. Le Comité des Vingt a fait la même constatation en janvier 1974 lors de sa réunion à Rome et a souligné la nécessité pour les pays, dans les circonstances actuelles, de ne pas «adopter de politiques qui ne feraient qu'aggraver les problèmes des autres pays».

La plupart des pays dont la situation de la balance des paiements de base était saine avant le relèvement du prix du pétrole ne semblent guère exposés à de difficiles problèmes de financement en 1974. L'Italie et le Royaume-Uni, où la facture du pétrole vient amplifier des déficits déjà considérables, ont néanmoins annoncé leur intention de corriger les déficits non liés au pétrole. Début mai 1974, les autorités italiennes ont appliqué un système de cautionnement de 50% aux importations de marchandises autres que les matières premières et la plupart des biens d'équipement, à l'effet de réduire le déficit commercial par le biais d'une contraction de la liquidité interne. Plus tard dans le mois, le Danemark a relevé les taxes sur divers produits de consommation dans le but de comprimer les achats à l'étranger. On peut également penser que d'autres pays, en particulier dans le monde non industrialisé, n'auront guère d'autre choix que d'améliorer les autres compartiments de leur balance des paiements pour mieux supporter la charge des coûts supplémentaires du pétrole.

En ce qui concerne les pays exportateurs, on peut s'attendre que la plupart d'entre eux accumuleront, pendant l'année ou les deux années à venir, des avoirs extérieurs de caractère monétaire. Si une certaine partie de ces ressources sera sûrement placée directement dans les pays développés, tant sur les marchés financiers privés que sous forme de titres d'Etat à court terme, il apparaît vraisemblable qu'une fraction importante sera investie sur le marché des euro-devises. L'expérience acquise dans le passé par ces pays dans la gestion des réserves laisse entrevoir une telle évolution.

Si les pays importateurs de pétrole sont probablement appelés à financer une partie de leur déficit global par prélèvement sur leurs réserves, certains facteurs tendront à limiter ce type de financement. En premier lieu, la répartition des réserves dans le monde est inégale et ne correspond pas à celle des besoins de financement. En second lieu, la plupart des pays en déficit de paiements se rendent déjà compte que leurs réserves sont insuffisantes, et ils ne sont guère disposés à les entamer. Cette tendance est susceptible, dans les circonstances actuelles, d'être renforcée par l'utilité que présentent les réserves pour appuyer des demandes d'emprunt. En troisième lieu, les encaisses métalliques officielles qui, même évaluées au prix officiel actuel de l'or, représentent un quart du total des réserves monétaires, sont en fait bloquées à ce prix pour le moment. Un grand nombre des pays ayant à faire face à d'importants déficits pétroliers feront probablement appel, d'une façon ou d'une autre, aux capitaux étrangers pour équilibrer leurs comptes extérieurs.

Dans le monde industrialisé, plusieurs pays ont déjà été amenés de ce fait à prendre des mesures administratives en vue d'encourager les entrées de capitaux. En outre, certains gouvernements ont mis au point des arrangements spéciaux pour emprunter des montants substantiels sur le marché des euro-monnaies. En ce qui concerne les mesures administratives, la France et le Japon — dont les balances des paiements étaient déjà déficitaires — ont non seulement levé depuis la fin de l'année dernière les restrictions qui frappaient précédemment les entrées de capitaux, mais ils ont décidé par ailleurs d'encourager les emprunts effectués à l'extérieur par leurs résidents, tout en décourageant les prêts à des non-résidents. Au Royaume-Uni, il a été procédé à un resserrement de la réglementation du financement des investissements à l'étranger. Par ailleurs, les pays dont la situation des paiements est en ce moment fondamentalement forte, tels que la Belgique, l'Allemagne fédérale, les Pays-Bas et la Suisse, ont allégé les restrictions imposées aux entrées de fonds au début des années soixante-dix. En ce qui concerne les recours officiels au marché des euro-monnaies, le gouvernement français a décidé, en février 1974, d'emprunter \$1,5 milliard sur le marché de l'euro-dollar pour une durée de sept ans, tandis qu'en mars le gouvernement britannique a annoncé un emprunt de dix ans pour un montant de \$2,5 milliards. A noter également qu'au Royaume-Uni et en Italie des établissements du secteur public continuent de s'adresser au marché des euro-monnaies avec l'encouragement du gouvernement. L'ensemble des crédits collectés par des consortiums sur l'euro-marché pendant le premier trimestre de 1974 s'élève à \$13,8 milliards; la part de la France, de l'Italie et du Royaume-Uni représente près des deux tiers de ce montant et a presque entièrement été souscrite sous l'égide des pouvoirs publics.

Il est donc probable qu'une fraction importante des excédents enregistrés cette année par les pays exportateurs de pétrole pourra être réacheminée vers les pays importateurs par l'intermédiaire du marché des euro-monnaies. Etant donné que les pays emprunteurs devront probablement se procurer des ressources pour des périodes de plusieurs années, et que les pays exportateurs souhaitent sans doute maintenir leurs placements sous une forme assez liquide, on pourrait assister à un important phénomène de transformation d'échéances des fonds arrivant sur le marché, lors de leur acheminement du déposant initial à l'emprunteur final. Le marché pourrait donc être soumis à de fortes tensions en cas de déplacement brusque et de grande

envergure de dépôts d'une place financière à une autre ou d'une monnaie vers une autre.

Certes, les grandes banques de l'euro-marché ont l'habitude d'assurer leur position de liquidité, par exemple en fixant des limites au volume de leurs prêts à plus longue échéance par rapport aux dépôts à court terme et en mettant en place des facilités de crédit auprès des banques aux Etats-Unis. Il convient d'ajouter que le marché des euro-monnaies a toujours réussi dans le passé à se procurer les ressources dont il avait besoin. Si toutefois il est appelé à acheminer l'essentiel des moyens de financement des nouveaux déséquilibres de paiements, les autorités monétaires des pays dont les banques sont principalement concernées par ces opérations devront certainement surveiller son évolution avec un soin tout particulier.

L'autre grand marché susceptible de canaliser les fonds destinés au financement des déficits des pays importateurs de pétrole est celui des Etats-Unis. Depuis la fin du mois de janvier 1974, et cela pour la première fois depuis les premières années de la décennie 1960-69, l'accès des emprunteurs étrangers au marché des capitaux et au système bancaire des Etats-Unis est entièrement libre. L'importance du recours effectif au marché américain pour le financement des déficits de paiements des pays importateurs de pétrole dépendra en partie de la mesure dans laquelle les excédents des pays exportateurs seront investis aux Etats-Unis.

Tous les pays ne seront pas en mesure de s'adresser aux marchés internationaux pour financer leurs déficits de paiements, alors que d'autres ne pourront s'y procurer qu'une partie des fonds requis. On peut donc s'attendre à voir les pays en voie de développement notamment, ainsi que certains pays industrialisés, se tourner vers différents organismes internationaux de prêt. Les institutions principalement concernées par les projets de développement, telles que la B.I.R.D., peuvent apporter une aide dans ce domaine; un certain montant de ressources devrait également provenir des pays exportateurs de pétrole eux-mêmes. Il est possible que, pour certains pays, l'aide au développement constitue le type de financement le plus approprié, bien qu'on ne sache pas clairement dans quelle mesure les fonds peuvent être disponibles.

Le Fonds monétaire international peut également fournir des financements intérimaires par l'intermédiaire du compte général. Cette source de financement est néanmoins soumise à plusieurs limitations. En premier lieu, les tirages dans le cadre du Fonds sont généralement effectués sur des pays dont la balance des paiements est forte. Mis à part les Etats exportateurs de pétrole, peu de membres de cette organisation sont censés enregistrer des excédents de paiements; d'ailleurs, les tirages sur les pays pétroliers seraient limités du fait de la modicité de leurs quotes-parts. En second lieu, le Fonds n'est pas en mesure d'acheter des quantités illimitées de monnaies aux pays membres, aussi longtemps que son encaisse-or est gelée et que ses avoirs en D.T.S. ne représentent qu'un montant relativement faible. C'est pourquoi l'ouverture d'une facilité spéciale est à l'examen au F.M.I., dans le cadre de laquelle le Fonds pourrait emprunter des devises aux pays exportateurs de pétrole et les prêter en dehors des quotes-parts des différents membres — en vue de financer les déficits de paiements imputables à la hausse du prix du pétrole — et cela pour des périodes plus longues que celles qui s'appliquent aux tirages ordinaires. Etant donné que les discussions

sur ce chapitre se poursuivent actuellement, l'importance potentielle du système proposé n'apparaîtra clairement qu'à une date ultérieure.

Certains observateurs ont également noté que la nouvelle situation pétrolière pourrait accroître l'instabilité du marché des changes. La perspective d'enregistrer d'importants déficits de paiements par suite de la hausse du prix du pétrole a elle-même aggravé les incertitudes qui planent sur la balance des paiements, de sorte que les marchés des changes pourraient se ressentir de temps à autre des fluctuations de la confiance d'une monnaie à l'autre. L'accumulation de montants importants d'avoirs de change par les pays exportateurs favoriserait l'apparition de telles fluctuations, mais les autorités monétaires des pays considérés y décèleraient probablement de plus grands risques d'instabilité.

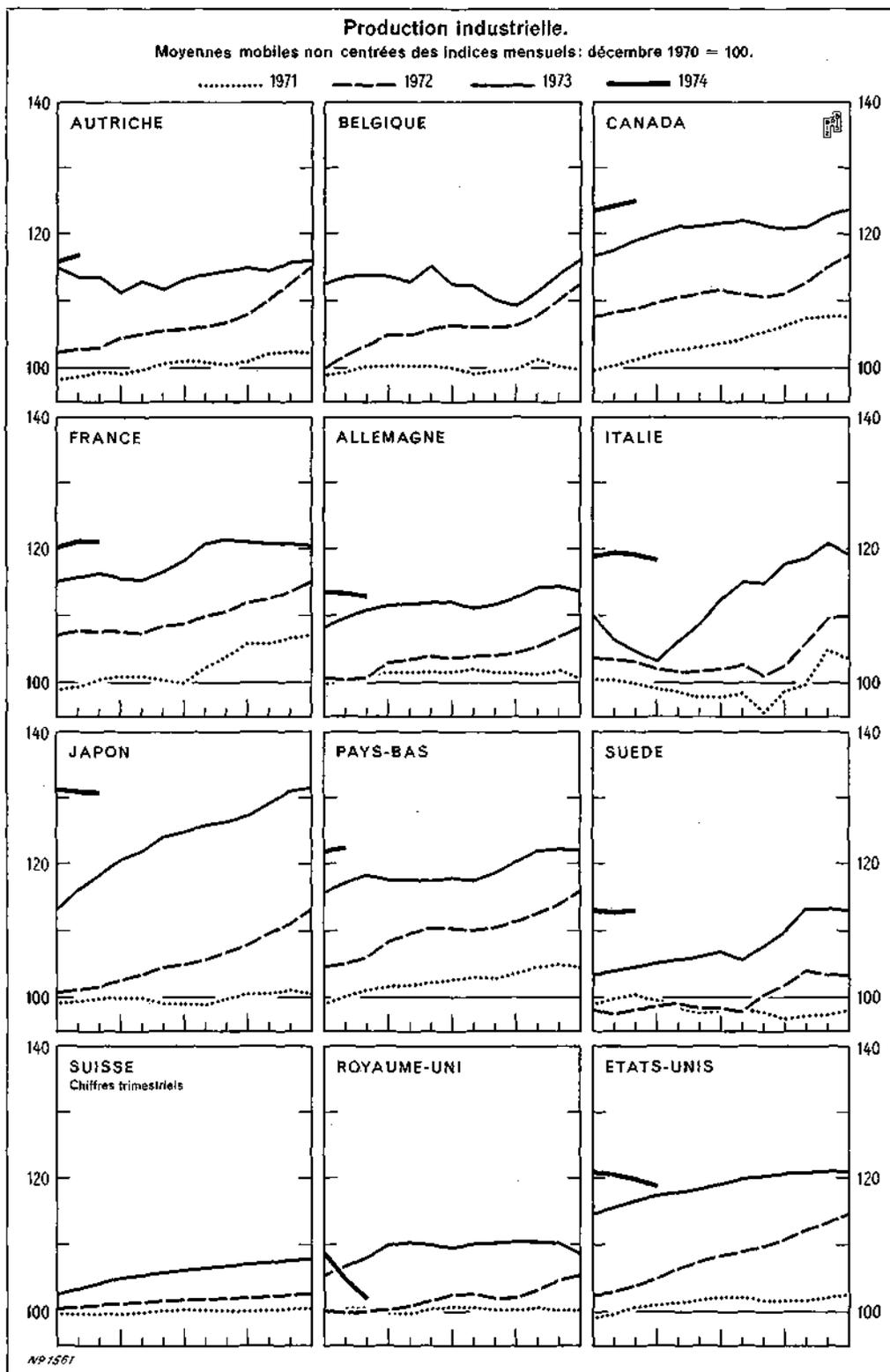
Il résulte des observations précédentes que les problèmes posés par les paiements en 1974 pourraient dans l'ensemble être maîtrisés, bien que certains pays soient susceptibles de rencontrer de sérieuses difficultés. Il convient cependant de noter que les conclusions tirées à ce stade sont en grande partie fondées sur des hypothèses, puisqu'en fait l'expérience acquise depuis que les conditions ont changé est encore limitée. C'est ainsi que le réacheminement d'un volume énorme de fonds par l'intermédiaire des établissements financiers du secteur privé peut se heurter à certaines limites, compte tenu des risques de crédit encourus et du gonflement des engagements de ce secteur envers un nombre de déposants relativement limité. Il serait encore bien plus hasardeux de vouloir porter son regard plus loin dans le futur. Cependant, il ne fait aucun doute que tous les efforts seront mis en œuvre pour développer de nouvelles sources de pétrole et d'autres formes d'énergie en vue d'apporter une solution efficace au problème des paiements.

Production et demande.

Au cours de l'année dernière, un important changement s'est produit dans la situation conjoncturelle de la demande et de la production: à la surchauffe a succédé une nette détente, sous l'influence de plusieurs facteurs, quelque peu différents selon les pays industriels.

Vers le milieu de 1973, bien avant le déclenchement de la crise du pétrole, la production dans les pays industriels est entrée dans une phase de croissance plus lente et plus désordonnée. Au début, ce ralentissement n'était pas attribuable aux mesures de resserrement monétaire et budgétaire. Certes, à l'exemple des États-Unis et de l'Allemagne, la plupart des pays s'orientaient progressivement vers une politique restrictive, qui mettait surtout l'accent sur le durcissement des conditions de crédit. Mais, dans nombre de cas, ces mesures n'ont commencé à donner des résultats que plus tard dans l'année; de plus, elles ont fait sentir leurs effets essentiellement dans certains secteurs, comme le logement et les biens de consommation durables.

Le trait le plus caractéristique de ce ralentissement a été plutôt le rôle important joué par les limitations physiques de la capacité productive et par les pénuries de matières premières et de main-d'œuvre spécialisée. Ces pressions sur les ressources étaient elles-mêmes la simple conséquence de l'intensité et de l'extension géographique



considérable du précédent boom de la demande globale. A partir de l'été 1972 environ, alors que le mouvement de reprise était déjà bien amorcé dans la plupart des pays, le rythme d'accroissement de la production s'est brusquement et vigoureusement accéléré. Au premier semestre de 1973, le taux d'expansion de la production en volume dans l'ensemble des pays industriels dépassait largement de plus de moitié le rythme de la tendance à long terme — alors que les marges de ressources inutilisées s'amenuisaient rapidement. De plus, au fil des mois, les quelques pays qui n'avaient pas suivi le mouvement — Italie, Pays-Bas et Suède — ont rattrapé une bonne partie de leur retard. Tandis qu'en 1972, sept pays seulement parmi ceux qui figurent au tableau (page 13) avaient enregistré une croissance du volume de la production supérieure à la moyenne à long terme, leur nombre est passé l'an dernier à treize. En résumé, vers le milieu de l'année 1973, les économies des pays industriels du monde occidental et du Japon étaient sur le point d'atteindre la limite de leur capacité, et de fortes pressions se faisaient sentir, notamment sur les marchés internationaux des matières premières. Les revenus nominaux continuaient d'augmenter presque aussi rapidement que précédemment, et la hausse des prix avait tendance à s'accélérer.

On ne peut dire encore quel sera le jugement définitif des analystes sur le rapport existant entre l'effondrement du système de parités fixes institué à Bretton Woods et le phénomène mondial d'extension et d'intensification de l'inflation. Il est en tout cas possible d'établir une relation directe entre la généralisation et l'accélération de l'expansion économique et les modifications apportées aux politiques de régulation de la demande après cet effondrement. A la suite de l'accord conclu à Washington en décembre 1971, la plupart des pays d'Europe occidentale et le Japon ont pris de nouvelles mesures énergiques de relance, en partie pour réduire le sous-emploi des capacités, provoqué par la politique restrictive mise en œuvre en 1969-70, mais aussi, dans certains cas, pour faciliter les ajustements des balances de paiements qu'impliquaient les précédentes modifications de parités. Au même moment les Etats-Unis, qui devaient pourtant, pour favoriser l'ajustement des comptes extérieurs, procéder prudemment au redressement de leur économie, étaient fortement désireux de réduire le chômage, et ils ont poursuivi une politique franchement expansionniste tout au long de 1972. Il convient également de signaler que certains pays dont la position extérieure était précaire ont estimé que l'adoption de taux de change flottants leur laissait les coudées plus franches pour pratiquer une politique d'encouragement de la croissance. Enfin, certaines autorités nationales n'ont manifestement pas assez tenu compte des politiques de relance adoptées ailleurs; dans le monde entier, les économies se sont ainsi acheminées en rangs serrés vers une expansion effrénée.

Les exportations ont été le moteur de la demande dans la plupart des pays, en raison notamment de la boulimie de biens et de services qui se manifestait à l'échelle mondiale à mesure que s'amenuisaient les sources nationales d'approvisionnement. Bien que les taux de change de leur monnaie aient évolué en sens opposé, les Etats-Unis et l'Allemagne fédérale ont tous deux enregistré, d'une année sur l'autre, une progression en volume de plus de 15% de leurs exportations de biens et services, et la demande étrangère est restée soutenue au début de 1974. Les autres pays ont fait état pour la plupart de gains de 10 à 15%. Grâce à la compétitivité accrue résultant du flottement de la livre sterling, les exportations britanniques ont connu une expansion marquée,

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	1962-71	4,9	4,4	5,1	5,8	2,7	9,0	10,3	4,6
	1972	3,4	4,4	1,9	0,8	13,5	7,8	8,2	3,0
	1973	3,1	4,4	0,5	0,6	0,3	16,4	10,0	5,3
Autriche . . .	1962-71	4,6	3,1	6,0	.	.	8,6	8,8	4,8
	1972	6,8	4,7	14,8	.	.	10,8	11,2	7,1
	1973	4,8	4,0	2,5	.	.	7,0	9,8	5,5
Belgique . . .	1962-71	4,3	5,8	4,1	5,2	0,8	9,1	8,2	4,8
	1972	5,9	7,2	4,9	2,5	14,0	6,9	7,5	5,4
	1973	5,8	4,7	7,2	.	.	9,6	10,8	5,7
Canada	1962-71	4,8	5,7	5,5	5,5	5,4	8,0	7,9	5,5
	1972	7,8	3,4	3,6	2,1	9,2	6,7	11,5	5,8
	1973	8,6	4,4	10,4	10,2	11,0	6,5	11,0	7,1
Danemark . . .	1962-71	4,2	7,2	6,5	6,3	7,2	7,0	7,5	4,7
	1972	3,0	7,2	2,5	.	.	7,9	3,4	4,6
	1973	5,0
Espagne	1962-71	6,3	5,9	9,2	10,2	1,1	12,8	13,2	6,8
	1972	6,7	8,6	15,0	17,2	3,1	11,0	18,5	7,8
	1973	6,8	6,0	15,5	16,5	7,6	14,0	17,5	8,0
Etats-Unis . . .	1962-71	4,4	3,4	4,3	5,2	1,9	6,3	8,5	4,1
	1972	6,2	4,6	9,8	7,3	18,2	7,0	11,5	6,1
	1973	5,1	1,2	6,1	8,6	1,4	19,9	4,3	5,9
Finlande	1962-71	4,4	5,8	3,2	2,8	4,9	6,8	7,2	4,7
	1972	7,4	5,7	6,5	3,6	15,3	15,3	4,1	7,1
	1973	6,0	4,3	4,2	4,6	3,0	4,0	12,7	5,4
France	1962-71	5,6	3,5	8,2	8,2	8,0	10,1	11,2	5,8
	1972	5,8	3,9	7,6	8,4	5,4	9,0	10,3	5,4
	1973	5,7	2,5	6,7	7,0	5,8	11,7	13,4	6,1
Italie	1962-71	5,6	3,8	3,3	3,2	3,5	10,9	10,1	4,9
	1972	3,3	4,6	0,4	0,2	1,9	11,6	13,1	3,1
	1973	6,2	3,3	9,9	11,5	5,3	5,3	11,9	5,9
Japon	1962-71	8,9	6,8	13,0	12,7	14,7	16,3	12,1	10,2
	1972	9,1	9,6	9,5	8,5	14,7	7,5	8,4	8,9
	1973	8,7	7,3	16,2	16,1	16,9	6,6	23,2	11,0
Norvège	1962-71	4,1	6,1	5,0	4,6	7,4	7,3	7,4	4,8
	1972	2,3	5,1	4,6	7,2	7,8	13,9	0,0	4,3
	1973	1,9	5,9	14,6	17,2	3,6	8,1	15,6	3,6
Pays-Bas	1962-71	6,0	3,5	6,3	6,1	7,4	9,6	9,7	5,5
	1972	3,3	1,6	1,3	6,0	15,6	8,8	3,7	4,5
	1973	2,4	1,2	4,6	5,4	2,2	14,1	11,7	5,2
Royaume-Uni . .	1962-71	2,4	2,1	3,7	3,8	2,9	5,1	4,5	2,4
	1972	5,9	3,9	1,7	0,9	5,6	3,8	10,2	2,3
	1973	4,5	3,7	4,3	4,4	4,1	9,0	10,2	6,0
Suède	1962-71	3,2	5,5	4,1	4,2	3,9	7,7	6,9	3,9
	1972	2,5	1,4	5,5	6,3	2,7	6,0	5,2	2,5
	1973	2,3	2,7	1,4	0,5	4,5	15,1	7,9	2,9
Suisse	1962-71	4,5	3,7	5,1	5,7	3,4	7,3	7,7	4,1
	1972	6,7	4,5	7,7	5,0	16,3	5,7	6,5	5,8
	1973	4,5	4,3	3,0	2,9	3,2	6,1	5,9	4,3

mais ce mouvement semble s'être arrêté à l'automne, en raison des limitations de capacité qui se sont fait jour. Les exportations japonaises et italiennes se sont en revanche fortement développées au second semestre, et celles de plusieurs autres pays ont fait un bond en avant pendant les mois d'automne et d'hiver.

Dans la plupart des pays, les investissements en installations et équipement industriels ont constitué un autre élément dynamique de la demande. Ils se sont assez fortement accélérés au Canada, en Italie, au Japon, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni en 1973, tandis qu'aux Etats-Unis, en France et en Espagne leur progression s'est maintenue à une cadence élevée. Dans certains pays, notamment en Italie, aux Pays-Bas et en Suède, le niveau nettement insuffisant des investissements ces dernières années a conduit les autorités à poursuivre en 1973 une politique monétaire relativement libérale. En Allemagne fédérale et en Suisse en revanche, où la situation monétaire était très tendue, les dépenses en capital fixe des entreprises industrielles n'ont marqué qu'une légère avance. Dans la plupart des pays, le dynamisme des investissements s'explique par le taux élevé d'utilisation des capacités et par la vigueur des autres composantes de la demande. De nombreux secteurs industriels, surpris par la rapidité de la reprise, n'ont pu faire face aux sollicitations massives adressées à leur potentiel de production. La limitation de leurs capacités disponibles traduit d'une part la faiblesse relative des investissements effectués ces dernières années, d'autre part la préférence accordée, du fait de l'augmentation rapide des salaires, aux équipements économisant de la main-d'œuvre plutôt qu'aux projets d'extension des capacités.

L'activité du secteur du logement, qui avait été l'un des facteurs les plus dynamiques de la demande en 1972, a diversement évolué l'an dernier. Aux Etats-Unis, malgré les efforts des autorités pour atténuer l'incidence du resserrement du crédit, ce secteur a été durement touché et, au Royaume-Uni également, la construction à usage d'habitation a fléchi au second semestre. Aux Pays-Bas et dans les pays scandinaves, le recul de la construction résidentielle a été manifestement dû en grande partie à l'excédent temporaire de l'offre. Le ralentissement observé en Allemagne fédérale et en Suisse s'explique principalement par le resserrement du crédit, mais on constate aussi dans ces pays un meilleur ajustement de l'offre à la demande. L'activité du bâtiment a continué de se développer fortement au Canada, où les ressources du crédit hypothécaire sont restées abondantes, ainsi qu'au Japon, où il existe une forte demande sous-jacente. En Belgique, l'essor de l'activité dans ce secteur s'est poursuivi avant de s'infléchir légèrement au cours de l'hiver dernier, tandis qu'en Espagne la construction de logements s'est même accélérée.

Si les dépenses de consommation ont été, en 1973, une composante moins active de la demande que dans la période précédente de la reprise, elles ont maintenu dans la plupart des pays un rythme d'accroissement à peu près égal, voire supérieur, à celui de la tendance à long terme. Les principales exceptions ont été l'Allemagne et les Pays-Bas, où l'épargne des particuliers semble s'être accrue pour des motifs de précaution, et la Suède, où les salaires réels ont peu augmenté. Le grignotage des gains salariaux réels par la hausse accélérée des prix de détail, en particulier à partir de juillet 1973, a contribué à un ralentissement de la consommation dans nombre de pays, notamment aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, au Japon, en Suisse et en Autriche.

La forte expansion de la consommation notée au Canada, malgré le faible relèvement des salaires réels, a été attribuable en majeure partie à l'amélioration des revenus agricoles, à la réduction de l'impôt sur le revenu des particuliers et à la majoration des paiements de transfert du secteur public. En Italie, une augmentation massive des salaires, bien supérieure à l'accélération de la hausse des prix de détail, a donné une vive impulsion à la consommation. En Belgique, en France et au Royaume-Uni, on s'est efforcé de restreindre le crédit à la consommation. Depuis l'automne dernier, la structure de la consommation a été sensiblement affectée par la crise du pétrole, dont l'incidence immédiate s'est surtout manifestée par une réduction des ventes d'automobiles et par un affaiblissement de la demande dans un grand nombre de secteurs connexes de celui de l'énergie.

Nombre de pays ont cherché l'an dernier, dans le cadre d'une politique de stabilisation, à freiner l'expansion des dépenses publiques. Ces efforts n'ont pas donné beaucoup de résultats, même si le rythme de progression de la consommation publique aux Etats-Unis, en France et en Belgique a marqué un sensible ralentissement. Au Japon, et à un degré moindre au Royaume-Uni et en Suisse, la cadence d'augmentation de ces dépenses a été supérieure à la tendance à long terme. Pour le Japon, cette accélération a résulté de la mise en œuvre de projets conçus précédemment, qui prévoyaient le transfert à des emplois internes de ressources destinées à l'origine à des emplois externes - il a d'ailleurs fallu inverser ce processus au cours de l'année, l'inflation gagnant du terrain et la balance des paiements devenant déficitaire. Au Royaume-Uni, la priorité fut donnée aux objectifs de croissance globale pendant la majeure partie de 1973 mais, en automne, le renforcement des tensions économiques a obligé les pouvoirs publics à réduire leur programme de dépenses. En Italie, les dépenses de consommation du secteur public ont progressé plus lentement en 1973, mais les dépenses d'investissement et les paiements de transfert ont été fortement accrus, en application des plans de relance de l'économie adoptés précédemment. Aux Pays-Bas et en Suède, où l'activité est restée inférieure aux possibilités de production, la consommation publique n'a également enregistré qu'une lente progression. Aux Pays-Bas, cette modération traduisait l'effort persistant de freinage de la croissance du secteur public, alors qu'en Suède elle était plutôt un effet indirect du marasme du secteur du logement, qui s'est traduit par un recul des dépenses des collectivités locales.

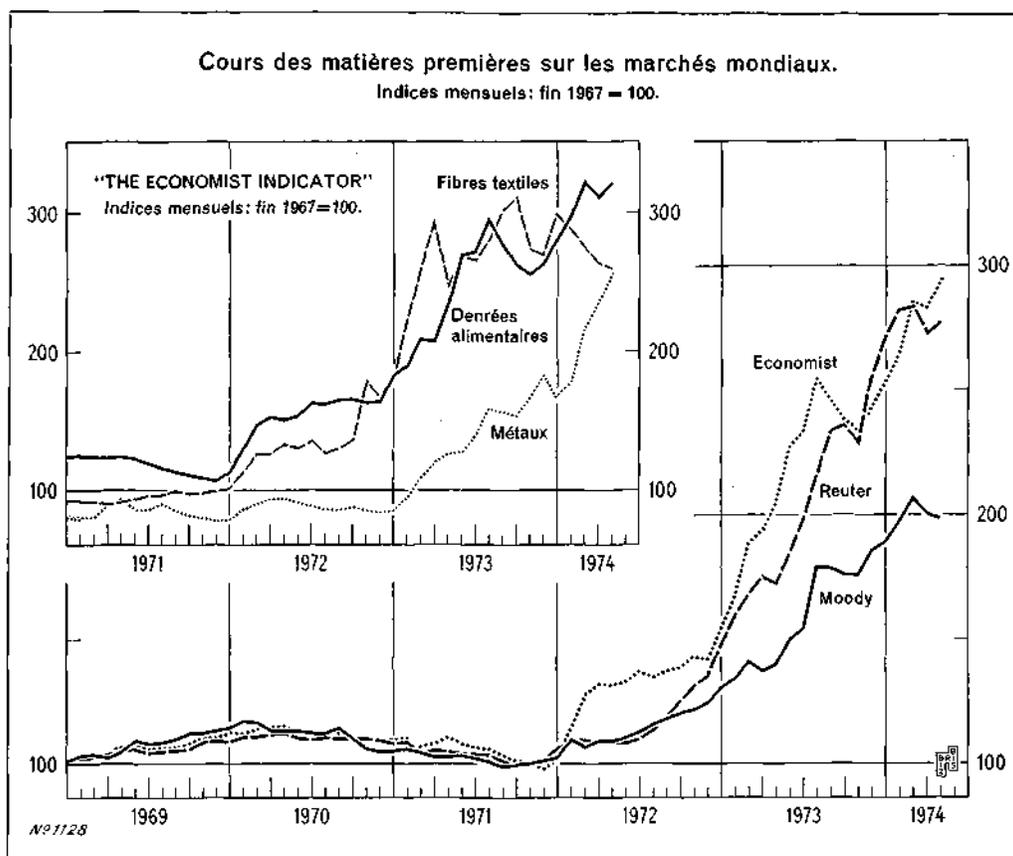
Si le volume des importations de biens et services a été influencé en grande partie par les ajustements effectifs des taux de change, l'importance relative de la pression de la demande interne sur les prix a également joué un certain rôle. Aux Etats-Unis, la croissance des importations s'est fortement ralentie, tandis qu'au Royaume-Uni et au Canada, elle s'est maintenue à peu près au même rythme malgré une progression beaucoup plus vive qu'en 1972 de la production en termes réels. En Allemagne fédérale et en Suède, leur accélération par rapport à la production réelle tient peut-être en partie au fait que l'essor des exportations a été encore plus rapide. Les cas les plus marqués d'emballement des importations ont été le Japon et les Pays-Bas, en raison principalement de la reconstitution des stocks. Dans la plupart des pays, les achats à l'étranger ont eu tendance à s'accélérer vers la fin de 1973 et le début de 1974. Ce mouvement s'explique probablement par la nécessité de reconstituer les stocks, tombés à des niveaux assez bas dans de nombreux pays.

Jusqu'au printemps de 1974, l'incidence déflationniste de la hausse des prix du pétrole, qui avait été tant annoncée, est restée plus une crainte qu'une réalité. Malgré la baisse de la demande dans certains secteurs, le pessimisme manifesté tout d'abord par les milieux d'affaires s'est progressivement atténué, particulièrement après la levée de l'embargo sur le pétrole, et les perspectives de reprise de la croissance dans le courant de l'année 1974 se sont améliorées. La hausse du coût de l'énergie a entraîné toutefois des modifications de structure dans la demande, la production et les investissements, qui ne produiront leurs effets qu'au bout d'un certain temps. Ainsi, s'il est admis que la hausse des prix se traduira par une contraction des revenus réels et, par conséquent, des dépenses, on peut considérer que, pour le moment, ces effets sont plutôt de nature désinflationniste que déflationniste. Aussi les autorités de la plupart des pays ont-elles maintenu l'orientation restrictive de leur politique budgétaire et monétaire, dans l'espoir de réduire le taux d'inflation au second semestre de l'année.

L'accélération de l'inflation.

Le processus inflationniste, qui affecte maintenant de plus en plus gravement les pays industriels du monde occidental et le Japon, a pris naissance au milieu des années 1960-69. Les efforts entrepris vers la fin de cette décennie en vue d'atténuer les pressions de la demande ont provoqué un fléchissement du taux de croissance économique en 1970-71, sans parvenir pour autant à freiner de façon sensible la course salaires/prix. Par la suite, l'effondrement du système or-dollar a engendré de nouvelles impulsions inflationnistes. Le dollar des Etats-Unis a été déclaré inconvertible, puis dévalué à deux reprises dans le cadre d'un réajustement général des taux de change, les parités fixes ont cédé le pas à un régime de taux flottants, tandis que l'adoption de politiques expansionnistes dans tous les pays hâtait l'apparition d'un état de surchauffe de dimension mondiale. C'est ainsi qu'à l'expansion de la demande sur les marchés internationaux des matières premières sont venues s'ajouter des considérations de couverture et de spéculation, reflétant l'érosion de la confiance dans le papier-monnaie. Les cours des matières premières, qui étaient déjà montés en flèche depuis le milieu de 1972, se sont hissés à un niveau encore plus élevé par suite du quadruplement du prix du pétrole à la fin de 1973 et au début de 1974. La plupart des pays s'attendent, en 1974, à une augmentation des prix intérieurs plus forte que celle de l'an passé.

L'accentuation du rythme de l'inflation au cours de l'année écoulée a été due, une fois de plus, principalement aux cours des matières premières dont le renchérissement sur les marchés mondiaux a été sensiblement plus prononcé qu'en 1972. De décembre 1972 à décembre 1973, l'indice Moody des prix exprimés en dollars s'est accru de 46%, tandis que l'indice Reuter, qui recouvre l'évolution des prix en sterling d'un assortiment quelque peu différent de matières premières, a progressé de 88%. Les écarts entre les résultats que font apparaître les deux indices ne sont guère dus aux modifications du taux de change livre/dollar; ils résultent plutôt de la pondération dont a été affecté tel ou tel produit, et de l'incidence du contrôle des prix aux Etats-Unis. L'indice de l'Economist, établi sur un ensemble plus vaste de matières premières, a augmenté de 65% en termes de dollars pendant la même période. Quoi



qu'il en soit, le mouvement de hausse a été énorme et n'a fait apparaître que de légers signes d'atténuation pendant les premiers mois de 1974. De janvier à avril 1974, les trois indices – dont aucun ne tient compte du pétrole ni de l'or – ont progressé respectivement de 5,5, 2,2 et 15,8%.

Au cours de 1973 et au début de 1974, la flambée des cours s'est étendue à un nombre croissant de matières premières. Le renchérissement de la plupart des denrées alimentaires et des produits agricoles – qui avaient remporté la palme dans ce domaine en 1972 – s'est poursuivi à vive allure après avoir marqué une pause en été. Le cacao, le blé, le maïs, le sucre, les graisses et huiles comestibles, la laine et le coton ont connu des hausses particulièrement vives; au printemps de 1974, les cours du coton et de la laine se sont toutefois situés nettement au-dessous des niveaux records de 1973, tandis que ceux de la viande, du blé et du maïs n'avaient pratiquement pas varié par rapport à la fin décembre 1973. Depuis le début de 1973 on assiste, pour la première fois, à une accélération des cours des matières premières à usage industriel, en particulier de ceux des métaux non ferreux et du caoutchouc. On constate par ailleurs une ascension considérable du prix de divers produits de base non retenus dans les indices mondiaux des matières premières, tels que le bois d'œuvre, la pâte à papier et les produits pétroliers, la hausse de ces derniers ayant été amorcée bien avant le relèvement brutal des prix affichés du pétrole en automne.

Variation des cours mondiaux des matières premières.¹

Matières premières	Variation de cours en % de ²					
	décembre 1971 à décembre 1972		décembre 1972 à décembre 1973		décembre 1973 à avril 1974	
	en £	en \$	en £	en \$	en £	en \$
Café	+ 20	+ 12	+ 14	+ 13	+ 23	+ 27
Cacao	+ 66	+ 54	+ 81	+ 79	+ 81	+ 87
Thé	+ 1	- 6	+ 7	+ 6	+ 32	+ 36
Sucre	+ 62	+ 50	+ 42	+ 40	+ 70	+ 76
Blé	+ 50	+ 39	+ 120	+ 118	+ 2	+ 5
Mais	+ 39	+ 29	+ 95	+ 92	- 5	- 2
Boeuf	+ 27	+ 18	+ 31	+ 29	+ 3	+ 7
Agneau	+ 33	+ 24	+ 57	+ 55	- 13	- 10
Graines de soja	+ 19	+ 10	+ 81	+ 79	- 14	- 12
Huile d'arachide	+ 19	+ 10	+ 75	+ 73	+ 39	+ 44
Laine	+ 140	+ 123	+ 58	+ 57	- 19	- 16
Coton	+ 9	+ 1	+ 120	+ 118	- 18	- 15
Caoutchouc	+ 46	+ 35	+ 143	+ 140	- 20	- 18
Bois tendre	+ 13	+ 5	+ 111	+ 109	+ 6	+ 9
Pâte à papier	- 6	- 12	+ 30	+ 28	+ 17	+ 21
Papier-Journal	+ 4	- 3	+ 25	+ 23	+ 22	+ 25
Aluminium	- 11	- 17	+ 19	+ 17	+ 16	+ 20
Cuivre	+ 7	- 1	+ 118	+ 115	+ 32	+ 36
Pfomb	+ 44	+ 34	+ 95	+ 93	+ 14	+ 18
Nickel	+ 15	+ 7	- 1	- 2	+ 12	+ 15
Etain	+ 12	+ 4	+ 76	+ 74	+ 37	+ 41
Argent	+ 53	+ 42	+ 60	+ 58	+ 54	+ 59
Mineral de fer	- 3	- 10	+ 16	+ 15	+ 10	+ 13
Ferraille ³	+ 42	+ 32	+ 59	+ 57	+ 37	+ 41
Pétrole brut (léger)	+ 21	+ 12	+ 106	+ 104	+ 128	+ 135

¹ Cours cotés en fin de période au Royaume-Uni. ² L'écart entre les variations des cours exprimés en livres et ceux libellés en dollars reflète l'évolution du cours de change de la livre sterling par rapport au dollar. ³ Cours cotés aux Etats-Unis.

Du point de vue de l'offre, les capacités globales de production ont été en général soumises à des tensions très vives. En ce qui concerne les denrées alimentaires et les matières premières agricoles, la situation des approvisionnements s'est améliorée l'an dernier par suite de conditions climatiques plus favorables et de mesures prises par les pouvoirs publics pour encourager la production, mais les prix ont continué à se ressentir des séquelles des mauvaises récoltes de 1972. Il est en outre clairement apparu que l'utilisation du potentiel disponible dans les industries produisant d'autres matériaux de base a atteint partout un niveau exceptionnellement élevé, en raison non seulement de la forte pression de la demande, mais également de l'extension nettement insuffisante des capacités de production au cours des dernières années. C'est ainsi qu'aux Etats-Unis, le manque de capacités productives a été en partie à l'origine de la pénurie de produits tels que l'acier, le bois d'œuvre et le pétrole qui étaient également très demandés à l'étranger. Par ailleurs, la production a encore subi de sérieuses perturbations dans certains cas: répercussions des grèves sur la production de cuivre au Chili ou de zinc en Amérique du Nord, incidence des inondations sur la récolte de coton au Pakistan. La crise de l'énergie a fait planer des menaces à la fois

directes et indirectes sur la production et les prix; ainsi les cours du caoutchouc ont commencé à se tendre lorsque les produits synthétiques sont devenus plus chers et plus rares.

S'il est vrai que l'apparition du boom mondial des matières premières devrait donner lieu au fond à un «*mea culpa*» collectif, son incidence sur les balances des paiements a été très différente d'un pays à l'autre. De surcroît, si l'on considère l'impact sur l'inflation interne, les écarts d'intensité ont été accentués par les mouvements relatifs des taux de change. C'est ainsi que la forte dépréciation effective en 1973 de la monnaie du Royaume-Uni et de l'Italie, pays largement tributaires des importations, explique en partie la progression de 40% environ de la valeur unitaire de leurs achats à l'étranger. De plus, comme les termes de l'échange du Royaume-Uni se sont détériorés de 16% et ceux de l'Italie de 10%, on pouvait s'attendre à de nouvelles répercussions inflationnistes du fait de l'érosion du revenu réel qui en est résultée. Si les prix moyens à l'importation ont progressé de plus de 25% aux Etats-Unis, un accroissement presque aussi rapide des prix à l'exportation a permis de limiter à 3% la détérioration des termes de l'échange. Dans ce cas, l'inflation interne a été sensiblement renforcée par la hausse des prix à l'importation et par la montée des prix à l'exportation. En Allemagne fédérale, aux Pays-Bas et en Suisse, qui ont tous trois réévalué leur monnaie, la valeur moyenne des achats à l'étranger ne s'est accrue que de 9 à 12% alors qu'au Japon — fortement dépendant des importations de matières premières — elle a progressé de 22%. Le cas du Canada, grand producteur de matières premières, est encore différent; la valeur moyenne des exportations ayant augmenté de 24%, l'amélioration des termes de l'échange s'est chiffrée à près de 8%.

En résumé, on peut dire que les prix à l'importation ont augmenté bien plus que les prix à la consommation et qu'ils ont probablement contribué pour une bonne part à l'inflation générale dans les différents pays industriels. Il est à remarquer par ailleurs que les valeurs unitaires des exportations ont fortement progressé elles aussi, y compris celles des produits manufacturés et, à nouveau dans la plupart des cas, à une cadence sensiblement plus rapide que les prix de détail. Les principales exceptions sont l'Allemagne fédérale et la Suisse, où les exportateurs ont dû contenir la hausse des prix exprimés en monnaie nationale du fait de la forte appréciation de celle-ci. Il est probable que les acheteurs qui, compte tenu de la vigueur générale de la demande, ont été contraints de se tourner vers les produits importés en raison des limitations de capacités de production nationales, étaient prêts à payer des prix considérablement plus élevés; du côté de l'offre, comme beaucoup de pays appliquaient, d'une façon ou d'une autre, un système de surveillance ou de contrôle des prix à la consommation interne, les entreprises ont profité de l'occasion pour relever les prix des produits exportés. Etant donné que le secteur des échanges avec l'extérieur prend dans la plupart des pays une importance très grande qui s'accroît par rapport au secteur interne, la hausse des prix s'est ainsi diffusée par l'intermédiaire du commerce international.

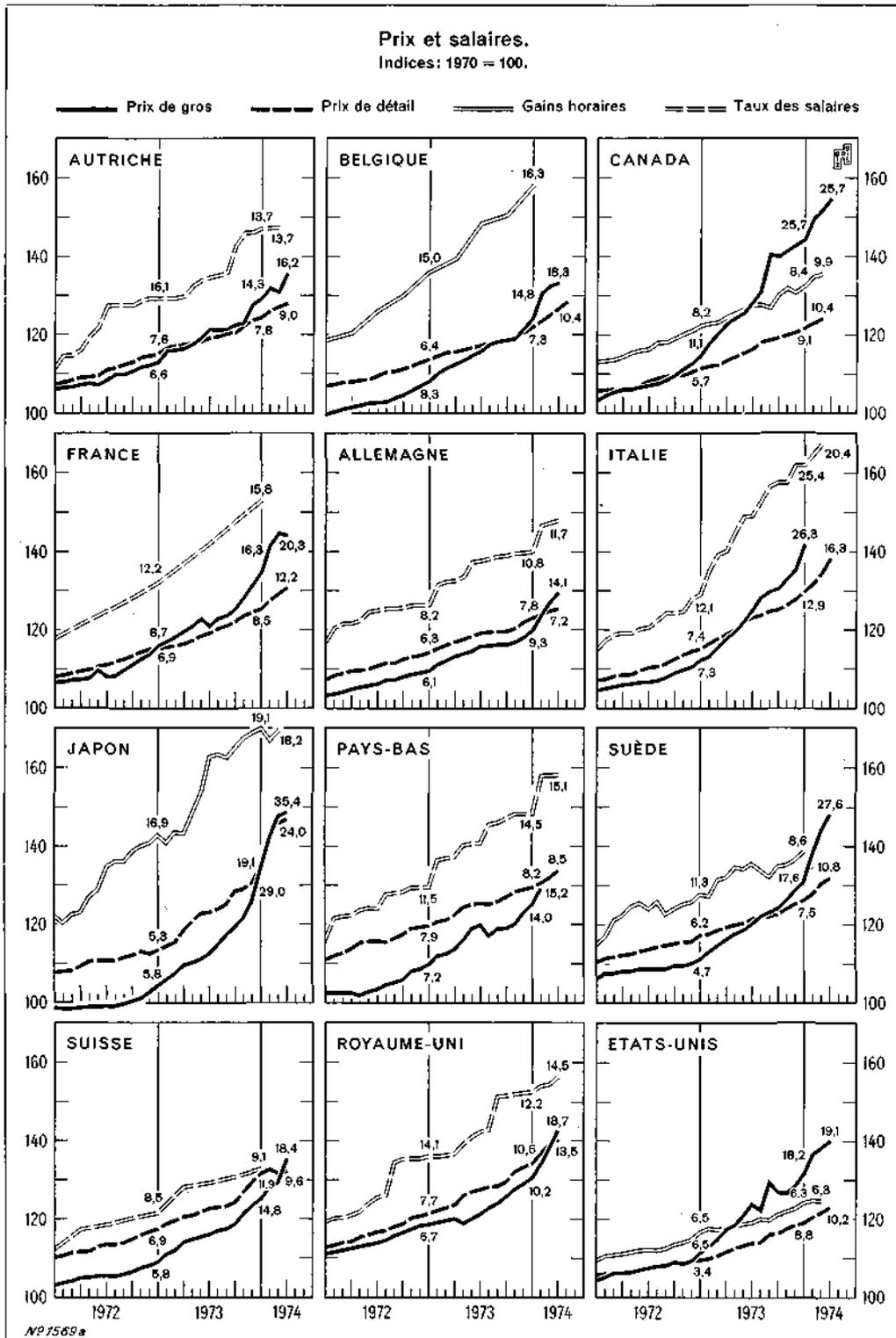
Les prix de gros, dont la hausse avait commencé à s'accélérer en 1973, sont montés en flèche à la fin de l'année et au début de 1974; en partie sous l'effet du relèvement des prix pétroliers. Au Japon, l'indice de ces prix s'est établi au printemps de 1974 à 35% au-dessus du niveau atteint une année auparavant; viennent

ensuite les Etats-Unis, le Canada, la France, l'Italie et la Suède, où la progression s'échelonne entre 20 et 30%. Dans tous ces pays, la hausse des prix de gros a sensiblement été plus forte que celle des prix de détail. Dans la plupart des autres pays, qui ont enregistré des augmentations variant entre environ 15 et 20%, le rythme de progression est resté plus proche de celui des prix de détail jusqu'à la fin de l'année, c'est-à-dire jusqu'à la flambée des prix du pétrole. Les variations des différentes composantes de l'indice des prix de gros ont généralement reflété la physionomie des marchés mondiaux des matières premières.

En ce qui concerne les prix de détail, les résultats obtenus par les différents pays ont été moins uniformes, du fait en partie que l'incidence du relèvement des prix pétroliers a été différente d'un pays à l'autre. Au printemps de 1974 la hausse, sur douze mois, s'est située dans la plupart des pays entre 8 et 16%, contre près de 6 à 8% en 1972. Le taux d'accroissement dépasse 24% au Japon. Etant donné que la montée des prix de gros a été plus rapide dans la majorité des pays, on peut penser qu'une dose importante d'inflation ne s'est pas encore répercutée au niveau des prix de détail. Si l'on examine les différentes composantes de l'indice, les prix des denrées alimentaires ont continué de s'accroître fortement dans un certain nombre de pays, notamment aux Etats-Unis, au Canada et au Japon et également avec un certain retard — du fait de l'application de contrôles — en France et en Italie. Il reste que l'accélération de la hausse des prix de détail a été généralement provoquée par la montée des prix des produits autres que les denrées alimentaires, en particulier dans le secteur de l'énergie et, dans certains cas également, dans celui des services.

Comme on pouvait s'y attendre, les taux de salaires et les rémunérations ont progressé dans la plupart des pays à un rythme plus rapide que l'année précédente, même si dans certains cas les gains de productivité ont permis d'atténuer l'incidence sur les prix. Parmi les pays continentaux d'Europe occidentale, l'accélération a été assez marquée en Allemagne fédérale, en France et aux Pays-Bas, et très forte en Italie. Au Royaume-Uni, en Suède, en Suisse et au Japon, les salaires ont progressé à peu près au même rythme que les prix de détail. Aux Etats-Unis, la modération des rémunérations a été assez exceptionnelle comparée aux autres pays, puisque ces dernières ont augmenté de moins de 6½% pendant l'année; les contrats de salaires conclus récemment prévoient cependant des hausses de plus de 10%.

Au cours de ces dernières années, les autorités nationales se sont orientées de plus en plus vers l'action directe dans le domaine des revenus pour combattre l'inflation des prix et des salaires. Ces initiatives s'expliquent en partie par le désenchantement croissant né du recours exclusif aux politiques de restriction de la demande, qui se sont trop souvent traduites, à ce qu'il semble, par un ralentissement de la production et de la productivité, sans entraîner pour autant une décélération sensible de l'inflation par les coûts. Les résultats de ces efforts ont été assez mitigés, ne serait-ce que parce qu'une des conditions primordiales de leur succès — l'absence de pression excessive de la demande — a souvent fait défaut. Ce succès limité a néanmoins servi à démontrer l'utilité de la politique des revenus dans certaines conditions et pour des périodes déterminées. On peut donc s'attendre à voir les autorités poursuivre d'une façon ou d'une autre leur action en vue de diriger l'évolution des revenus.



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

Une fois encore, ce sont les Etats-Unis et le Royaume-Uni qui ont appliqué l'an passé la politique des prix et des revenus la plus largement conçue. D'autres pays ont adopté des mesures réglementaires portant essentiellement sur les prix, les marges bénéficiaires et les loyers; dans certains cas, les pouvoirs publics ont cependant essayé, officiellement ou non, de peser sur le résultat des négociations salariales dans les secteurs-clés. Dans deux pays importants, l'Allemagne fédérale et le Japon, les autorités ont néanmoins préféré exercer une forte action sur la demande plutôt que de recourir à des mesures plus directes affectant les salaires et les prix.

Le programme américain de stabilisation est entré dans une troisième – et censément dernière – phase en janvier 1973, lorsque les autorités décidèrent d'en libéraliser certains aspects et firent dépendre son application en grande partie de l'auto-discipline. Sont restés en vigueur la norme de 6,2% fixée à la progression annuelle des salaires et des avantages complémentaires, l'objectif de 2½% assigné aux majorations de prix et le plafond de 4% appliqué au relèvement des dividendes. Cette décision, assez surprenante, a contribué à affaiblir la confiance à l'intérieur et à l'étranger. En même temps, la tendance ascendante des prix de détail, qui s'était maintenue à un taux annuel de 3,2% seulement pendant les deux premières phases du programme de contrôle, a marqué une brusque accélération.

Au cours des mois suivants, le renchérissement des cours mondiaux des matières premières et la forte dépréciation du dollar ont donné une nouvelle impulsion à l'inflation interne. Au début du mois de mai, il a été jugé nécessaire de réintroduire une procédure obligatoire de notification anticipée des relèvements de barèmes et, à la mi-juin, les prix ont été bloqués pour deux mois en attendant la mise au point de nouvelles dispositions réglementaires pour une quatrième phase de contrôle. Cette réglementation prévoyait la possibilité de répercuter l'augmentation des coûts sur les prix dans la mesure nécessaire pour maintenir les marges bénéficiaires en valeur absolue, mais non en pourcentage. La nouvelle phase, entrée en vigueur à l'expiration de la période de blocage, devait durer jusqu'à la fin du mois d'avril 1974. En fait, les autorités ont procédé à des levées sectorielles des contrôles, en contrepartie d'engagements volontaires contractés par les chefs d'entreprise en ce qui concerne l'évolution ultérieure des prix. Pendant les premiers mois de 1974, le démantèlement du programme de contrôle s'est accéléré, de sorte que son abandon officiel, à la fin avril, est pratiquement passé inaperçu.

L'efficacité du plan de stabilisation des Etats-Unis a été un sujet très controversé. Le nouveau blocage a notamment conduit à un grand nombre de distorsions, et l'alourdissement considérable des charges pendant l'année écoulée a inévitablement dû être répercuté sur les prix. A la fin du mois d'avril 1974, les prix de détail se situaient à 10% environ au-dessus du niveau atteint une année auparavant. En ce qui concerne les salaires, la progression régulière et plus modérée (6 à 7%) des gains horaires, qui a caractérisé l'ensemble de la période de contrôle depuis août 1971, témoigne de la forte modération des salariés. Le mérite en revient certainement en partie à l'application des normes et à l'efficacité avec laquelle les autorités responsables du programme de contrôle ont su faire admettre celles-ci lors de négociations salariales.

La politique appliquée au Royaume-Uni est remarquable en ce sens qu'elle a mis au moins autant l'accent sur le contrôle des revenus que sur celui des prix. La seconde phase du programme britannique, qui a démarré en avril 1973, comportait des limitations réglementaires prévoyant un relèvement maximum de près de 8% par an des taux de salaires, une hausse des prix juste suffisante pour couvrir l'augmentation des coûts (mais non pas la totalité de l'accroissement des charges salariales) et le maintien des bénéficiaires sensiblement au même niveau que ces dernières années. Cette phase a été relativement couronnée de succès, bien que les prix aient continué à monter sous l'effet du vif renchérissement des importations. Comme prévu, une troisième phase, plus souple, a pris le relais au début du mois de novembre; elle fixe de nouveaux critères permettant de stipuler des augmentations moyennes de salaires de plus de 10% dans les conventions collectives. En outre, un système d'indexation prévoit des versements complémentaires dans le cas où l'indice des prix de détail monterait de 7% ou plus pendant une période de douze mois. Les derniers espoirs d'atteindre le degré de modération ainsi envisagé se sont évanouis vers la fin de l'année à la suite de la hausse des prix du pétrole.

En janvier 1974, le Conseil des salaires a publié une étude comparée des salaires. Dans l'intérêt de la politique des revenus à plus long terme, il était indispensable d'examiner les mécanismes et les directives susceptibles de modifier la structure relative des salaires entre les différents groupes d'industries et de salariés; on considérait d'autre part que ce rapport devait permettre de mettre fin à la grève des mineurs. Ce conflit a été réglé au prix de larges concessions — les rémunérations des mineurs ont été relevées de 29% en moyenne — peu après l'entrée en fonction du nouveau gouvernement en mars. L'inconvénient de la thèse de la «relativité» des salaires est de conduire apparemment à de nouveaux ajustements en hausse des rémunérations sans qu'il soit tenu compte, dans la comparaison, des éléments de compensation négatifs. Sous cette forme, pareille conception ne peut qu'aggraver les problèmes actuels de l'inflation si l'on ne procède pas à une réduction sensible de la norme de base. Entre-temps, le nouveau gouvernement a accordé une attention accrue à la lutte contre la hausse des prix; à cette fin, il a été décidé en mars 1974 de subventionner certains produits et de bloquer les loyers des maisons d'habitation jusqu'à la fin de l'année.

Dans les autres pays, les mesures directes de lutte contre l'inflation ont été presque exclusivement appliquées dans le domaine des prix. En France, le système des directives officielles en matière de revenus et de prix, combiné avec la procédure obligatoire d'examen des prix, reste en vigueur. En novembre, les autorités ont décidé d'adopter une ligne plus stricte dans le domaine des prix en cas d'élargissement des marges bénéficiaires, et des mesures de surveillance ont été de nouveau instaurées dans certains des secteurs de l'industrie qui en avaient été exonérés en juin 1972. Ce programme a encore été renforcé en décembre 1973 par l'adoption d'une série de mesures anti-inflationnistes prévoyant également le blocage, durant le premier semestre de 1974, des loyers et de certains tarifs du secteur public, et invitant les entreprises à limiter l'augmentation des dividendes; parallèlement, les autorités ont toutefois réaffirmé leur engagement de ne pas intervenir dans les négociations salariales.

Aux Pays-Bas, le «contrat social» tripartite permettait d'escompter un relèvement plus modéré des salaires en 1973; en fait, la progression des rémunérations s'est accélérée par suite du recours croissant aux clauses d'échelle mobile. Pour 1974, le parlement a conféré au gouvernement de nouveaux pouvoirs en matière de contrôle des salaires, et l'obligation de notification préalable des majorations de prix a été durcie. En Belgique, où les salaires et les traitements sont en règle générale indexés sur les prix, les autorités ont continué d'appliquer un système de notification anticipée des relèvements de prix et se sont dotées des pouvoirs requis pour veiller à son application.

Vers la fin du mois de juillet, le gouvernement italien, nouvellement installé, a annoncé une série de mesures anti-hausse comprenant notamment le blocage, jusqu'à la fin du mois d'octobre, des prix de la plupart des biens de consommation de base, ainsi que de ceux des produits des grandes sociétés industrielles. A partir de ce moment, les hausses de prix ont été assujetties à une procédure de justification et à l'approbation officielle. En même temps, il a été décidé de proroger le blocage des loyers au bénéfice des salariés à faibles revenus.

En Suisse, le commissaire aux prix du gouvernement fédéral a établi en juillet 1973 un certain nombre de directives: limitation, en principe, du relèvement des prix à la compensation des coûts et interdiction de répercuter sur les prix, sauf exception, la fraction supplémentaire des coûts imputable à une augmentation de salaires supérieure à la moyenne. Au début du mois de décembre, un référendum national a entériné le programme de lutte contre l'inflation qui était alors appliqué depuis un an, de sorte que le système de surveillance des prix, des salaires et des bénéfices est toujours en vigueur.

En Suède, une loi adoptée en juillet 1973 autorise le gouvernement à appliquer le blocage des prix et à exiger la notification des hausses. De cette autorisation, il a été ensuite fait usage en ce qui concerne le bois d'œuvre et les produits pétroliers. En janvier 1974, le Danemark a mis en place un blocage de deux mois des prix et des marges bénéficiaires — prévoyant la possibilité de répercuter les augmentations des coûts — et l'a prorogé par la suite en l'appliquant à une gamme plus réduite de produits. En février, le gouvernement a annoncé un programme anti-inflationniste comprenant des subventions à l'industrie et un plan d'épargne obligatoire.

En Espagne, les autorités ont annoncé à la mi-septembre un blocage des prix couvrant un large éventail de produits et de services, qui devait rester en vigueur jusqu'à la fin de 1973. Le programme anti-inflationniste mis en place en décembre pour l'année 1974 prévoit l'adoption d'un système de surveillance des hausses de prix, le freinage des augmentations de dividendes et, d'une façon générale, la limitation des augmentations dans les conventions collectives de salaires à l'accroissement du coût de la vie. En Irlande et au Luxembourg, les contrôles des prix ont également été étendus en 1973 mais, en Australie, après que les autorités eurent mis en place un tribunal de justification des prix en mai 1973, les électeurs ont refusé, lors d'un référendum tenu en décembre, de conférer au gouvernement des pouvoirs constitutionnels en matière de contrôle des prix. En septembre, les autorités canadiennes ont pris un certain nombre de mesures en vue de freiner la hausse des prix; dans le cadre d'un vaste

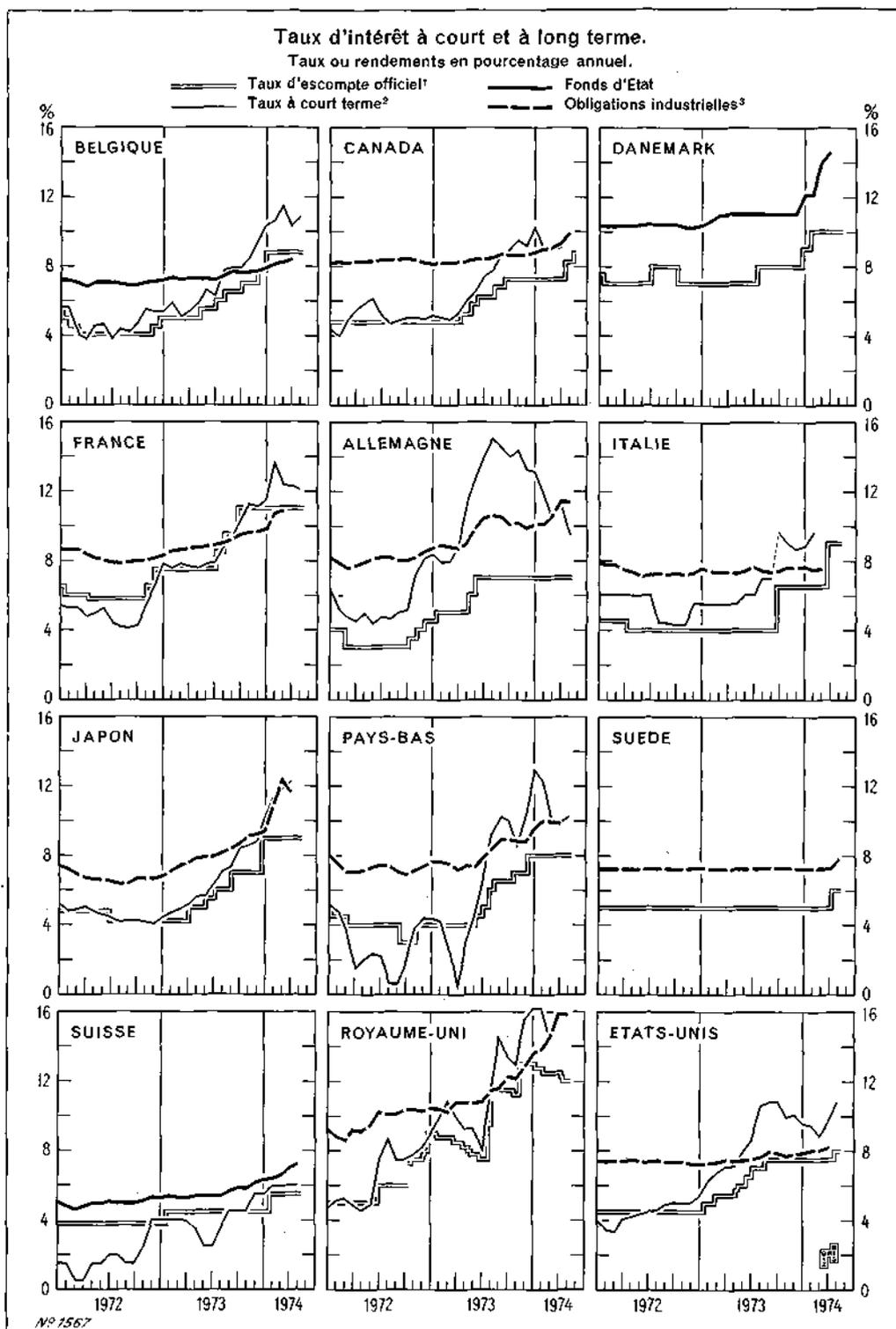
programme de lutte contre l'inflation, elles ont bloqué pendant cinq mois les tarifs des produits pétroliers consommés dans le pays et relevé les subventions en faveur du blé et du lait destinées à la consommation familiale.

Dans la plupart des pays, l'évolution à court terme des prix de détail se présente sous un jour peu favorable. Compte tenu de la montée en flèche des cours mondiaux des matières premières et des prix de gros dans les différents pays, il faut s'attendre encore à une forte inflation au niveau de la consommation. Par ailleurs, une phase de croissance plus modérée de la demande – qui, soit dit en passant, n'a guère permis de contenir l'inflation en 1970-71 – devrait avoir une meilleure chance de succès au lendemain d'une période de haute conjoncture mondiale. Combinée avec une amélioration des approvisionnements, elle pourrait fort bien conduire à une atténuation progressive de la hausse des cours mondiaux des matières premières et, de ce fait, à un ralentissement de l'augmentation des prix de gros et de détail.

Monnaie, crédit et taux d'intérêt.

En ce qui concerne la situation monétaire, l'année écoulée a beaucoup ressemblé à 1969, en ce sens qu'elle a été principalement marquée par la montée en flèche des taux d'intérêt. Pendant cette phase de resserrement, toutefois, et contrairement à la précédente, les agrégats monétaires ont eux aussi rapidement progressé, encore que dans certains pays leur rythme de croissance se soit ralenti peu à peu. Si l'on se fonde sur l'expérience passée, cette combinaison de taux d'intérêt élevés et d'une rapide croissance monétaire peut sembler paradoxale. Elle s'explique pourtant en grande partie par le peu d'effet que la politique monétaire a pu avoir sur des forces inflationnistes d'une nature et d'une intensité comparables à celles qui marquèrent la dernière phase de croissance. Les vastes mouvements internationaux de capitaux, les besoins considérables de ressources financières du secteur public, la forte progression des salaires, la hausse brutale du coût des denrées alimentaires et matières premières importées, l'apparition de goulets d'étranglement et de dislocations sectorielles, sont autant de facteurs qui ont contribué, dans des proportions diverses selon les pays, à limiter l'incidence potentielle du resserrement du crédit. A moins de risquer une grave crise de liquidité et un recul brutal de l'activité économique, les autorités monétaires n'ont guère eu d'autre choix que d'autoriser le financement d'une grande partie des augmentations de coûts et de prix.

Le mouvement délibéré de relèvement des taux d'intérêt a débuté vers la fin de 1972 et s'est poursuivi pendant toute l'année 1973. Dans un premier temps, le Royaume-Uni a montré le chemin, en ajustant en hausse les taux du court terme dans les six mois qui ont suivi la mise en flottage de la livre en juin 1972. Au premier semestre de 1973, l'initiative est néanmoins revenue à l'Allemagne fédérale et aux Etats-Unis qui, pour des raisons d'ordre interne, ont porté progressivement leur taux d'escompte officiel jusqu'aux niveaux records de l'été. C'est alors que le Royaume-Uni a de nouveau donné une vive impulsion aux taux à court terme pour contribuer à protéger sa monnaie, et que les rendements à long terme ont également commencé à monter très fortement. En novembre, un effort analogue s'est révélé nécessaire, et le taux minimum d'avances de la Banque d'Angleterre a été porté au niveau record



¹ Pour le Canada, taux officiel d'escompte; pour le Royaume-Uni, taux officiel d'escompte jusqu'au 12 octobre 1972 et, après cette date, taux minimum d'avances de la Banque d'Angleterre. ² Taux des dépôts interbancaires à 3 mois, sauf dans les cas suivants: Canada: effets de financement à 90 jours; France: effets privés à 1 mois; Italie: bons du Trésor à 12 mois jusqu'en septembre 1973 et bons à 6 mois ensuite; Japon: argent au jour le jour; Etats-Unis: «Fonds fédéraux». ³ Pour l'Italie, obligations des établissements de crédit à l'industrie; pour le Japon, obligations des télégraphes et téléphones; pour les Pays-Bas, obligations du secteur privé.

de 13%. Dans ces conditions, les relèvements de taux auxquels ont procédé d'autres pays – notamment la France, la Belgique, les Pays-Bas et le Japon – sont surtout intervenus au second semestre de 1973. Si l'accent a en général été mis sur la nécessité d'aligner les taux d'intérêt sur ceux de l'étranger, les ajustements ont également été effectués de plus en plus en tenant compte de la situation économique interne.

Aux Etats-Unis et au Canada, la hausse des taux d'intérêt a jusqu'à ces derniers temps porté essentiellement sur le compartiment à court terme du marché mais, dans nombre d'autres pays, les taux du long terme sont également montés en flèche. Au printemps de 1974, les rendements des obligations industrielles atteignaient presque 16% au Danemark et au Royaume-Uni, cependant qu'en France, en Allemagne fédérale, aux Pays-Bas et au Japon, ceux des obligations du secteur privé se tenaient aux alentours ou au-dessus de 10%. En Belgique et en Suisse, les mouvements ascendants ont été assez modérés. En revanche, les rendements à long terme en Italie et en Suède sont restés assez stables et relativement faibles, tant en raison de la physionomie particulière du marché de ces pays que des mesures qu'ils ont adoptées en vue d'encourager les investissements. Dans les premiers mois de 1974, la tension sur les taux d'intérêt à court terme s'est quelque peu relâchée pendant un temps, mais au début du printemps ils se sont de nouveau raffermis, en particulier sous l'influence de l'orientation restrictive de la politique monétaire aux Etats-Unis et en raison du développement considérable des emprunts sur les marchés internationaux. De février à mai, les taux américains du court terme sont montés de quelque 3 points et les rendements à long terme de $\frac{1}{2}$ point environ. Fin avril, le taux d'escompte officiel a été porté à 8% et, à la mi-mai, le taux débiteur de base des banques passait à 11 $\frac{1}{2}$ %.

Au début de 1973, l'expansion monétaire, qui s'était fortement accélérée en 1971 et en 1972, prenait une allure alarmante. Depuis lors, les efforts déployés par les autorités pour mieux maîtriser la croissance des agrégats monétaires ont connu un certain succès. Au printemps de 1974, le taux de progression de la masse monétaire au sens large du terme (M_2), en léger recul aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, a nettement baissé en Allemagne fédérale, en France et au Japon. Il s'est en revanche accéléré en Italie, aux Pays-Bas et en Suède, du fait en partie de l'augmentation de la production ainsi que de la hausse des prix.

Dans la plupart des pays, la masse monétaire au sens étroit du terme (M_1) a augmenté nettement moins rapidement que M_2 , mais cette différence tient en grande partie à un transfert des dépôts à vue vers les dépôts à terme et d'épargne, plus rémunérateurs; il semble également, dans certains cas, que ces deux dernières catégories de dépôts aient progressé aux dépens des instruments négociables sur le marché. Dans certains pays – par exemple au Royaume-Uni, aux Pays-Bas et aux Etats-Unis – un autre facteur a contribué au gonflement des chiffres de M_2 : la configuration des taux d'intérêt a parfois encouragé le recours aux avances des banques afin de placer les disponibilités ainsi obtenues en dépôts à terme à rendement élevé (selon le processus appelé «opérations de carrousel»). Même en tenant dûment compte de ces éléments, on constate que les taux d'expansion monétaire ont été exceptionnellement élevés, d'autant plus que la croissance de la production en termes réels s'est sensiblement ralentie après le milieu de 1973.

Masse monétaire.

Pays		1969	1970	1971	1972		1973		1974
		Déc.	Déc.	Déc.	Jun	Déc.	Jun	Déc.	Mars
variations en pourcentage sur douze mois									
Etats-Unis	M ₁	3,5	6,0	6,3	5,2	6,7	8,3	5,7	6,5
	M ₂	2,5	9,4	11,2	9,1	11,1	10,0	8,6	9,3
Canada	M ₁	4,4	5,0	19,9	9,5	11,8	15,8	12,9	12,2
	M ₂	4,3	10,3	16,4	16,9	14,5	12,1	19,1	20,3
Japon	M ₁	20,6	16,8	29,7	19,9	24,7	29,9	16,8	15,4
	M ₂	18,5	16,9	24,3	22,8	24,7	24,7	16,8	15,1
Belgique	M ₁	2,6	8,3	11,2	14,5	14,0	12,5	7,8	9,1
	M ₂	7,7	8,2	13,1	15,7	16,1	16,6	14,4	17,3
France	M ₁	0,4	11,1	11,8	13,1	14,9	10,9	9,6	9,2*
	M ₂	6,3	15,2	18,2	19,2	18,6	14,2	15,1	16,2*
Allemagne fédérale	M ₁	6,4	8,7	11,8	14,2	14,3	5,8	2,0	-1,1
	M ₂	10,0	10,5	14,3	13,9	16,9	16,2	14,0	9,8
Italie	M ₁	15,8	27,2	18,8	17,7	17,4	22,2	24,1	.
	M ₂	11,4	13,6	17,1	18,5	18,2	20,7	23,3	.
Pays-Bas	M ₁	8,1	11,8	15,0	18,5	17,7	9,4	0,0	-3,8
	M ₂	10,2	11,0	9,0	12,6	11,9	14,9	21,9	21,4
Suède	M ₁	-3,8	8,5	9,3	11,9	7,7	5,6	9,9	12,1
	M ₂	2,1	10,6	2,8	13,6	13,2	13,9	14,7	16,2
Suisse	M ₁	6,9	7,3	39,5	31,3	4,2	2,7	-1,4	-5,5
	M ₂	19,9	8,9	26,6	21,6	2,2	3,4	3,9	+6,4
Royaume-Uni	M ₁	0,0	9,3	15,4	18,5	13,6	9,4	4,1	2,5
	M ₂	3,0	9,4	13,5	23,6	27,6	23,1	28,9	25,3

Note: M₁ = Monnaie et dépôts à vue.
M₂ = Somme de M₁ et de la quasi-monnaie (calculée selon les définitions nationales, qui varient d'un pays à l'autre).

* Février

Les efforts tendant à restreindre la création monétaire ont notamment été entravés, ces dernières années, par le développement considérable des mouvements internationaux de capitaux liés en grande partie à l'incertitude qui planait sur l'évolution des changes. Les sorties de capitaux des Etats-Unis, de 1971 au début de 1973, ont été particulièrement importantes, et semblent avoir été engendrées pour une bonne part par la création de crédit interne. En même temps, d'autres pays ont cherché, de diverses manières, à se protéger contre les entrées de fonds ou à les neutraliser, mais ils n'y sont pas entièrement parvenus. Dans nombre de cas, la vigueur de l'expansion monétaire au début de 1973 a donc reposé pour une large part sur l'accumulation des entrées de devises étrangères, qui s'est traduite, dans le système bancaire, par une acquisition nette d'avoirs de change.

L'adoption de taux de change flottants en mars 1973 a affaibli le lien entre les mouvements internationaux de fonds et les variations des agrégats monétaires, sans toutefois le rompre complètement. Il ressort même de l'expérience récente que les taux flottants n'ont pas permis aux autorités nationales d'obtenir le degré d'autonomie monétaire qu'elles avaient souvent escompté. Elles ont parfois estimé opportun d'intervenir sur les marchés pour empêcher des fluctuations excessives du taux de

change de leur monnaie. Il n'en reste pas moins qu'en Europe occidentale, c'est surtout au début de 1973, avant le passage aux taux flottants et immédiatement après, que les réserves officielles de devises ont le plus contribué à l'expansion monétaire. Depuis lors, les pays excédentaires ont constaté que le flottement, institué sur la base d'une grille des taux de change déjà plus réaliste, a permis de mieux maîtriser l'expansion monétaire.

La situation des finances publiques a été, dans certains pays, une autre cause de développement excessif des moyens monétaires. Au Royaume-Uni, les besoins d'emprunt, presque nuls en 1970, sont passés d'un peu plus de £2.000 millions en 1972 à £4.200 millions en 1973. Bien que ce total ait été couvert pour près de la moitié par des ventes aux particuliers de titres de la dette publique, les autres formes d'emprunt ont représenté le quart environ de l'expansion du crédit bancaire à l'économie interne. En Italie, les besoins d'emprunt rapidement croissants du secteur public ont été presque entièrement financés l'an dernier par le système bancaire, et leur importance a été équivalente aux trois-cinquièmes de la progression des prêts bancaires au secteur privé. Malgré la compression de ses besoins nets d'emprunt, qui avaient atteint un niveau élevé en 1972, le Trésor belge a suivi l'exemple d'autres collectivités publiques en recourant fortement au financement monétaire.

Les autres pays ont enregistré pour la plupart des déficits budgétaires modérés, mais ils ont généralement utilisé les opérations de gestion de la dette publique pour ralentir l'expansion monétaire. Aux Etats-Unis, les restrictions de crédit ont incité les banques à alléger leur portefeuille de fonds d'Etat, tandis qu'en Allemagne fédérale et aux Pays-Bas, les autorités centrales ont emprunté au-delà de leurs besoins pour résorber des liquidités. Au Canada et au Japon, les besoins de financement du secteur public ont été plus élevés qu'en 1972, mais ils ont été satisfaits sans recours notable au crédit bancaire. En France, le Trésor a réalisé un léger excédent budgétaire et amélioré sa position à l'égard de la Banque de France.

Au printemps de 1974, sous l'influence du resserrement monétaire, le taux d'accroissement du crédit bancaire au secteur privé a marqué un recul sensible dans la plupart des pays par rapport à son maximum de 1973, à l'exception principalement du Canada, de l'Italie, des Pays-Bas et de la Suède, où la croissance de la production s'est soit accélérée, soit maintenue à un bon rythme. Presque partout cependant, la demande sous-jacente de crédit faisait preuve d'une vigueur évidente, sous l'impulsion des besoins de fonds d'investissement et de roulement engendrés par la hausse rapide des prix des matières premières et des charges salariales. Etant donné le taux d'inflation dans certains pays, il est évident que, devant l'expansion du volume du crédit, une rigueur croissante s'imposait.

Au cours de l'année écoulée, il a été largement recouru à de nouvelles méthodes de régulation monétaire, ou à des variantes de techniques déjà utilisées dans le passé; les résultats ont toutefois été assez mitigés. Aux Etats-Unis, la suspension des dernières dispositions du règlement Q limitant la rémunération des dépôts à terme d'un montant élevé, ainsi que l'adoption d'un double taux débiteur de base, sont révélatrices d'une politique de restriction monétaire qui a mis davantage l'accent sur le coût du crédit que sur le volume disponible. Comme les banques se voyaient ainsi placées dans

une situation plus favorable pour soutenir la concurrence dans la collecte des ressources, il a été possible d'éviter un «étranglement» du crédit, mais les effets du resserrement ont été assez longs à se faire sentir, et ont essentiellement porté, comme d'habitude, sur le secteur du logement. Au Royaume-Uni, où pour la seconde année de suite les autorités ont appliqué une politique monétaire axée surtout sur les taux d'intérêt et sur la concurrence entre établissements de crédit, l'expansion du crédit a encore nettement dépassé les niveaux précédents. Vers la fin de 1973 a été mis en place un nouveau dispositif prévoyant la constitution de dépôts spéciaux supplémentaires au cas où l'accroissement des engagements des banques sous forme de dépôts dépasserait un rythme préétabli. Aux Pays-Bas enfin, les autorités, qui recouraient jusqu'à présent au plafonnement du crédit, ont au contraire misé, en l'espèce, sur les coefficients de liquidité et sur un contrôle plus strict des concours de la banque centrale.

L'encadrement du crédit bancaire a été appliqué dans un certain nombre de pays, notamment au Japon, en Autriche, en Belgique, en France, en Italie, en Norvège et en Suisse. Divers pays ont également utilisé avec souplesse l'instrument des réserves obligatoires, et la Belgique, suivant l'exemple de la France, a institué un coefficient de réserves assis sur les actifs des banques. Au début de 1973, l'Allemagne a apporté un important changement à sa politique de restriction monétaire — jusque-là axée essentiellement sur la liquidité bancaire — en s'orientant vers une régulation plus directe et plus stricte des concours de la banque centrale proprement dits. Il apparaît d'ailleurs qu'avec l'instauration des taux de change flottants, le contrôle quantitatif des crédits octroyés par l'institut d'émission a revêtu une plus grande importance dans plusieurs pays.

Les marchés financiers ont généralement été soumis à de fortes pressions tout au long de l'année écoulée, bien que dans certains cas l'augmentation des bénéfices ait rendu moins nécessaire le recours à des ressources à long terme. Le facteur dominant a été de nouveau la forte préférence pour les avoirs liquides, ce qui traduit la psychose inflationniste et l'incertitude au sujet des taux d'intérêt à long terme. Une des conséquences de ce phénomène — qui se manifeste depuis plusieurs années déjà — est que la part des fonds prêtés par le canal des établissements de crédit n'a cessé de progresser aux dépens de l'activité du marché financier. Il est vrai que le volume des émissions du secteur privé a aussi été notablement influencé l'an dernier par le mode d'application des restrictions monétaires. Dans les pays où le crédit bancaire était plafonné, les emprunts sur le marché des capitaux ont enregistré en général des progrès un peu plus marqués qu'ailleurs. En d'autres termes, le plafonnement a eu tendance à orienter une partie de la demande de crédit vers le marché financier.

Au cours de l'année écoulée, les autorités monétaires se sont rendu compte que les taux de change flottants, loin de leur permettre de déterminer leur politique en toute sérénité, les ont parfois placées devant des choix plus difficiles que jamais. On a constaté que, dans la mesure où les conditions d'octroi du crédit restent relativement plus libérales qu'à l'étranger, le taux de change s'affaiblit, et que ce mouvement tend à se nourrir de lui-même en raison des effets pervers à court terme sur les échanges commerciaux. Le supplément d'autonomie monétaire que promettaient les taux flottants, en particulier aux pays dont la position extérieure était faible, s'est donc révélé en grande partie illusoire. En d'autres termes, là où les taux de change ont

déjà atteint des niveaux réalistes, l'apparition de pressions sur le marché des changes peut amener les autorités monétaires à intervenir plus rapidement que dans le passé. L'évolution des taux d'intérêt ces derniers mois semble confirmer qu'elles ont été fortement sensibilisées par les aspects extérieurs de la politique monétaire.

Jusqu'à présent, le mouvement général de hausse des taux d'intérêt n'a pas contrecarré sérieusement les objectifs des politiques internes. A partir du milieu de 1973, comme le ralentissement de la production est allé de pair avec l'accélération de l'inflation, il était à prévoir que les autorités se trouveraient placées, en matière de politique économique, devant un dilemme bien connu, dont la hausse des prix du pétrole a encore précisé la menace. Les autorités monétaires constataient que l'ajustement de la structure de la demande et de la production impliquerait des bouleversements à brève échéance mais, comme les forces poussant à l'inflation des coûts risquaient de l'emporter sur celles qui favorisaient la déflation de la demande, elles ont continué en général à donner la priorité à la lutte contre les tendances inflationnistes. C'est pourquoi elles ont en gros maintenu en place leur dispositif de resserrement monétaire au printemps de 1974 encore que, dans certains cas, des mesures aient été prises pour atténuer la pression excessive exercée sur les taux d'intérêt.

Taux de change flottants.

En mars 1973, on a assisté à l'effondrement définitif du système monétaire de Bretton Woods, sans pouvoir déceler l'apparition prochaine d'un système rénové. Le Comité des Vingt a continué de travailler avec ardeur à une réforme monétaire mais, comme on verra plus loin dans le présent chapitre, la tâche s'est révélée au-dessus de ses forces. C'est donc le marché qui a opéré une sorte de réforme, par le biais d'un flottement non coordonné des taux de change. Les problèmes liés au maintien de parités irréalistes étaient ainsi simplifiés mais, en contrepartie, les taux de change devenaient extrêmement instables.

Au début de 1973, une année s'était écoulée depuis l'Accord de Washington sur le réalignement monétaire sans qu'on n'ait pu observer aucun progrès vers l'ajustement du déséquilibre existant, avant cet accord, dans les paiements internationaux. Le déficit des Etats-Unis et les excédents de l'Allemagne et du Japon en matière de commerce extérieur s'étaient même accrus en 1972. En outre, le surplus de la balance commerciale du Royaume-Uni avait fait place à un déficit, et le solde négatif des paiements extérieurs de l'Italie s'était notablement élargi. Il n'est pas surprenant dans ces conditions que la confiance dans la structure des taux de change ait été fragile, d'autant plus que les autorités britanniques avaient été amenées à laisser flotter la livre en raison des pressions qui s'exerçaient sur le marché en juin-juillet. Il y avait certes eu, jusqu'au début de janvier 1973, six mois de calme relatif, mais ce n'était que le calme précédant la tempête.

Cette tempête a éclaté vers la fin janvier. Le 22 de ce mois, l'Italie instituait, pour les transactions financières, un marché des changes distinct sur lequel la lire flottait librement. Le lendemain, la Suisse, dont la monnaie avait fait l'objet d'une forte demande immédiatement après la décision italienne, laissait flotter le franc — qui s'est rapidement apprécié de plusieurs points. Au cours de la première semaine de

février, un nouveau mouvement massif de fuite devant le dollar E.U. a provoqué un gonflement de \$8 milliards des réserves de devises des autres pays du Groupe des Dix, l'Allemagne enregistrant à elle seule un afflux de \$6 milliards. Les marchés des changes furent alors fermés et les Etats-Unis, adoptant une tout autre attitude qu'en août 1971, décidèrent le 13 février de dévaluer de nouveau le dollar de 10%. Le lendemain, le yen et la lire commerciale rejoignaient le groupe des monnaies flottantes.

Cette seconde dévaluation du dollar, survenant un peu plus d'un an après la première, porta le coup de grâce à la confiance dans les taux de change fixes. Les pressions sur la monnaie américaine reprirent rapidement de l'intensité et, après que les autorités allemandes eurent de nouveau effectué le 1er mars des achats massifs de devises, les marchés des changes furent fermés une fois de plus. Au terme de près de trois semaines de consultations entre autorités monétaires dans diverses instances, les opérations de change reprirent le 19 mars, tandis que le dollar se mettait à flotter par rapport à toutes les autres grandes monnaies. Les six pays de la C.E.E. dont les monnaies ne flottaient pas encore, ainsi que la Norvège et la Suède, décidèrent de maintenir des marges fixes de fluctuation entre leurs monnaies; en outre, le deutsche mark et le schilling autrichien furent réévalués de 3% et de 2¼% respectivement. Plusieurs pays européens renforcèrent leur dispositif de contrôle des entrées de capitaux. Une nouvelle ère commençait.

Depuis lors, l'évolution des taux de change entre le dollar et les monnaies européennes est passée par trois phases: d'abord une phase descendante, puis une remontée, enfin une nouvelle baisse. Pendant la première phase, qui s'étend de la mi-mars jusqu'aux premiers jours de juillet 1973, le dollar a fortement fléchi contre la plupart des monnaies européennes. Jusque vers le 15 mai toutefois, la grille des taux de change mise en place le 19 mars n'a guère subi de modifications. Les monnaies participant au bloc de flottement européen se sont maintenues nettement à l'intérieur de ce qui aurait été leurs limites de fluctuation par rapport au dollar, autorisées par l'Accord de Washington, si elles étaient revenues à des taux fixes, tandis que les cours du franc suisse et du yen faisaient apparaître une revalorisation de l'ordre de 5% vis-à-vis du dollar en sus de la dévaluation de cette monnaie en février. Sans les interventions massives des autorités, le yen aurait commencé à se déprécier vis-à-vis du dollar, le «termaillage» (leads and lags) ayant changé de sens au Japon à partir de mars.

Une recrudescence d'agitation se manifesta sur le marché dans la troisième semaine de mai lorsque, principalement sous l'effet de l'incertitude du climat politique régnant aux Etats-Unis, le dollar commença de se déprécier par rapport à la plupart des monnaies européennes. L'annonce, vers la fin du mois, qu'en avril la balance commerciale américaine était redevenue excédentaire, n'a nullement contribué à arrêter le mouvement; la situation empira à la fin du mois, quand l'Allemagne fédérale durcit fortement sa politique monétaire. Pensant que le flottement de leur monnaie par rapport au dollar leur laisserait les coudées assez franches pour pratiquer une politique monétaire indépendante, les autorités de ce pays relevèrent le taux d'escompte officiel et annoncèrent le 30 mai que, jusqu'à nouvel avis, l'octroi aux banques de nouvelles avances sur titres était en principe suspendu. Le deutsche mark commença de s'élever dans le serpent européen et de s'apprécier par rapport au dollar,

Estimation des modifications effectives des taux de change.

Monnaies	Du 19 mars au 6 juillet 1973	Du 6 juillet 1973 au 25 janvier 1974	Du 25 janvier au 24 mai 1974	Du 19 mars 1973 au 24 mai 1974	Du 21 décembre 1971 au 24 mai 1974	Ecart entre le cours le plus haut et le cours le plus bas depuis le 19 mars 1973
	modifications en pourcentage					
Yen	- 4,2	- 6,1	+ 3,1	- 7,3	+ 5,7	12,2
Franc suisse	+ 10,6	- 8,6	+ 6,4	+ 7,6	+ 21,3	11,4
Deutsche mark	+ 14,7	- 6,7	+ 5,7	+ 13,1	+ 20,7	15,1
Franc belge	+ 0,9	- 4,6	+ 5,1	+ 1,2	+ 5,9	6,2
Franc français	+ 3,6	- 13,2	- 2,2	- 12,0	- 7,0	20,2
Florin	+ 0,2	+ 3,0	+ 3,2	+ 6,5	+ 10,8	9,4
Couronne suédoise	+ 1,1	- 4,0	+ 4,6	+ 1,4	+ 2,5	5,7
Dollar canadien	- 1,7	+ 7,0	- 0,6	+ 4,7	+ 1,7	7,3
Livre sterling	- 6,3	- 0,3	+ 0,8	- 5,8	- 17,8	12,4
Lire	- 14,7	+ 3,5	- 3,1	- 14,5	- 18,4	17,8
Dollar E.U.	- 6,8	+ 16,7	- 8,4	- 2,5	- 9,3	16,7

Remarques : 1. La modification effective du taux de change de la monnaie d'un pays déterminé est définie comme étant l'équivalent de la modification unilatérale qui, selon les estimations, aurait exercé, sur la balance commerciale du pays en cause, des répercussions d'une ampleur comparable à celles qui ont effectivement résulté des variations multilatérales intervenues dans les taux de change.

2. Les modifications sont mesurées avec les taux centraux ou moyens fixés par l'Accord de Washington pour toutes les monnaies sauf le dollar canadien, pour lequel on utilise le taux de \$CAN 1 = \$E.U. 1.

3. Pour les monnaies des pays à double marché, le taux retenu est celui de la devise commerciale.

entraînant dans son sillage les autres monnaies du serpent, ainsi que le franc suisse. Au début de juin, la monnaie allemande dépassait de 5% sa parité par rapport au dollar et, le 28 du même mois, la prime avait atteint près de 14%. A partir du milieu de juin, le deutsche mark se situait dans la partie supérieure du serpent et le 28, la Bundesbank fut obligée d'acheter pour DM 4,5 milliards de monnaies du serpent. La décision fut alors prise de réévaluer le deutsche mark de 5 ½ %.

Cette mesure, comme la dévaluation du dollar en février, eut pour effet d'accroître la confusion sur les marchés des changes. Le mouvement de fuite devant le dollar et en direction du deutsche mark s'est poursuivi et, une semaine plus tard, le 6 juillet, le chaos était devenu tel sur les marchés qu'il était difficile d'y pratiquer des transactions normales. Le deutsche mark avait encore gagné 9 ½ points contre le dollar, ce qui portait son appréciation par rapport à cette monnaie, depuis le 19 mars, à 25%, tandis que le franc suisse avait progressé de près de 40% vis-à-vis du dollar depuis le 23 janvier. Pondérée en fonction des échanges commerciaux, la dépréciation moyenne du dollar à l'égard des monnaies des principaux partenaires des États-Unis s'établissait à 9% depuis le début du flottement - bien que le taux de change par rapport aux monnaies des deux premiers d'entre eux, le Canada et le Japon, n'ait pas varié. Cette baisse était à peu près du même ordre que la dévaluation consécutive à l'Accord de Washington et que celle de février 1973. Le cours de l'or, traduisant la situation chaotique des monnaies, atteignait un niveau record de \$127 l'once, soit à peu près le double de celui de fin 1972 et 50% de plus que celui auquel il s'était situé en mars.

En juillet, les gouverneurs des banques centrales, réunis à la B.R.I. à l'occasion de leur rencontre mensuelle régulière, ont publié un communiqué dans lequel ils déclaraient que les arrangements nécessaires pour des interventions officielles destinées à rétablir une situation plus ordonnée sur le marché étaient à leur disposition. Même sur le marché, l'opinion prévalut que le dollar était descendu bien au-dessous de sa zone d'équilibre. Aussi la monnaie américaine amorça-t-elle un vigoureux redressement, que vint renforcer l'élargissement des réseaux de crédits croisés de la Réserve fédérale, dont les facilités furent portées de \$11,7 milliards à près de \$18 milliards. En même temps, la Réserve fédérale et la Bundesbank entamaient des interventions limitées sur le marché, dont le total s'élevait à la fin du mois à environ \$600 millions. Ce n'est toutefois que vers la fin de juillet, en raison de la détente sur le marché monétaire allemand, que la nouvelle tendance du marché des changes fut consolidée. Ce raffermissement a été facilité par un certain resserrement du marché monétaire américain, ainsi que par l'annonce d'un nouvel excédent commercial des Etats-Unis pour le mois de juin.

C'est ainsi que s'est ouverte la seconde phase du régime des changes flottants, qui va de début juillet 1973 à fin janvier 1974. Vers le milieu d'août, le dollar avait regagné la moitié environ du terrain perdu entre mai et juillet, la Réserve fédérale avait remboursé les tirages opérés en juillet sur les facilités de crédits croisés et, à partir de ce moment, les marchés furent relativement calmes jusqu'à la mi-septembre. C'est alors que les autorités néerlandaises prirent la décision, qui s'inscrivait en partie dans le cadre de la lutte contre l'inflation, de réévaluer le florin de 5%. Les effets de cette mesure se firent surtout sentir au sein de la C.E.E. où se produisit un vaste mouvement de fuite devant le franc français au profit du deutsche mark et du franc belge, mais elle eut aussi pour conséquence d'interrompre temporairement le redressement du dollar. A la fin du mois cependant, les nouvelles interventions des instituts d'émission — dans lesquelles la Banque de France utilisa plus d'un tiers de ses réserves en devises — jointes aux mesures restrictives prises par la France et la Belgique, permirent de maîtriser la situation sans nouvelles modifications des taux de change des monnaies de la C.E.E.

De fin septembre 1973 jusque vers la fin de janvier 1974, à l'exception d'une brève période au lendemain du déclenchement des hostilités au Moyen-Orient, la remontée du dollar ne cessa de s'affirmer. En octobre, deux facteurs vinrent stimuler vigoureusement la monnaie américaine. Le premier a été la démonstration renouvelée d'un redressement énergique de la balance des paiements des Etats-Unis. L'excédent commercial a atteint le chiffre considérable de \$800 millions pour septembre et s'est maintenu par la suite à un niveau fort élevé pendant plusieurs mois. Le second élément, de caractère plus indirect, a été un regain de faveur du dollar par rapport aux autres monnaies du fait de la nouvelle situation créée par la crise du pétrole. Le marché considérait en effet que les Etats-Unis, malgré l'embargo sur le pétrole que leur imposaient les pays producteurs arabes, étaient mieux placés que l'Europe ou le Japon — parce que moins tributaires des importations de pétrole — pour supporter les conséquences tant internes qu'externes des initiatives des pays membres de l'O.P.E.P.

Vers la fin de janvier, la moyenne pondérée des cours de change du dollar à l'égard des principaux partenaires commerciaux des Etats-Unis s'était appréciée, par

rapport à son plus bas niveau de juillet, de près de 17%, soit un pourcentage presque double de celui de la baisse précédente. Non seulement le terrain perdu entre mai et juillet 1973 était regagné, mais aussi la majeure partie de la dévaluation de février 1973 se trouvait effacée. Si, d'un point de vue global, le dollar avait en fait presque rejoint le niveau atteint immédiatement après l'Accord de Washington, il n'en allait toutefois pas de même par rapport aux principaux partenaires commerciaux des Etats-Unis pris isolément. Parmi les monnaies qui s'étaient le plus appréciées jusqu'en juillet 1973, le deutsche mark et le franc suisse ont atteint, en janvier, leur niveau le plus bas vis-à-vis du dollar, se situant jusqu'à plus de 20% au-dessous des maximums antérieurs. En outre, les autorités japonaises, qui avaient maintenu le yen au cours de 265 pour un dollar, de la mi-mars à la fin octobre 1973, l'ont ensuite laissé se déprécier jusqu'à 300 pour un dollar en janvier. Ce même mois, le groupe des monnaies restées fidèles aux taux de change fixes s'est encore réduit d'une unité lorsque les autorités françaises décidèrent de quitter le serpent européen et de laisser le franc flotter contre toutes les monnaies. Cette mesure visait à protéger les réserves françaises de devises contre les contraintes qu'allait vraisemblablement subir la balance des paiements du fait de la hausse du prix du pétrole importé.

La troisième phase de l'évolution des taux de change, qui a commencé dans les derniers jours de janvier, a été marquée par un nouveau recul du dollar et par la progression des cours de la plupart des monnaies européennes. Ce renversement tient à l'influence d'un certain nombre de facteurs. Pour ce qui concerne le dollar, on se rendit compte à la fin janvier que la hausse des cours avait été excessive. Les milieux du marché réalisèrent que la facture du pétrole aurait des répercussions assez sensibles sur la balance américaine des paiements. En outre, il était à prévoir que les Etats-Unis allaient enregistrer d'importantes sorties de fonds à la suite de la suppression des mesures de contrôle. Si, dans un premier temps, ces deux facteurs ont revêtu surtout une signification psychologique, les banques américaines ont intensifié leurs prêts à des non-résidents à partir de février, et la balance commerciale est redevenue déficitaire en mars sous l'effet de l'alourdissement du coût du pétrole. Malgré la hausse des taux d'intérêt sur le marché intérieur vers la fin du trimestre, le dollar a continué à s'affaiblir en avril et en mai, les incertitudes politiques ayant exercé, une fois encore, un effet dépressif.

Pour les autres monnaies, les répercussions immédiates de la nouvelle situation pétrolière ont été atténuées par un hiver relativement clément, par l'effet naturel des hausses de prix sur la demande et par certaines mesures administratives prises en vue de réduire la consommation de produits pétroliers. En outre, les prix du brut sur le marché se sont quelque peu détendus. Enfin, la suppression des restrictions aux exportations de capitaux des Etats-Unis a été suivie d'un assouplissement des dispositifs de contrôle des entrées de fonds dans un certain nombre d'autres pays. Parmi ces derniers figure l'Allemagne fédérale, dont l'excédent commercial s'est encore accru pendant les premiers mois de 1974, ce qui a incité le marché à envisager l'éventualité d'une nouvelle réévaluation du deutsche mark que les instituts allemands de recherche économique eurent tôt fait de recommander.

Sous l'effet combiné de ces facteurs, on a assisté à une sorte de répétition des événements de mai-juillet 1973. Le deutsche mark et le franc suisse ont progressé

vis-à-vis du dollar d'un peu plus de 20% par rapport à leurs cours les plus bas de janvier, atteignant presque leur maximum du début juillet 1973. Quant au dollar, son cours accusait, par rapport à la moyenne, pondérée en fonction des échanges commerciaux, des cours des principales monnaies partenaires, une dépréciation de quelque 9% sur son maximum de janvier, revenant ainsi presque à son minimum de juillet 1973. Le cours de l'or qui, vers la fin novembre 1973, avait reculé d'un tiers environ par rapport à son maximum de juillet, était emporté au début de 1974 par une nouvelle vague d'achats spéculatifs et, vers la fin de février, il atteignait \$185 l'once lors d'une séance avant de revenir aux alentours de \$160-170. Si ce mouvement a été dû en partie au repli du dollar, il a pris fin beaucoup plus rapidement; il a été également lié à l'idée que les pays producteurs de pétrole pourraient se porter acheteurs de métal, ainsi qu'à la méfiance croissante qui s'est manifestée à l'égard des monnaies en général.

En résumé, les cours du dollar ont enregistré, en l'espace d'un an, trois grandes oscillations pendulaires; la zone des taux de change fixes de la C.E.E. a connu deux périodes de fortes tensions, le deutsche mark et le florin ont été réévalués une fois de plus et, depuis la décision de mise en flottement du franc français en janvier 1974, l'Allemagne fédérale se trouve être le seul des quatre grands pays de la C.E.E. à rester dans le serpent européen; enfin, sur le marché de l'or, le cours a fluctué plus violemment que jamais autour d'une courbe de tendance ascendante, atteignant en mai 1974 près de \$160. A la fin mai, le cours de change pondéré du dollar par rapport à ses principaux partenaires commerciaux se situait à moins de 2½% du niveau auquel il se tenait au début de sa mise en flottement, alors que la balance des paiements courants des Etats-Unis s'était sensiblement améliorée. En revanche, en Allemagne fédérale et en Italie, dont les monnaies avaient enregistré, en moyenne pondérée, respectivement une appréciation de 13% et une dépréciation de 14½%, le déséquilibre de la balance des paiements courants s'était accentué depuis le début de 1973.

Il ne fait aucun doute que les événements de l'année passée expliquent en partie les perturbations survenues sur les marchés des changes. D'abord, le flottement généralisé des monnaies a débuté à un moment où les déséquilibres des paiements internationaux étaient considérables, et après que toute confiance dans les taux de change en vigueur eut disparu. Ensuite, l'accélération du rythme de l'inflation a également joué contre la confiance et contre la stabilité des changes. Enfin, la hausse énorme des prix du pétrole et l'importance de ses répercussions probables sur les paiements extérieurs ont constitué un nouvel élément d'incertitude. Quel qu'eût pu être le comportement des taux de change flottants dans une situation moins troublée, il est évident que depuis mars 1973 le marché n'était plus en mesure de se faire une opinion sur ce que pourraient être des taux de change correspondant approximativement à un équilibre fondamental. Aussi le marché a-t-il souvent été influencé par des réactions psychologiques de courte durée, qui n'ont pas été contrecarrées par l'accumulation de positions stabilisatrices de change par les banques et par les opérateurs, en raison de l'importance des risques encourus.

Malgré l'évolution désordonnée des changes, le volume du commerce international a poursuivi son expansion. Etant donné que le marché était fortement acheteur, cette évolution n'indique pas l'incidence que pourraient avoir des taux flottants sur les échanges commerciaux dans des circonstances moins exceptionnelles. La

balance commerciale des Etats-Unis s'est améliorée et celle du Japon s'est détériorée, comme le laissaient prévoir les variations relatives des taux de change de ces deux pays *par rapport aux niveaux antérieurs à l'Accord de Washington*. Pour l'Allemagne fédérale, en revanche, la réévaluation considérable subie au total par le deutsche mark n'a pas empêché l'excédent commercial de battre de nouveaux records.

Le flottement a eu un avantage évident pour certaines banques centrales, notamment celles qui étaient précédemment exposées à de gros afflux spéculatifs de fonds, du fait qu'elles n'ont plus été contraintes d'accroître la masse monétaire interne en achetant des devises à des cours déclarés à l'avance au marché. En d'autres termes, les autorités monétaires n'étaient plus autant exposées aux attaques qu'auparavant. Il va de soi que ces entrées de capitaux n'étaient pas une conséquence pure et simple de la fixité des taux de change. Elles étaient dues plutôt au maintien de taux fixes irréalistes dans des situations de déséquilibre caractérisé.

Pour diverses raisons, de nombreuses banques centrales ne se sont toutefois pas estimées pour autant déchargées de toute obligation d'intervenir sur le marché des changes. Il a déjà été fait mention des montants relativement modestes engagés sous cette forme par les autorités américaines et allemandes pendant la période chaotique de juillet dernier. Des opérations analogues ont été effectuées, dans des conditions moins agitées, au cours des mois suivants de 1973 et au début de 1974. Plus important toutefois a été le refus, de la part de certains pays enregistrant des déséquilibres de paiements, d'accepter la dépréciation de leur monnaie qu'aurait entraînée le libre jeu des forces du marché. Pour s'y opposer, l'Italie, le Royaume-Uni et le Japon sont intervenus sur le marché des changes à raison de plusieurs milliards de dollars. Dans le cas du Japon, il s'agissait de permettre aux capitaux étrangers qui avaient précédemment afflué en quantités anormales, de refluer sans qu'il en résulte une baisse de la valeur au change du yen, qui aurait arrêté le processus d'ajustement de l'excédent extérieur. Pour le Royaume-Uni et l'Italie, dont la balance était en déficit, l'objectif était de gagner du temps pour permettre au processus d'ajustement de produire ses effets sans entraîner une détérioration excessive des termes de l'échange ni une accélération de la spirale inflationniste.

Si l'inflation a contribué à l'instabilité des taux de change, il est également vrai que les taux flottants ont joué un rôle dans l'intensification de l'inflation. Pour les monnaies qui ont flotté en baisse, la hausse des prix des produits importés a eu un effet stimulant direct sur l'inflation. Les vastes fluctuations des cours ont néanmoins exercé une influence plus prononcée sur le climat inflationniste en accentuant la défiance à l'égard des monnaies et en augmentant la préférence pour toute une série de valeurs réelles. Aussi l'expérience acquise au cours de la première année de taux flottants a-t-elle montré que, dans l'ensemble, ils compliquaient la recherche et le maintien de la stabilité monétaire.

Réforme du système monétaire international.

Le Comité des Vingt, mis en place par le Conseil des gouverneurs du F.M.I. en juillet 1972, a été chargé de préparer un projet sur la réforme du système monétaire international et les questions connexes. A cette époque le système fonctionnait,

bien sûr, dans le cadre des taux de change réajustés par l'Accord de Washington de décembre 1971, et l'on avait bon espoir que cet accord pût constituer une base raisonnable pour la formulation des propositions de réforme. Après que les autorités furent obligées d'accepter un système généralisé de taux de change flottants en mars 1973, le problème de la réforme apparut, à l'évidence, de plus en plus difficile à résoudre. Lorsque les suppléants lui remirent une première esquisse de la réforme en septembre 1973, le Comité fixa avec optimisme la date de juillet 1974 pour la réalisation d'un accord sur les questions soulevées. En janvier 1974, il s'est néanmoins vu contraint de reporter cette date en raison des perspectives troublées qui se manifestaient dans le domaine des paiements internationaux à la suite de la forte hausse du prix des produits pétroliers.

Comme envisagé initialement, le Comité doit achever son travail cet été, mais il se bornera à mettre au point les grandes lignes d'un nouveau système monétaire, sous la forme d'une révision de l'esquisse de l'an passé, en y joignant des recommandations visant à l'adoption d'un certain nombre de mesures intérimaires.

S'il est vrai que le changement d'orientation décidé par le Comité en janvier a été provoqué par la crise pétrolière, l'état des discussions précédentes ne laissait que peu d'espoir de voir réaliser rapidement un accord sur un système viable. La discussion a porté sur les principaux aspects suivants de la réforme, à propos desquels des points de vue différents ont été exprimés: mise sur pied d'un processus d'ajustement efficace et symétrique et, notamment, amélioration du fonctionnement du système des taux de change; action concertée pour faire face aux mouvements de capitaux générateurs de déséquilibres; degré approprié et forme de la convertibilité, avec des obligations symétriques pour tous les pays; meilleure gestion, à l'échelle internationale, des liquidités globales; compatibilité entre les arrangements prévus pour l'ajustement, la convertibilité et les liquidités globales; enfin, mesures propres à encourager le transfert de ressources réelles vers les pays en voie de développement.

La question fondamentale avait trait à la nature du nouveau régime des taux de change. A ce sujet, le Comité, qui s'est réuni au niveau ministériel en mars 1973 juste après l'adoption d'un régime presque généralisé de taux de change flottants, avait déclaré que «dans le système réformé, le régime des taux de change devait rester fondé sur des parités stables, mais ajustables» et que «les taux de change flottants pouvaient constituer une technique utile dans des situations particulières». De prime abord, il s'agissait d'un système de parités s'inspirant quelque peu du modèle de Bretton Woods, mais débarrassé de ses rigidités excessives. Il n'y avait cependant pas d'unité de vues entre les pays en ce qui concerne l'importance relative de la stabilité des taux et de leur ajustabilité. Les contours du problème de fond se sont donc quelque peu estompés.

Le projet de réforme du système s'articule autour des trois points suivants: amélioration du processus d'ajustement, convertibilité monétaire et régulation des liquidités globales. En ce qui concerne les moyens d'atteindre ces objectifs, les discussions au sein du Comité ont fait apparaître des divergences d'opinion majeures, principalement entre les Etats-Unis et un certain nombre de pays européens; il n'est

pas évident non plus que les principales modifications proposées dans ces trois domaines permettraient de rétablir une situation dans laquelle la stabilité des taux de change serait la règle plutôt que l'exception.

La principale proposition d'amélioration du processus d'ajustement a été avancée par les Etats-Unis; elle consistait à considérer l'augmentation ou la diminution des réserves officielles d'un pays, au-delà ou en deçà d'un niveau convenu, comme un indicateur objectif de l'existence d'un déséquilibre significatif de la balance des paiements, qui devrait être soumis à l'examen du F.M.I.; des modifications «disproportionnées» traduiraient la nécessité objective d'un ajustement, le ou les pays impliqués étant invités par le Fonds à prendre des mesures correctives. Ces pays choisiraient eux-mêmes la politique d'ajustement à mettre en œuvre; le Fonds pourrait cependant exercer à leur encontre des «pressions graduées» en vue de les amener à prendre des mesures d'ajustement au cas où leur déséquilibre persisterait assez longtemps.

L'objectif fondamental de la proposition américaine était d'assurer un ajustement rapide des déséquilibres, de telle façon que le rétablissement de taux de change stables et de la convertibilité ne soit pas remis en cause, dans le nouveau système, par suite d'une ponction prolongée sur les réserves des pays déficitaires. Les auteurs visaient en outre à obtenir la coopération des pays excédentaires et déficitaires dans le processus d'ajustement et, de ce fait, à réduire les obstacles politiques qui s'opposent à cette proposition. La question s'est toutefois posée de savoir si la notion d'indicateur objectif pourrait être viable en pratique. Lorsqu'un pays serait sur le point d'atteindre le niveau de réserves indiquant «objectivement» la nécessité d'un ajustement, le marché, qui serait déjà informé d'une telle situation, pourrait avoir devancé le processus en provoquant un ajustement désordonné, comme on ne l'a que trop vu pendant les derniers jours de fonctionnement du système de Bretton Woods.

De toute façon, d'autres pays importants ont également formulé des objections à l'encontre de cette proposition. Ils redoutent que, malgré la liberté qu'elle prétend leur laisser du choix de leurs propres politiques d'ajustement, cette proposition n'aboutisse en pratique à des modifications assez fréquentes et quelquefois inutiles des taux de change. Certains Etats ont également le sentiment qu'en raison de leur plus faible taille et de l'importance attachée par les Etats-Unis à la contribution des pays excédentaires à l'amélioration du processus d'ajustement, c'est à eux, plutôt qu'aux Etats-Unis, que la charge en incomberait. Ils estiment, d'une façon plus générale, que le processus d'ajustement ne devrait pas se dérouler selon des règles mécanistes, sur la base des seuls mouvements des réserves, mais que chaque cas de déséquilibre de paiements requiert un traitement particulier, qui doit tenir compte d'un certain nombre d'autres facteurs. La question a fait en définitive l'objet d'une formule de compromis aux termes de laquelle la nécessité d'un ajustement serait laissée à «l'appréciation» d'un Comité du Fonds, une «importance majeure» étant attachée aux mouvements disproportionnés de réserves.

Si, aux yeux des Etats-Unis, l'élément fondamental de la réforme monétaire était l'instauration d'un processus obligatoire d'ajustement, un grand nombre de pays européens ont souligné l'importance du rétablissement et du maintien de la

convertibilité monétaire. Selon eux, l'effondrement du système de Bretton Woods a en effet été provoqué par l'abandon progressif de la convertibilité du dollar et l'accumulation excessive de dollars qui en est résultée dans les réserves d'autres pays. Ils proposèrent donc d'obliger, dans le système réformé, les différents pays à présenter à la conversion tous avoirs de change – à l'exception des fonds de roulement – acquis par leurs autorités monétaires sur le marché. Les Etats-Unis (ainsi que les autres centres de réserve) seraient protégés contre les conséquences de la présentation à la conversion des réserves de change «anciennes», par la mise en place auprès du F.M.I. d'une facilité de substitution leur permettant d'acquérir des actifs de réserve à concurrence du montant des conversions de leurs monnaies dépassant leurs déficits officiels de paiements enregistrés pendant une période donnée.

Les Etats-Unis n'ont pas jugé cette proposition acceptable, étant donné que, selon eux, tout pays désireux de renforcer ses réserves au moyen de dollars devrait rester libre de le faire. L'idée de la convertibilité obligatoire recèlerait d'ailleurs une difficulté supplémentaire, à savoir qu'elle introduirait dans le système un élément de contrainte et de rigidité qui rendrait manifestement plus difficile le maintien de la stabilité des taux de change.

Le troisième élément de la réforme concerne la gestion de la liquidité globale. Cette question s'est posée du fait de l'élévation des D.T.S. au rang de principal actif de réserve du système, entraînant la réduction du rôle de l'or et des monnaies de réserve. Tout comme la proposition visant à rendre la convertibilité monétaire obligatoire, l'idée que la croissance des réserves globales devrait faire l'objet d'une régulation directe est liée à la conviction que leur expansion incontrôlée a constitué une des causes essentielles de l'écroulement du système de Bretton Woods. Cette conception ne tient cependant pas compte du fait que la croissance excessive des réserves n'était pas purement fortuite, mais découlait naturellement du fait qu'on a laissé persister pendant de longues années un déséquilibre fondamental dans le système. Elle s'attache plutôt aux symptômes qu'aux causes de l'effondrement du système de Bretton Woods. L'objectif consistant à réguler le niveau des réserves globales se fonde aussi sur l'idée qu'il est possible de déterminer objectivement le degré de croissance requis des réserves du système. En pratique, étant donné la diversité des situations qui peuvent se produire à tout moment, une bonne part de chance sera nécessaire pour que de telles estimations se révèlent justes. Il faudra toujours une certaine souplesse dans l'approvisionnement des réserves pour permettre aux pays concernés de défendre la grille des taux de change en période de tension.

En plus des difficultés relatives au concept de régulation des réserves globales, les débats ont mis en relief les problèmes que poserait sa mise en œuvre. S'agissant de son aspect négatif – la réduction du rôle de réserve de l'or et des monnaies – un certain nombre de vues nettement divergentes se sont manifestées au Comité. Pour ce qui est de l'or, les Etats-Unis et certains autres pays étaient fortement opposés à un relèvement important de son prix officiel; plusieurs grands pays étaient néanmoins d'avis qu'il serait souhaitable de mobiliser d'une façon ou d'une autre les montants considérables d'or détenus dans les réserves. C'est cette conviction qui a amené les ministres des finances de la C.E.E. à préconiser, en avril 1974, l'idée de transactions

officielles en or à des prix dérivés du marché. En ce qui concerne les réserves en devises, c'est-à-dire en pratique essentiellement les réserves en dollars, un grand nombre de pays se sont fortement prononcés contre leur développement continu. Il convient cependant de noter que le dollar est toujours l'élément de réserve le plus actif, comme il l'a été sous le régime de Bretton Woods, et pour les mêmes raisons pratiques. Tout projet visant à démanteler le rôle du dollar devrait tenir compte de cet état de choses.

L'aspect positif de la proposition relative à la régulation des réserves globales, à savoir le fait de transformer les allocations de D.T.S. en principal instrument de la croissance des réserves, pose également un certain nombre de problèmes. Mis à part la question de la rigidité mentionnée précédemment, la principale difficulté est de rendre cet objectif compatible avec la nature fiduciaire des D.T.S. Pour que les D.T.S. deviennent le principal actif de réserve du système, les pays créanciers et les marchés ne devront pas considérer leur utilisation par les différents pays déficitaires comme s'apparentant à un tirage sur une ligne de crédit — comme c'est le cas avec les droits de tirage ordinaires sur le Fonds — ils devront, au contraire, placer cet instrument sur un pied d'égalité avec l'or et les réserves de devises. Les pays excédentaires pourraient éprouver des difficultés à admettre cette conception à mesure que le volume des D.T.S. se gonflera.

En raison de l'interférence de certaines idées générales, le Comité a été amené à aborder sous un jour différent l'ensemble des problèmes rencontrés lors de l'examen de divers aspects de la réforme. Il s'agit en particulier du concept de symétrie du nouveau système monétaire, selon lequel aucun membre ne devrait bénéficier d'avantages refusés aux autres. Cette opinion, qui se reflète surtout dans la proposition visant à réduire le rôle du dollar dans le système, a conduit parfois à juger l'acceptabilité d'une proposition davantage selon le critère de l'«équité» que d'après celui de la «viabilité». Il y a également l'idée que le système devra être régulé. Au cours des dix dernières années, aucun effort n'a été épargné pour favoriser l'esprit de coopération et de compromis sur le plan monétaire international; s'il est vrai que ces efforts ont permis d'obtenir quelques résultats, on ne peut guère prétendre que l'expérience ait été encourageante pour les partisans d'une régulation globale du système monétaire. Enfin — et ce point est plus fondamental — l'opinion a été exprimée que la fonction du Comité ne devrait pas se limiter à examiner les dispositions des statuts du Fonds qu'il y aurait intérêt à modifier, mais que son rôle devrait consister à créer un système totalement neuf et à en prévoir les modalités de fonctionnement. Cette approche est plus ambitieuse que celle qui a conduit à la création du F.M.I. A Bretton Woods, les négociateurs s'étaient bornés à définir un certain nombre d'objectifs de base, à établir quelques règles de bonne conduite et à ouvrir des lignes de crédit utilisables par les pays en cas de besoin. S'ils avaient essayé d'établir un projet détaillé du système, ce dernier n'aurait certainement pas pu être adapté à l'évolution de la situation que nous avons connue depuis la fin de la guerre. Cette fois-ci, le déclenchement de la crise pétrolière a montré que, avant même d'avoir été adopté, le projet de réforme a paru insuffisant pour faire face à la nouvelle situation.

Aussi peut-on dire que la décision prise en janvier 1974 d'adopter une conception évolutive de la réforme monétaire — ce que certains considèrent comme une

mesure rétrograde prise sous l'empire des événements — peut se révéler utile dans la difficile tâche de rétablir la stabilité des taux de change.

En ce qui concerne maintenant les premières étapes de ce processus évolutif, le Comité des Vingt a été en mesure, lors de sa séance de janvier 1974, de s'accorder sur deux points qu'il est prévu de faire figurer parmi les recommandations au Conseil des gouverneurs du Fonds. La première de ces recommandations concerne la mise en place, entre le Conseil des gouverneurs et le Conseil d'administration, d'un nouveau Conseil des gouverneurs qui serait la réplique de l'actuel Comité des Vingt. Le Conseil serait un organe de décision et aurait la responsabilité de la gestion et de l'adaptation du système monétaire; il serait également chargé de superviser l'introduction de la réforme monétaire. Comme la mise en place d'un tel organisme nécessite l'amendement des statuts du Fonds, il a été également convenu de recommander la création d'un Comité intérimaire ayant la même composition que le Conseil proposé et doté de fonctions consultatives dans les mêmes domaines. Il est envisagé de confier au Comité intérimaire la surveillance à la fois du processus d'ajustement et de l'évolution des liquidités internationales.

Le second point d'accord réalisé par le Comité des Vingt en janvier concerne la définition des D.T.S. Du fait de leur définition actuelle en termes d'or, et compte tenu du prix officiel actuel de l'or en termes de monnaies, les pays se sont montrés presque aussi réticents à utiliser leurs D.T.S. qu'ils l'ont été pour se séparer de leurs réserves en or. Afin de rendre possible l'utilisation des D.T.S. dans la situation actuelle marquée par un recours étendu aux taux de change flottants, le Comité a estimé souhaitable d'asseoir, pendant une période intérimaire, la définition des D.T.S. sur un « panier » de grandes monnaies. L'étude de ce projet se poursuit actuellement au Fonds. Parmi les autres domaines dans lesquels le Comité envisage la possibilité de faire des recommandations au Conseil des gouverneurs du Fonds figurent l'établissement de lignes directrices pour la mise en œuvre des politiques des différents pays en matière de taux de change au cours de périodes de flottement, ainsi que la question de l'acheminement de ressources réelles vers les pays en voie de développement, en particulier vers les pays importateurs de pétrole.

II. ÉVOLUTION DE LA CONJONCTURE ET POLITIQUES SUIVIES DANS LES DIFFÉRENTS PAYS.

Le présent chapitre donne un aperçu de l'évolution des problèmes et des politiques économiques dans les différents pays: Etats-Unis, Canada, Japon, pays d'Europe occidentale et d'Europe de l'Est, Afrique du Sud, Australie et Nouvelle-Zélande.

Etats-Unis. Sous l'impulsion des politiques fortement expansionnistes qui ont été appliquées pendant la majeure partie de l'année 1972, l'essor de l'économie américaine a atteint son apogée au premier trimestre de 1973, avec un produit national brut en volume marquant une progression de 8% sur une période de douze mois et de 13% sur deux ans. Par la suite, le mouvement ascendant de la production s'est poursuivi jusqu'en automne, mais son rythme a fléchi peu à peu. Ce ralentissement était dû pour une très large part aux difficultés d'approvisionnement qui sont apparues à mesure que l'utilisation des ressources s'est faite plus intense. Le taux de chômage, qui s'élevait à 5,0% au premier trimestre, est tombé à 4,6% en octobre, et certains secteurs ont été touchés par la pénurie de main-d'œuvre. Qui plus est, dans les principaux secteurs industriels de base, l'utilisation de la capacité de production a atteint au troisième trimestre le taux record de 96%. En ce qui concerne les biens durables, la valeur des commandes non exécutées s'est accrue d'un bon tiers au cours de l'année.

Les tensions exercées sur la capacité productive, accentuées par la flambée mondiale des cours des matières premières et par la nouvelle dévaluation du dollar, ont engendré une pression à la hausse sur les prix américains. Dans ces conditions, la réglementation des prix instituée par la loi sur la stabilisation de l'économie n'a guère été efficace, même si les objectifs des autorités en matière de salaires n'ont pas été gravement menacés. La norme applicable aux accords de salaires tant pendant la deuxième phase de la politique des revenus, de novembre 1971 à janvier 1973, que pendant la troisième phase qui lui a succédé, recommandait une augmentation de 6,2% l'an, y compris les avantages complémentaires. En fait, les augmentations de salaires prévues pour la première année dans les nouvelles conventions collectives conclues en 1973 ont atteint en moyenne moins de 6%, soit le pourcentage le plus bas enregistré depuis plusieurs années et, au cours de la période de quinze mois qui s'est achevée en mars 1974, les gains horaires ont progressé au taux annuel de 6%. Cette évolution contraste avec celle des prix de détail, qui s'établissaient en décembre 1973 à près de 9% au-dessus du niveau atteint douze mois auparavant (à eux seuls, les prix des denrées alimentaires ont monté de 20%); au premier trimestre de 1974, l'indice général a progressé au rythme de 13% l'an, tandis que la hausse des prix de gros était presque deux fois plus forte.

Les prix des produits agricoles, de même que ceux des articles d'exportation et d'importation, ont été constamment exemptés de la réglementation directe; toutefois, en 1973, les autorités se sont efforcées d'accroître par divers moyens l'approvisionnement du marché des Etats-Unis, non seulement en denrées alimentaires mais

aussi en métaux, bois d'œuvre et produits pétroliers. Parmi les mesures les plus importantes, on relève l'élargissement des contingents d'importation de denrées alimentaires, les restrictions temporaires à l'exportation de certains produits agricoles et de ferraille, la mise sur le marché d'une partie des stocks constitués par le gouvernement fédéral et la libéralisation des importations de produits pétroliers. En outre, les autorités ont entrepris de supprimer progressivement les subventions agricoles visant à décourager la production.

Ces mesures mises à part, les vicissitudes dans l'application du dispositif de surveillance ont influé sur l'évolution de la hausse des prix d'un mois sur l'autre. Les principaux points de repère de cette politique ont été, l'an dernier, le plafonnement des prix des produits pétroliers et de la viande en mars 1973; à partir de mai, l'obligation, pour les grandes sociétés, de notifier à l'avance les relèvements de prix de plus de 1,5% par rapport au niveau de janvier; un blocage de deux mois, du 15 juin au 15 août, de tous les prix de détail et de gros (bien que les secteurs de la santé et de l'alimentation en aient été exemptés au bout d'un mois); l'entrée en vigueur, à l'issue de ce blocage, d'une quatrième phase marquant un renforcement général des mesures antérieures de limitation des prix et prévoyant en même temps la levée des contrôles dans certains secteurs déterminés. Les nouvelles restrictions étaient plus sévères, en ce sens qu'elles permettaient seulement de répercuter l'alourdissement des coûts en valeur absolue, et non en pourcentage. Les contrôles ont d'abord été levés surtout dans les industries fabriquant des produits de base dont la demande était supérieure à l'offre et qui risquaient d'être détournés vers l'exportation si les prix intérieurs n'étaient pas relevés, comme par exemple les engrais, certains métaux non ferreux et le bois d'œuvre. D'une façon plus générale, le démantèlement progressif du système de contrôle a été effectué en prévision de l'expiration, à la fin d'avril 1974, des pouvoirs du gouvernement en matière de surveillance des prix; on espérait en effet que, d'ici cette date, l'action restrictive menée dans les domaines budgétaire et monétaire aurait provoqué une atténuation des pressions de la demande.

Pour ce qui est de la politique budgétaire, il convient de souligner que les dépenses du gouvernement fédéral en biens et services ont fléchi, en volume, de 6% entre 1972 et 1973 et que, si les décaissements au titre des transferts ont fortement augmenté, les rentrées fiscales ont été plus importantes que prévu. Il a été ainsi possible de réaliser l'équilibre du budget fédéral dès le deuxième trimestre de 1973 et de dégager par la suite un léger excédent, alors qu'en 1971 et en 1972, les comptes de la nation avaient fait ressortir des déficits de \$22,2 milliards et \$15,9 milliards respectivement. Les Etats et les collectivités locales ont enregistré un excédent appréciable pour la deuxième année de suite - \$10,5 milliards, contre \$13,1 milliards en 1972 - l'augmentation des dépenses ayant été presque compensée par celle des recettes fiscales et des subventions du gouvernement fédéral.

Sur le plan monétaire, les efforts visant à freiner le développement du crédit ont surtout mis l'accent sur le renchérissement du coût des facilités de prêt plutôt que sur la contraction du volume des disponibilités. L'objectif était de ralentir la croissance de la demande sans provoquer un véritable «étranglement» du crédit, comme ce fut le cas en 1966 ou en 1969. La progression des taux d'intérêt

à court terme et des appels des banques membres aux concours de la Réserve fédérale, qui se poursuivait depuis le printemps de 1972, s'est accélérée en fin d'année et au début de 1973. Le premier trimestre a été marqué par des demandes massives de crédit, motivées non seulement par la surchauffe de l'économie interne, mais également, en février et en mars, par la fuite devant le dollar. Le taux d'escompte de la Réserve fédérale, après être demeuré inchangé à 4½ % durant toute l'année 1972, a été porté en deux étapes à 5½%. En mars, les emprunts des banques membres ont atteint leur point culminant avec \$1,8 milliard – ce qui représente une augmentation de \$1,3 milliard en six mois – tandis que le taux des «fonds fédéraux» atteignait 7%.

En avril, le comité des intérêts et des dividendes a publié des directives sur l'instauration d'un régime de double taux débiteur de base: le «prime rate» ajusté aux taux du marché s'appliquerait, comme précédemment, aux grandes sociétés, tandis que les petites entreprises et les exploitations agricoles bénéficieraient d'un taux plus faible, fixé par voie d'autorité. Cette mesure préluait à un durcissement plus marqué de la politique monétaire. A la mi-mai, le Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale a suspendu complètement le plafonnement, imposé par le règlement Q, à la rémunération des certificats de dépôt d'un montant élevé (ceux dont l'échéance est inférieure à 90 jours étaient déjà librement rémunérés depuis juin 1970) et a porté de 5 à 8% le coefficient des réserves obligatoires applicables à l'accroissement des ressources que les banques se procurent par l'émission de ces certificats et par celle de «papier commercial» (lorsqu'elle se fait par le truchement de sociétés apparentées à des banques). Ces modifications ont facilité la suppression de la discrimination frappant les emprunts contractés à l'étranger par les banques américaines et auxquels s'appliquait un coefficient de réserves obligatoires de 20%, qui a été ramené à 8%. L'obligation de réserve de 8% a été également étendue aux effets financiers, catégorie qui en était précédemment exempte. Enfin, à partir de juillet, les coefficients des réserves assises sur la plupart des dépôts à vue ont été relevés de ½ point.

Ces mesures ont encore renforcé la tendance à la hausse des taux d'intérêt. Cinq nouvelles majorations du taux de l'escompte l'ont porté à 7½ % au milieu d'août, tandis que le loyer de l'argent à court terme sur le marché progressait encore davantage, gagnant environ 3 points entre mars et août. Le crédit n'en a pas moins continué de se développer rapidement, les banques allégeant leur portefeuille de fonds d'Etat et se faisant également une concurrence acharnée pour la collecte de ressources par émission de certificats de dépôt. Les taux pratiqués sur le marché ont atteint leur maximum en septembre, le taux de base des banques se situant alors à 10%, celui des «fonds fédéraux» à près de 11%, et celui des certificats de dépôt dépassant même légèrement ce dernier chiffre. En conséquence, le coefficient des réserves obligatoires complémentaires applicables à l'accroissement, depuis le milieu de mai, des ressources obtenues par l'émission de certificats de dépôt d'un montant élevé, a été porté en septembre de 8 à 11%. Comme le montre le tableau ci-après, l'expansion globale du crédit a été exceptionnellement forte pendant la période de douze mois allant jusqu'à fin juin 1973, puisqu'elle a représenté 15,8% du produit national brut en termes nominaux, contre 9,8% seulement en 1969, qui fut également une année de restrictions monétaires.

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

Rubriques	1969	1970	1971	1972		1973		1974
				1er se- mestre	2ème se- mestre	1er se- mestre	2ème se- mestre	1er tri- mestre
taux annuels ajustés, en milliards de dollars								
Demande de ressources:								
Titres du Trésor fédéral	- 3,6	12,8	25,5	12,4	22,2	17,0	2,5	6,8
Obligations de sociétés privées et obligations étrangères	13,0	20,6	19,7	14,4	12,0	10,6	12,7	19,4
Titres des Etats et des collectivités locales	9,9	11,3	16,6	12,0	11,9	6,5	13,6	10,9
Emprunts hypothécaires	27,7	25,7	46,8	60,9	73,7	74,6	71,4	54,7
Crédit à la consommation	10,4	6,0	11,2	15,8	22,5	24,7	20,4	8,2
Prêts bancaires	15,3	6,4	9,3	14,5	29,3	54,2	29,2	45,3
Divers	15,3	9,8	5,9	4,7	6,2	4,7	19,8	19,1
Total²	88,0	92,6	135,0	134,7	177,8	192,3	169,6	164,4
Fournies directement par:								
Gouvernement fédéral	2,9	2,8	3,2	1,5	3,1	1,0	5,1	1,6
Réserve fédérale	4,2	5,0	8,8	4,5	- 4,1	11,8	6,7	2,5
Banques	18,2	35,1	50,6	57,2	82,4	101,3	77,8	80,8
Autres institutions financières Secteur privé, à l'exception des institutions financières Etranger	36,7	39,9	60,9	73,2	87,7	83,5	60,2	68,6
	26,3	- 0,5	- 14,9	- 7,9	- 1,9	- 16,8	26,7	9,7
	- 0,3	10,3	26,4	6,2	10,6	11,5	- 6,9	1,2
Total	88,0	92,6	135,0	134,7	177,8	192,3	169,6	164,4
Variations correspondantes des éléments d'actif de caractère financier								
Disponibilités monétaires (M1)	7,7	10,5	13,0	14,5	18,7	10,3	13,6	2,9
Dépôts à terme et d'épargne	- 2,3	56,1	81,2	88,8	82,6	98,8	60,9	93,0
Créances sur les marchés du crédit	82,6	26,0	40,8	31,4	76,5	83,2	95,1	68,5
Total	88,0	92,6	135,0	134,7	177,8	192,3	169,6	164,4

¹ Non compris les émissions de valeurs à revenu variable par les entreprises du secteur non financier, qui se sont élevées à 3,4 4,9 11,7 10,5 9,5 5,7 5,8 0,7

Total des flux financiers nets, y compris les émissions de valeurs à revenu variable 91,4 97,5 146,7 145,2 187,3 198,0 175,4 165,1

Total, en pourcentage du produit national brut 9,8 10,0 13,9 12,9 15,8 15,7 13,3 12,2

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

En automne, toutefois, les taux élevés pratiqués sur le marché ont exercé un effet de contraction marqué sur l'apport de capitaux aux établissements de crédit hypothécaire. Malgré un soutien accru de la part des banques et des organismes fédéraux, les dépenses d'investissement consacrées au logement, après avoir plafonné à un niveau élevé pendant près de deux ans, ont fléchi de 12% en termes réels entre le troisième et le quatrième trimestre. La cadence annuelle des mises en chantier de maisons d'habitation pour compte privé est tombée de 2,3 millions au premier semestre de 1973 à 1,6 million pour la période octobre 1973-mars 1974. Pour ce qui est des autres composantes de la demande, on note une légère baisse de l'ensemble des dépenses du secteur public en biens et services à partir du second semestre de 1973. Les

consommateurs ont continué d'accroître leurs dépenses jusqu'à l'automne, principalement dans le domaine des services. Les achats de biens durables s'étaient réduits dès le premier trimestre; cette évolution s'explique en partie par l'incapacité de l'industrie à honorer les commandes, et aussi par un certain tassement de la demande, auquel il fallait s'attendre après le bond de 30% que cette dernière avait fait en deux ans. Au quatrième trimestre, la crise pétrolière a provoqué une chute beaucoup plus brutale des ventes d'automobiles, et la dépense totale en biens durables s'est contractée de 6%, les répercussions immédiates sur l'activité économique étant amorties par un gonflement des stocks de voitures. Les seules composantes de la demande finale à poursuivre leur progression ont été les dépenses en capital fixe des entreprises et les exportations, les premières ayant été stimulées par l'insuffisance de capacité de production et l'élargissement des marges bénéficiaires des entreprises, ainsi que par les avantages fiscaux en faveur des investissements, en vigueur depuis 1971, et les secondes ayant profité de la dévaluation du dollar et de la ruée sur les matières premières.

La courbe de la production s'est nettement infléchie vers le bas au cours des derniers mois de 1973, la production industrielle accusant un recul de 2,7% entre novembre 1973 et mars 1974. Ce fléchissement est intervenu à raison des deux tiers dans les secteurs de l'automobile et des entreprises de services publics, de sorte qu'on peut l'attribuer directement au problème du pétrole. Le taux de chômage est passé de 4,6% en octobre à 5,2% en janvier-février 1974. En taux annuel corrigé des variations saisonnières, le produit national brut en volume a fortement diminué pendant le premier trimestre de 1974 (-6,3%).

Le projet de budget des autorités fédérales pour l'exercice 1974-75, présenté au début de février, a été établi en partant de l'hypothèse d'une reprise modérée de la production dès la seconde moitié de l'année, sous l'impulsion des investissements des entreprises et des achats de biens et de services par le secteur public. Il a été prévu que le P.N.B. progresserait en 1974 de 8% en valeur et de 1% en volume par rapport à l'année précédente. Une telle croissance est bien inférieure aux possibilités à long terme de l'économie, et implique une aggravation du chômage pendant l'année. Il se peut toutefois que, comme en 1973, la situation de l'emploi donne une idée exagérée de la marge de capacité disponible. L'approvisionnement reste insuffisant pour divers produits industriels de base et, de plus, l'économie doit s'adapter à la nouvelle situation en matière d'énergie. Dans certains secteurs, cette adaptation peut s'effectuer assez rapidement - dans l'industrie automobile, par exemple, une orientation de la production vers des modèles de plus petite cylindrée devrait contribuer à ranimer les ventes dans le courant de l'année. Mais, dans le secteur de l'énergie proprement dit, l'horizon est plus lointain. Le projet «Indépendance», lancé en novembre 1973, vise à permettre aux Etats-Unis de subvenir d'ici à 1980 à leurs propres besoins en combustibles. Tant qu'on n'approchera pas de la réalisation de cet objectif, l'incertitude continuera de régner quant à l'approvisionnement en énergie. Un autre sujet de préoccupation est évidemment le rythme de l'inflation. Les salaires réels disponibles ont fléchi d'environ 4½% au cours de la période de douze mois s'achevant en mars 1974, en partie du fait de l'absence de gains de productivité pendant cette phase du cycle. S'il se peut qu'on assiste, dans un proche avenir, à une accélération des progrès de la productivité, il est également possible que les salaires nominaux

augmentent dans les mêmes conditions à mesure que les travailleurs s'efforceront d'obtenir le rattrapage des hausses de prix et qu'entreront en vigueur des conventions collectives plus étendues prévoyant une indexation des salaires. Dans ces conditions, les autorités n'ont guère été disposées à stimuler la demande et, en dépit de l'augmentation prévue des achats de biens et de services, le nouveau budget de l'administration fédérale n'aura qu'un effet expansionniste très faible. Le déficit de l'exercice 1974-75, estimé à \$9,4 milliards, qui équivaut à un excédent de \$8 milliards dans une situation de plein emploi, est à rapprocher du déficit de \$4,7 milliards prévu pour 1973-74 (après révision du chiffre initial de \$12,7 milliards).

Les autorités ont fait preuve d'une prudence analogue dans leur politique monétaire. Elles ont cessé d'accentuer leur orientation restrictive au début de l'automne de 1973, quand il est apparu que le rythme d'expansion du crédit se ralentissait mais, contrairement à ce qu'escomptait le marché, cette pause n'a été suivie d'aucun assouplissement notable. Tandis que le taux des «fonds fédéraux» restait stable, le loyer de l'argent à court terme a cédé 1¼ point en octobre, mais s'est de nouveau relevé vers la fin de l'année. Le taux débiteur de base, après un recul de courte durée à 9½%, est revenu à 10%. L'expansion du crédit bancaire s'étant apparemment modérée, les autorités ont ramené de 11 à 8% le coefficient des réserves obligatoires assises sur l'accroissement des certificats de dépôt d'un montant élevé.

Un mouvement identique s'est produit au cours des quatre premiers mois de 1974. Certains indices d'un assouplissement de la politique monétaire ont déterminé dans un premier temps une baisse des taux de rendement sur le marché, et quelques banques ont été jusqu'à abaisser leur taux débiteur de base à 8½% au début de mars. Mais un brusque changement de sens est intervenu ensuite, et le «prime rate» a recommencé à monter. Après avoir progressé de 18% au cours de chacune des deux années précédentes, les crédits consentis aux entreprises par les grandes banques commerciales ont, durant la période janvier-avril 1974, continué de se développer presque aussi vite qu'auparavant. Les taux d'intérêt à long terme, dont l'ascension avait été très modérée durant toute l'année 1973, ont accentué leur mouvement de hausse, le rendement des obligations de sociétés de la classe AAA atteignant 8,3% en avril contre 7,7% au début de l'année. Après une accalmie de deux ans, les placements financiers des sociétés, des Etats et des collectivités locales ont connu une très forte expansion.

L'excédent de la balance des paiements et la hausse du dollar sur les marchés des changes au cours de l'automne de 1973 ont amené les autorités à mettre fin, après plus d'une décennie, au contrôle des sorties de capitaux des Etats-Unis. A la fin de janvier 1974, le pourcentage de la taxe de péréquation de l'intérêt a été ramené à zéro, et toutes les restrictions imposées aux prêts et investissements à l'étranger des banques et des entreprises américaines ont été levées. Au cours des mois suivants, la hausse des taux sur le marché des euro-monnaies s'est accompagnée d'une expansion notable des prêts à l'étranger des banques américaines, d'un affaiblissement des cours du dollar et d'une nouvelle progression des taux d'intérêt aux Etats-Unis. Au printemps, la recrudescence de la poussée des prix et de la demande de prêts bancaires a amené les autorités à réaffirmer leur détermination de maintenir l'orientation restrictive de la politique monétaire. En avril, le taux d'escompte officiel a été porté à 8% et le taux débiteur de base des banques s'est élevé jusqu'à 11½% à la fin mai.

Canada. Au cours de l'année 1973, l'économie canadienne s'est acheminée à une allure inaccoutumée vers la pleine utilisation des capacités de production; en conséquence, les autorités ont aménagé leur politique dans un sens moins expansionniste. La demande, tant interne qu'étrangère, a fait preuve d'un grand dynamisme. La consommation des particuliers a continué de s'accélérer par suite de l'accroissement rapide des ventes de véhicules neufs et des autres biens de consommation durables et semi-durables. Ces ventes étaient liées, dans une certaine mesure, aux investissements dans le domaine du logement, étant donné que, pour la troisième année de suite, les mises en chantier de locaux d'habitation atteignaient un nombre record. Les dépenses en capital fixe des entreprises se sont accrues l'an dernier d'environ 12% en termes réels grâce aux encouragements de caractère fiscal procurés par les facilités d'amortissement accéléré. Les dépenses publiques en biens et services se sont légèrement intensifiées. Si, durant l'année, les exportations de marchandises se sont développées en volume à concurrence de 8%, leurs prix ont progressé parallèlement à la flambée des cours mondiaux des matières premières. De ce fait, la balance commerciale ne s'est pas détériorée malgré une croissance plus forte encore du volume des importations.

Le niveau général de l'emploi, source de préoccupations périodiques, a enregistré l'augmentation la plus rapide depuis vingt-cinq années. Le taux de chômage a marqué un recul sensible et le degré d'utilisation des capacités de production est monté à 95%, taux comparable aux maximums enregistrés précédemment. L'indice des prix à la consommation a progressé de 9% de la fin de 1972 à la fin de 1973 sous l'impulsion, en grande partie, de la hausse des prix des denrées alimentaires. Les conventions collectives ont également prévu des relèvements moyens de 9% des salaires et l'on a noté une tendance croissante, lors des négociations des principaux contrats à la fin de l'année, à lier les augmentations futures à l'évolution des prix de détail.

Le budget de l'Etat fédéral pour l'exercice 1973 reflète la préoccupation constante — qui s'est révélée, en fait, excessive — manifestée par les autorités devant la persistance d'un niveau élevé de chômage. Il a été décidé d'alléger l'impôt sur le revenu

Canada: Volume des fonds recueillis par les principaux secteurs.

Secteurs	1969	1970	1971	1972	1973
	en milliards de dollars canadiens				
Entreprises autres que les institutions financières . . .	4,2	3,2	5,3	4,7	6,7
Consommateurs	1,3	0,7	1,4	2,2	2,6
Emprunteurs sur hypothèque .	1,7	1,5	2,5	4,0	6,0
Administrations provinciales et municipales	2,2	2,3	2,9	3,5	3,1
Total	9,4	7,7	12,1	14,4	18,4
Gouvernement fédéral	0,3	2,0	3,0	1,6	-0,1
Total général	9,7	9,7	15,1	16,0	18,3
<i>En pourcentage du P.N.B.</i>	<i>12,2</i>	<i>11,3</i>	<i>16,2</i>	<i>15,5</i>	<i>15,4</i>

des personnes physiques et des sociétés et d'accorder, pendant une période de deux ans, des facilités d'amortissement accéléré sur les installations et les équipements industriels. Il a également été procédé à une réduction de certains impôts indirects et à un relèvement des pensions des personnes âgées. Ces mesures devaient se traduire par un accroissement net de plus de \$CAN 0,5 milliard des dépenses du gouvernement fédéral, soit environ ½% du produit national brut. D'une portée plus vaste a été l'engagement d'ajuster à intervalles réguliers, à partir de 1974, les différentes tranches du barème de l'impôt sur le revenu des particuliers, ainsi que le seuil d'exonération, pour tenir compte des répercussions de l'inflation sur les revenus.

La politique monétaire a fait preuve de plus de souplesse en s'orientant dans une direction moins expansionniste. D'avril à septembre 1973, le taux d'escompte a été relevé à cinq reprises et porté de 4% à 7¼%. En avril, des discussions ont eu lieu avec les banques à charte à l'effet de modérer, mais non de comprimer sévèrement, le taux d'expansion de leurs prêts. L'objectif visé consistait à parvenir à cette modération en gênant le moins possible le financement des petites entreprises, l'octroi de crédit dans les régions du pays où le développement est le moins rapide, et la distribution des crédits hypothécaires. En même temps, les autorités monétaires ont accentué la pression sur la liquidité des banques commerciales en restreignant le volume des ressources mises à leur disposition. En contrepartie cependant, elles se sont inquiétées de l'éventualité de voir le dollar canadien devenir un pôle d'attraction pour les mouvements internationaux de capitaux. Aussi se sont-elles efforcées, lorsqu'elles en ont eu l'occasion, d'influencer l'évolution des taux d'intérêt à court terme de l'économie interne de telle sorte que ces derniers progressent plus lentement que les taux étrangers correspondants, en particulier aux Etats-Unis. C'est pourquoi elles ont assoupli, à plusieurs reprises, les restrictions à l'accroissement de la liquidité bancaire.

Dans ces conditions, et compte tenu de la très grande vigueur de la demande de crédit, les principaux actifs des banques commerciales se sont accrus au total de 17% en 1973, contre 15% une année auparavant. Le rythme d'octroi des prêts bancaires aux entreprises s'est maintenu à un niveau élevé tout au long de 1973, même si ce phénomène s'explique en partie par la multiplication, à partir du milieu de l'année, des recours des emprunteurs du secteur industriel et commercial au crédit bancaire au détriment de l'émission de papier commercial, sous l'influence de l'évolution divergente des taux d'intérêt. Les prêts aux particuliers ont enregistré un accroissement de plus de 20% pour la troisième année de suite et l'encours des banques au titre des crédits hypothécaires a augmenté de plus d'un tiers. Seuls les avoirs liquides des banques — essentiellement composés de fonds d'Etat canadiens — ont progressé l'an dernier à un rythme plus faible qu'en 1972, augmentant à peine de 3%.

L'accroissement correspondant des dépôts des banques à charte, ajouté à celui de la monnaie en circulation, s'est traduit en 1973 par une expansion de 15% de la masse monétaire au sens large, soit environ le même taux qu'en 1972. Le volume des disponibilités monétaires a, en revanche, diminué sous l'influence de la vive tension du loyer de l'argent à court terme. Le taux de croissance de cet agrégat monétaire — que les autorités monétaires canadiennes considèrent maintenant comme l'indicateur le plus significatif de l'incidence de la politique monétaire — a été réduit de moitié au cours du second semestre de 1973, et ramené à 8% l'an.

Le volume total des fonds collectés par les emprunteurs canadiens autres que le gouvernement s'est accru d'environ 30% en 1973, la part recueillie par les secteurs non financiers et les emprunteurs de fonds hypothécaires ayant été particulièrement forte. L'essor des investissements des entreprises, et notamment de ceux qui étaient destinés à la reconstitution de stocks, a fortement stimulé la demande de fonds. Ces crédits ont été fournis principalement par le système bancaire du fait, notamment, de l'état assez déprimé de la bourse des valeurs. En ce qui concerne le crédit hypothécaire, l'expérience canadienne a présenté en 1973 un contraste frappant avec celle des États-Unis. Les établissements se livrant à la collecte des dépôts et ayant pour principale activité le financement des prêts hypothécaires ont été en mesure d'opérer avec des écarts de taux d'intérêt plus faibles que cela avait été généralement le cas au Canada. Aussi ont-ils été plus facilement à même de maintenir leur part des ressources d'épargne à une époque marquée par une rapide progression des taux d'intérêt. Les mesures d'encouragement fournies par la banque centrale aux prêts hypothécaires des banques à charte ont constitué un second facteur important dont a bénéficié le marché hypothécaire. En revanche, le montant des fonds collectés par le secteur public, à tous les échelons, a fléchi en 1973. Le gouvernement fédéral a pu réduire légèrement le volume de la dette publique grâce aux ressources dégagées par des cessions de devises sur le marché et à la diminution du volant de trésorerie. Les administrations provinciales et municipales ont également utilisé, dans une certaine mesure, un montant net d'actifs financiers accumulés précédemment.

Les taux d'intérêt ont monté sensiblement en 1973 sous l'influence de l'évolution des taux à l'étranger, de la vigueur de la demande interne de crédit et de l'orientation moins expansionniste de la politique monétaire. Bien que le resserrement de la politique suivie par les autorités ne fût pas de nature à faire monter les taux d'intérêt à un niveau aussi élevé qu'aux États-Unis, il n'en est pas moins vrai qu'à la fin de l'année, les taux des effets à court terme avaient progressé de 5 points par rapport au début de 1973. Les taux débiteurs des banques à charte, appliqués aux emprunteurs importants, ont accusé une hausse de 3½ points et, sur le marché à plus long terme, les taux d'intérêt des obligations ont augmenté d'environ ¾ de point en cours d'année.

Au printemps de 1974, la pression de la demande globale et la hausse des prix se sont poursuivies avec la même intensité. Les dépenses d'investissement des entreprises ont fortement progressé en raison des besoins de nouvelles capacités de production, de l'importance des bénéfices réalisés en 1973 et du lancement de nouveaux programmes dans le domaine énergétique. On n'a pratiquement relevé aucun indice de ralentissement des mises en chantier de logements ni des ventes de véhicules neufs. Les exportations continuaient de répondre à la flambée des prix mondiaux des matières premières. Dans ces conditions, et compte tenu de la poursuite du mouvement de hausse des prix à la consommation, l'application de mesures de restriction de la demande se justifiait toujours. La montée des taux d'intérêt à l'étranger, et l'intensité de la demande de crédit sur le plan national ont amené la Banque du Canada à relever son taux d'escompte à deux reprises (en avril et en mai) de 7¼ à 8¾%.

Système bancaire: Evolution de la situation monétaire.

Pays	Années	Variations annuelles des principaux postes					Taux de variation		
		actif			passif		du crédit interne ¹	de la monnaie et des autres engagements liquides ¹	du P.N.B. en valeur nominale ²
		Avoirs nets à l'étranger	Crédit interne au secteur public	au secteur privé	Monnaie	Autres engagements liquides			
en milliards d'unités de monnaie nationale						en pourcentage			
Allemagne fédérale	1972	8,66	10,26	78,22	17,78	40,07	15,2	12,8	9,2
	1973	26,68	10,59	54,63	3,56	32,27	9,7	7,0	11,6
Autriche	1972	7,30	4,87	42,29	17,71	24,06	18,6	16,2	15,4
	1973	1,14	15,60	25,98	8,57	30,74	13,8	13,1	14,6
Belgique	1972	16,30	46,20	66,00	61,30	96,30	18,3	17,5	11,6
	1973	7,20	45,10	53,90	38,10	114,10	13,6	14,4	13,4
Canada	1972	0,37 ³	0,39	5,67	2,82	2,05	18,2	12,9	10,7
	1973 ⁴	0,20 ³	0,11	6,96	2,04	4,65	19,2	15,9	14,8
Danemark	1972	1,69	2,30	9,48	7,29	4,01	18,7	18,9	13,7
	1973 ⁵	2,40	0,57	10,63	6,40	5,55	15,0	16,5	17,5
Espagne	1972	81,88	24,56	455,03	226,05	337,26	20,6	23,3	17,7
	1973	63,20	7,78	701,12	262,76	453,88	25,2	24,1	20,5
Etats-Unis	1972	0,20 ³	13,10	61,50	18,60	39,70	13,0	11,5	9,5
	1973	1,20 ³	14,00	73,30	17,50	48,70	13,4	11,7	11,6
Finlande ⁶	1972	812	272	3,260	981	2,561	13,8	16,0	16,0
	1973	462	2,468	6,146	1,151	3,014	14,9	16,2	19,6
France	1972	6,51	2,30	76,12	39,33	38,27	18,5	18,6	11,4
	1973	7,43	8,69	73,09	29,69	44,31	13,6	15,0	13,7
Italie	1972	676	4,144	7,360	9,396	3,401	20,5	22,9	9,1
	1973 ⁷	693 ⁷	6,169	10,875	10,195	3,668	27,2	22,4	17,0
Japon	1972	1,483	736	18,323	6,833	9,809	25,2	24,7	14,4
	1973	3,100	473	16,700	5,785	8,363	17,1	16,8	24,5
Norvège	1972	1,03	1,95	4,49	3,12	3,62	13,0	12,8	9,0
	1973	0,08	2,08	5,21	3,45	4,62	13,0	13,6	13,1
Pays-Bas	1972	3,71	0,17	7,10	5,26	3,93	12,9	14,8	13,8
	1973	1,78	1,42	13,14	0,06	11,30	18,4	15,8	13,6
Royaume-Uni ⁸	1972	835	1,033	5,714	1,569	4,135	25,6	27,8	10,2
	1973	834	2,139	6,170	646	6,540	25,1	27,4	14,0
Suède	1972	2,97	1,10	5,75	1,46	6,21	9,9	12,6	8,9
	1973	5,75	1,37	7,29	2,13	8,31	11,4	15,3	10,3
Suisse	1972	2,01 ⁹	1,62	12,17	2,91	6,66	11,5	7,8	15,2
	1973	0,52 ⁹	2,57	10,68	0,09	7,38	9,9	5,5	12,9

¹ De décembre à décembre. ² D'année en année. ³ Autorités monétaires seulement. ⁴ Données monétaires: du troisième trimestre au troisième trimestre. ⁵ Données monétaires: de novembre à novembre. ⁶ En millions d'unités de monnaie nationale. ⁷ Estimations. ⁸ Banque Nationale seulement.

Japon. La reprise économique de l'an dernier s'est développée à un rythme particulièrement rapide et la surchauffe qui en est résultée a eu des répercussions spectaculaires sur l'inflation comme sur les importations. Bien que la croissance de la production ait été très vive depuis l'automne de 1972, le souci de réduire l'excédent des paiements extérieurs a constitué un obstacle à une orientation décisive vers une politique monétaire restrictive et ce, jusqu'au début de 1973, période où le yen est devenu

monnaie flottante. A cette époque, la surchauffe se poursuivait à un rythme élevé et les réserves de liquidité qui avaient été constituées ont retardé l'effet des restrictions de crédit. L'expansion de la production s'étant ralentie à partir de l'été à mesure que les goulets d'étranglement et les pénuries se multipliaient dans l'économie, l'accroissement du produit national brut en volume s'est établi, pour l'ensemble de l'année, à 11%, ce qui ne constitue nullement un record pour le Japon. En revanche, comme les dépenses se sont traduites de façon croissante par une hausse des prix, l'indice d'ajustement du produit national brut a atteint 12,1% contre 5% en 1972.

Le ressort essentiel de l'expansion a été fourni l'an dernier par un accroissement de 19%, en volume, de la formation brute de capital fixe des entreprises, qui depuis deux ans marquait le pas, et par la poursuite du boom dans la construction de logements. Les dépenses publiques, qui reflétaient la recrudescence des efforts déployés par les autorités en faveur de l'infrastructure et de l'octroi d'avantages sociaux, avaient été le moteur de la reprise en 1972, et le budget de l'exercice se terminant le 31 mars 1974 prévoyait une nouvelle progression considérable des autorisations de programme. Des mesures ont été prises à partir de mai pour reporter certains investissements publics, mais les décaissements de l'Etat ont continué de stimuler l'expansion. De même, la consommation des ménages a continué de s'accroître fortement. L'accumulation de stocks a pris de très vastes proportions au cours du premier semestre de l'année pour se ralentir ensuite lorsque les contraintes imposées par les autorités ont commencé à exercer leurs effets.

Aux difficultés provoquées par la surchauffe sont venus s'ajouter, vers la fin de l'année, les problèmes soulevés par l'évolution de la situation pétrolière. Tant par rapport au total des importations qu'au volume global des besoins énergétiques, les achats japonais de produits pétroliers ont atteint une proportion plus grande que dans n'importe quel autre pays industriel. En outre, l'économie était orientée en tablant sur une expansion très rapide de la consommation d'énergie. La menace d'une pénurie de pétrole et le rationnement temporaire des fournitures d'énergie ont accru les difficultés d'approvisionnement que connaissait déjà l'économie et ont déclenché une vague d'achats de caractère spéculatif.

La hausse des prix de gros, qui durant de nombreuses années avait été très faible, s'est fortement accélérée vers la fin de l'année, pour atteindre 29% sur l'ensemble de 1973; dans le même temps, les prix à la consommation ont progressé de 19%. Une partie de cette hausse traduisait le renchérissement des matières premières et des importations de produits énergétiques, auquel est venue s'ajouter en fin d'année la dépréciation du yen. Cependant, la plus grande responsabilité de la hausse semble avoir incombé aux tensions excessives qui s'exerçaient sur l'économie interne.

Dans ces conditions, la politique monétaire a été progressivement durcie au cours de l'année. Après avoir été remis en vigueur en janvier, l'encadrement du crédit sous forme de directives sur la position de liquidité des banques (système dit de «window guidance») a été étendu en avril aux banques locales et aux caisses d'épargne mutuelle, principaux pourvoyeurs de crédit aux petites entreprises, et rendu progressivement plus restrictif d'un trimestre à l'autre. Cette action a été renforcée par

cinq relèvements successifs des pourcentages de réserves minimums imposées aux banques. En conséquence, la gamme de ces pourcentages, lesquels varient selon la nature des engagements et le niveau des dépôts de chaque banque, a été portée d'un maximum de 1½% début janvier 1973 à un maximum de 4¼% en janvier 1974. Après une période de creux vers la fin de 1972, les taux du marché monétaire ont amorcé une forte ascension que la Banque du Japon a encouragée en portant son taux d'escompte de base, tout d'abord de 4¼ à 5% en avril, puis à 7% en trois étapes en mai, juillet et août. En décembre, un nouveau relèvement l'a amené à 9%.

Sous l'influence de ces mesures, on a enregistré à partir du printemps un sensible ralentissement des octrois de crédit des banques. Pour l'ensemble de l'année, la progression des encours s'est chiffrée à 16,6%, contre 25,6% en 1972. Grâce notamment à un net renversement de tendance des comptes extérieurs, le taux de croissance de la masse monétaire au sens large du terme, calculé sur douze mois, a été ramené à 16,0% en décembre 1973, contre 28,5% en novembre 1972. Cette expansion monétaire peut être

Japon: Variations des éléments d'actif et de passif 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	1971	- 4.130	7.530	830	- 2.230			- 2.000
	1972	- 6.180	10.580	720	- 3.080			- 2.040
	1973	- 6.875	9.920	1.510	- 4.585			30
<i>Variations correspondantes des éléments d'actif et de passif de caractère financier</i>								
Monnaie et dépôts à terme	1971	8.220	9.185	- 1.820	255	- 10.755	- 4.085	
	1972	7.440	13.905	- 2.630	275	- 12.830	- 6.160	
	1973	4.440	15.665	- 3.050	360	- 8.845	- 8.570	
Créances sur les compagnies d'assurance et les fonds de placement . . .	1971	375	2.590	- 475	10	5	- 2.505	
	1972	665	3.160	- 610	5	10	- 3.230	
	1973	445	3.440	- 790	10	95	- 3.210	
Valeurs mobilières (en chiffres nets)	1971	- 635	1.705	385	- 1.370	- 840	615	380
	1972	- 625	1.240	- 1.040	- 1.525	330	2.210	210
	1973	- 780	1.660	70	- 1.960	1.050	400	- 190
Prêts	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	
	1973	- 15.160	- 8.670	5.090	- 2.810	6.950	14.600	
Réserves officielles	1971							- 3.775
	1972							- 915
	1973							1.645
Autres créances sur l'étranger (nettes)	1971	- 740	20	175	5	- 760	25	1.395
	1972	10	50	190	5	800	85	- 1.335
	1973	990	20	255	5	20	80	- 1.425
Transactions diverses ²	1971	2.270	- 1.145	75	-	2.820	- 805	
	1972	2.510	- 2.400	1.800	- 95	655	- 2.160	
	1973	3.180	- 2.195	- 65	- 190	770	- 3.300	

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.

mise en regard d'une augmentation de 25,8% du produit national brut en valeur du quatrième trimestre de 1972 au quatrième trimestre de 1973. Le resserrement s'est également reflété dans une forte hausse générale des taux d'intérêt tout au long de 1973 et tout particulièrement vers la fin de l'année. En mars 1974, les taux de l'argent au jour le jour, voisins de 12%, accusaient une progression de 7 points par rapport à mars 1973 tandis que, pendant la même période, les taux de rendement des obligations avaient augmenté de 4 à 5 points.

La situation financière des entreprises met clairement en évidence l'impact des restrictions de crédit. En raison du volume accru des investissements, ce secteur a enregistré l'an dernier un déficit financier plus élevé, mais il a reçu beaucoup moins de nouveaux crédits bancaires. Bien qu'elles se soient procuré plus de ressources sur le marché des valeurs mobilières, les entreprises privées ont beaucoup moins renforcé leurs actifs liquides. Le secteur public et les collectivités locales ont fait la même expérience, bien que leur situation financière ait bénéficié d'un accroissement des prêts du gouvernement. Le secteur des ménages a dégagé un excédent plus faible, principalement du fait de l'augmentation des dépenses consacrées au logement mais, dans le même temps, il a fortement développé ses emprunts et continué d'accumuler des actifs liquides. La forte augmentation des dépôts et des prêts des institutions financières autres que les banques constitue un aspect intéressant de l'année sous revue, en contraste marqué avec l'évolution de la situation dans le secteur bancaire. Enregistrant d'abondantes rentrées fiscales, le gouvernement central a vu son excédent financier presque doubler, ce qui lui a permis d'accroître ses prêts à d'autres secteurs tout en réduisant ses appels nets aux emprunts obligataires. Cette réduction a plus que compensé l'augmentation des appels adressés à ce marché par d'autres émetteurs. Finalement, l'important excédent de la balance des opérations courantes que le Japon avait enregistré en 1972 vis-à-vis du reste du monde s'est transformé en un léger déficit en 1973, la majeure partie du fléchissement des réserves de change officielles trouvant sa contrepartie dans l'accroissement des investissements effectués à l'étranger par les entreprises.

Vers le début de 1974, les autorités donnaient clairement la priorité aux efforts visant à contenir l'inflation et assumaient ainsi le risque de voir la croissance de la production fléchir éventuellement bien au-dessous des possibilités de l'économie. Le budget du gouvernement pour l'exercice prenant fin en mars 1975 a prévu une sensible diminution du taux de croissance des dépenses, en particulier au titre des investissements, et un relèvement des impôts, notamment sur les bénéfices des sociétés et les dividendes. Les limites quantitatives portant sur l'accroissement des crédits octroyés par les institutions financières ont été rendues beaucoup plus restrictives, pour les premier et deuxième trimestres de 1974, tandis qu'en février les banques ont été invitées à réduire sévèrement leurs crédits au commerce de gros et de détail et aux entreprises industrielles dont les stocks se sont révélés excessifs, ainsi que leurs prêts destinés à des achats de terrains. De plus, le gouvernement a pris des mesures administratives, en premier lieu pour freiner les investissements des entreprises, de même que pour limiter la hausse des prix des produits de base et des biens de consommation. A la fin de mars, le parlement a approuvé l'institution d'une surtaxe de 10% sur les bénéfices des sociétés dépassant un certain plafond.

Au printemps sont apparus des signes donnant à penser que les pressions de la spéculation s'étaient atténuées et qu'un ralentissement de l'activité économique s'amorçait.

Royaume-Uni. Après deux années environ d'expansion, l'activité économique en Grande-Bretagne s'est essouffée au second semestre de 1973, à mesure qu'elle commençait à se heurter aux limites de la capacité de production. Pendant la phase de croissance, les autorités avaient mis l'accent sur les stimulants budgétaires, la politique monétaire jouant essentiellement un rôle d'accompagnement. Les impôts ont été fortement réduits, de sorte que les besoins d'emprunt du secteur public sont passés à £2,1 milliards en 1972 et à £4,2 milliards en 1973. Durant ces deux années, le déficit a été financé pour moitié environ par des cessions de titres de la dette publique à des détenteurs du secteur privé non bancaire. En même temps, les prêts des banques au secteur privé — à l'exclusion des prêts en devises pour les investissements à l'étranger — se sont fortement accrus (de £5,7 milliards en 1972 et de £6,2 milliards en 1973). Ces progressions traduisaient, dans une certaine mesure, une réapparition du système bancaire dans le circuit des prêts à la suite de la suppression de l'encadrement du crédit. L'expansion du crédit intérieur, qui s'était élevée au total à £1,1 milliard en 1971, a fait ainsi un bond considérable, atteignant £6,9 milliards en 1972 et £8,7 milliards en 1973.

Les dépenses des ménages, notamment les achats d'automobiles et d'autres biens durables, de même que la construction de logements pour compte privé, ont été les moteurs de l'essor économique qui en est résulté. Les dépenses d'investissement des entreprises et du secteur public, après avoir stagné, en termes réels, en 1971 et en 1972 ont, au premier semestre de 1973, amorcé le redressement si longtemps attendu. La consommation publique, en termes désaisonnalisés, a progressé modérément, mais régulièrement. Les exportations de biens et services ont, elles aussi, fortement augmenté durant les six premiers mois de 1973, après avoir plafonné pendant plus d'un an et demi; leur progression en volume au cours de la période de deux ans allant du premier semestre de 1971 à la période correspondante de 1973 a été d'environ 12½ %, soit autant que celle de la consommation privée et légèrement moins que le développement des investissements fixes du secteur privé. Quant aux importations, elles se sont accrues d'environ 20%, soit à un rythme presque double de celui de

Royaume-Uni: Expansion du crédit intérieur.

Postes	1969	1970	1971	1972	1973
	en millions de livres sterling				
Besoins d'emprunt du secteur public ¹ . . .	— 475	—	1.380	2.055	4.200
Cessions nettes de titres de la dette publique au secteur privé non bancaire (—) . . .	— 345	— 115	— 2.105	— 1.025	— 2.050
Prêts bancaires au secteur privé ²	530	1.125	1.580	5.720	6.155
Prêts bancaires en sterling à l'étranger . . .	150	25	295	135	390
Expansion du crédit intérieur . . .	— 140	1.035	1.150	6.885	8.695

¹ La différence entre le déficit financier du secteur public (cf. tableau de la page 59) 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.

l'ensemble des dépenses de caractère définitif. La croissance du produit intérieur brut en volume, sur deux ans, ressort en conséquence à 9%.

Le ralentissement intervenu après la fin de juin a été dû en partie à des perturbations dans l'évolution saisonnière, les consommateurs ayant bloqué une partie de leurs dépenses sur les premiers mois de 1973 pour devancer la mise en vigueur, en avril, de la taxe à la valeur ajoutée. Il s'explique également par les bouleversements imputables, en novembre et en décembre, à la crise pétrolière et au conflit provoqué par les revendications salariales des mineurs. L'élément fondamental était toutefois la disparition rapide de la marge de capacité inutilisée. Le chômage a diminué de mois en mois et, en décembre 1973, le nombre des sans-travail s'établissait à 500.000 (soit un taux de chômage de 2,2% après ajustements saisonniers) contre un maximum de plus de 900.000 en mars 1972. Un grand nombre de secteurs faisaient état d'une pénurie de main-d'œuvre spécialisée et de matières premières. En décembre, le total des offres d'emploi non satisfaites était supérieur à 460.000, rejoignant presque le nombre des chômeurs, et représentait le triple du chiffre enregistré deux ans auparavant. De plus, la progression de l'emploi a été beaucoup plus forte que la réduction du nombre des chômeurs inscrits, l'effectif de la main-d'œuvre s'étant accru, notamment en ce qui concerne les femmes travaillant à temps partiel. Cette expansion de la main-d'œuvre employée a été également supérieure aux prévisions établies compte tenu du développement de la production, de sorte que les espoirs de voir s'améliorer la productivité globale ont été déçus. Les créations d'emplois sont intervenues presque exclusivement dans les diverses branches du secteur des services, ce qui témoigne du rôle prépondérant de la demande des consommateurs dans la reprise.

L'expansion de la demande interne et la contraction progressive de l'offre ont favorisé les importations et retardé l'amélioration des résultats des exportations. Il convient toutefois d'ajouter que les termes de l'échange se sont détériorés de quelque 20% entre fin juin 1972 et décembre 1973. Cette dégradation, imputable principalement à la montée en flèche des cours mondiaux des matières premières, s'explique aussi par la dépréciation effective de 13% de la livre sterling dans le même temps. Etant donné l'ampleur de ce retournement des termes de l'échange, on aurait pu escompter un ajustement plus favorable du volume des transactions commerciales, encore qu'il faille tenir compte des décalages dans le temps. Pour aider à franchir la période d'ajustement, des dispositions spéciales ont été prises pour limiter la dépréciation de la livre: octroi de facilités de couverture du risque de change en faveur des organismes du secteur public pour leurs emprunts à l'étranger, renouvellement des accords de garantie de change sur les balances sterling et assouplissement des dispositions régissant les emprunts en devises du secteur privé dont le produit est destiné à être utilisé au Royaume-Uni.

En outre, les autorités monétaires ont adapté leur politique en vue de maintenir les taux d'intérêt à un niveau compétitif sur le plan international. Le fléchissement des rendements à court terme au printemps de 1973, alors que ceux de l'étranger étaient en hausse, a en effet provoqué une forte baisse du taux de change de la livre au début de l'été; aussi la Banque d'Angleterre a-t-elle annoncé, à la mi-juillet, un relèvement de 3 à 4% du coefficient des dépôts spéciaux que les banques doivent constituer sur ses livres, ce qui a permis d'éponger environ £260 millions de liquidités.

En même temps, la réglementation de l'emploi des actifs des maisons d'escompte a été modifiée: celles-ci ne sont plus tenues de conserver 50% au moins de leurs avoirs sous forme de titres de la dette publique à court et à moyen terme mais, en contrepartie, leur portefeuille de titres d'emprunt du secteur privé ne doit pas dépasser une certaine proportion de leurs ressources propres. A la suite de ces mesures, les taux d'intérêt ont vivement progressé et le taux minimum d'avances de la Banque d'Angleterre a été porté, en deux étapes, de 7½ à 11½ %.

Le niveau élevé du loyer de l'argent a eu certaines conséquences fâcheuses sur l'économie interne. En septembre, le taux des prêts hypothécaires aux nouveaux emprunteurs, qui était déjà passé de 8½ à 10% au cours des mois précédents, a été porté à 11%, bien que les autorités se soient efforcées de protéger les sociétés de financement de la construction en limitant à 9½ % la rémunération des dépôts bancaires inférieurs à £10.000. Les banques ont également été invitées à restreindre les prêts à la consommation, ainsi que l'octroi de crédits destinés à la promotion immobilière et aux opérations financières, de façon à dégager des moyens de financement au profit des exportations et des investissements industriels. Il leur a été en outre vivement déconseillé de permettre à leur clientèle d'utiliser les facilités de découvert pour effectuer des placements plus rémunérateurs en instruments du marché monétaire.

En automne, tandis que les symptômes de tension sur les ressources s'accroissaient et que la pression des coûts s'intensifiait encore, le déficit commercial s'est aggravé et le taux d'inflation est grimpé à 10%. Il n'était plus possible de différer un nouveau durcissement de la politique financière. A la mi-novembre, la Banque d'Angleterre a porté son taux minimum d'avances de 11¼ à 13%, et a adressé aux banques un nouvel appel de versements en compte de dépôts spéciaux, en majorant de deux points le coefficient. Un mois plus tard, quand la semaine de travail de trois jours a été temporairement mise en vigueur dans l'industrie en raison du conflit des houillères et de la crise nationale de l'énergie, des restrictions ont été rétablies sur les ventes à tempérament et les facilités de crédit similaires. De plus, les autorités ont institué une nouvelle forme de dépôts spéciaux, liés à l'accroissement futur des engagements bancaires productifs d'intérêt et destinés à freiner l'expansion de la masse monétaire (au sens large) en incitant notamment les banques à limiter, sur le marché monétaire, les opérations d'arbitrage évoquées précédemment. L'objectif initial était d'empêcher ces engagements de progresser, sur une période de six mois, de plus de 8% par rapport à la moyenne du quatrième trimestre. Toute banque ou tout établissement financier dépassant cette norme sera invité à constituer, à partir de juillet 1974, des dépôts spéciaux calculés selon un barème de taux fortement progressif (jusqu'à 50% pour tout dépassement supérieur à 3 points). En raison de cette nouvelle disposition, la moitié des versements de dépôts spéciaux au titre du précédent appel de 2% a été annulée.

Sur le plan budgétaire, les autorités ont annoncé, pour l'exercice 1974-75, des économies atteignant au total £1.200 millions (soit environ 2% du produit intérieur brut), qui doivent provenir d'une réduction de 20% des dépenses d'investissement (sauf pour les industries productrices d'énergie et le secteur public de la construction de logements) et d'une compression de 10% des dépenses courantes autres que les charges de personnel. La surtaxe instituée pour l'exercice 1972-73 a été majorée de 10%,

**Royaume-Uni: Epargne, investissements et variations des
éléments d'actif et de passif de caractère financier.**

Postes	Années	Secteur public	Etranger ¹	Secteur des ménages	Entreprises industrielles et commerciales	Banques	Autres institutions financières
		en millions de livres sterling					
Epargne, plus transferts nets de capitaux	1971	4.339		2.822	4.008		449
	1972	3.093		3.479	4.949		535
	1973	2.775		4.664	6.580		1.134
Formation Intérieure brute de capital fixe (—) .	1971	-4.588		-2.030	-4.036		-524
	1972	-4.674		-2.731	-4.188		-592
	1973	-5.732		-3.195	-7.208		-943
Excédent ou déficit (—) financier	1971	-249	-1.067 ²	792	-28		-75
	1972	-1.581	-69 ²	748	751		-57
	1973	-2.957	1.527 ²	1.469	-628		191
<i>Variations correspondantes des éléments d'actif et de passif de caractère financier³</i>							
Prêts bancaires	1971	442	-2.228	-576	-730	3.511	-419
	1972	-589	-7.489	-1.927	-2.988	14.025	-1.032
	1973	-1.782	-12.595	-1.027	-4.302	20.543	-837
Billets et monnaies, et dépôts en banque	1971	-204	3.359	1.153	993	-5.482	181
	1972	-498	7.462	2.013	2.288	-12.183	918
	1973	-444	13.877	3.519	2.607	-20.584	1.025
Flux monétaire total	1971	3.228	-3.228				
	1972	-1.265	1.265				
	1973	210	-210				
Emprunts et investissements à l'étranger	1971	319	77		-360		-36
	1972	486	-570		87		-3
	1973	351	-285		-102		36
Titres négociables de la dette publique	1971	-3.703	472	470	-1	1.383	1.379
	1972	981	327	5	-20	-1.713	420
	1973	-1.234	-267	820	-9	7	683
Titres non négociables de la dette publique	1971	-171	-28	395	-184	-16	4
	1972	-362	-	467	-76	-21	8
	1973	68	-	48	-67	-41	8
Dettes des collectivités locales	1971	-654	83	-232	25	772	6
	1972	-423	149	-82	125	31	200
	1973	-1.214	308	329	164	21	392
Créances sur d'autres institutions financières ⁴	1971		54	4.189	47		-4.290
	1972		-111	4.840	45		-4.774
	1973		51	4.955	75		-5.081
Actions et autres valeurs mobilières ⁵	1971	79	74	-1.223	6	155	909
	1972	12	-525	-855	-132	115	1.385
	1973	8	175	-1.287	475	295	334
Autres emprunts à l'intérieur ⁶	1971	260		-2.039	-184	89	1.874
	1972	143		-2.941	-18	350	2.466
	1973	953		-2.854	-921	297	2.525
Postes non identifiés	1971	155	298	-1.345	360		-95
	1972	-66	-577	-772	1.440		-233
	1973	127	473	-3.034	1.452		584

¹ Un chiffre négatif correspond à une augmentation des créances (ou à une diminution des engagements) du Royaume-Uni à l'égard de l'étranger. ² Balance des biens et des services, plus (en 1973) les paiements concernant les transferts de capitaux au titre des accords de garantie des balances sterling. ³ Un signe moins correspond à une diminution des éléments d'actif ou à une augmentation des éléments de passif. 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 Comprend principalement les emprunts pour acquisition de logements.
Source: Banque d'Angleterre.

et les plus-values en capital réalisées sur les biens fonciers ou immobiliers susceptibles d'être mis en valeur ont été assujetties à l'impôt sur le revenu ou au taux normal de l'impôt sur les sociétés.

Les restrictions imposées au temps de travail dans l'industrie, qui ont duré jusqu'au début de mars 1974, ont entraîné pendant le premier trimestre une réduction de 3½% du produit intérieur brut, en termes réels, par rapport au quatrième trimestre de 1973. Le fléchissement des dépenses a été moins marqué, les garanties de salaires et les indemnités de chômage ayant contribué à maintenir le niveau des revenus des particuliers. Il est donc très probable que les stocks ont fortement baissé, mais la nouvelle détérioration de la balance commerciale a été due exclusivement à l'augmentation du coût des produits pétroliers.

La troisième phase de la politique du gouvernement conservateur en matière de prix et de revenus, mise en vigueur en novembre, a rencontré, sauf chez les mineurs, une approbation quasi générale. Alors que la phase II, ouverte en avril 1973, prévoyait le plafonnement des relèvements de salaires à 8% sur une base annuelle, la phase III autorisait des augmentations de 10% environ, compte tenu des primes de rendement et des heures de travail effectuées en dehors des conditions normales. Elle comportait aussi une clause d'échelle mobile permettant des augmentations supplémentaires pouvant aller jusqu'à 40 pence par semaine (soit environ 1% avant impôt) au cas où la hausse de l'indice des prix de détail atteindrait 7% au cours d'une période de douze mois partant d'octobre 1973, plus une autre augmentation de 40 pence par point de hausse supplémentaire. Il est probable que les auteurs de cette clause avaient sous-estimé l'effet à retardement de la dépréciation de la livre sur les prix de revient industriels; ils avaient en tout cas compté sans la flambée persistante des cours des matières premières, et surtout sans la montée en flèche des prix du pétrole. Des conventions collectives intéressant un tiers environ des effectifs de main-d'œuvre (de 7 à 8 millions de salariés) ont été renouvelées avant les élections législatives de fin février 1974 dans le cadre des nouvelles normes.

Dans le budget qu'il a présenté en mars, au lendemain des élections, le nouveau Chancelier travailliste a décidé, en raison du climat d'incertitude qui régnait, de modifier très peu l'orientation de la politique, tout en indiquant qu'un autre budget serait peut-être présenté dans le courant de l'année. L'alourdissement de la fiscalité directe et indirecte a été calculé de façon à rapporter environ £1.380 millions par an, et les cotisations de sécurité sociale, notamment celles qui sont à la charge des employeurs, ont été sensiblement relevées. En outre, il a été prévu de majorer fortement les tarifs de plusieurs entreprises nationales (électricité, charbon, chemins de fer et postes) afin de ramener les subventions du Trésor à ces entreprises à £500 millions pour l'exercice 1974-75, au lieu de £1.400 millions qui auraient été nécessaires si les tarifs étaient restés inchangés. Les prix de l'acier ont également été augmentés de 25%. Les dépenses étaient appelées à s'accroître, en revanche, du fait de la majoration des retraites (de £1.240 millions par an), du relèvement des subventions en faveur des produits alimentaires (de £500 millions) et de l'augmentation des dépenses consacrées aux logements (de £200 millions). Les besoins d'emprunt du secteur public pour l'exercice 1974-75 ont été estimés au total à £2.733 millions, soit £1.500 millions de

moins que l'endettement effectif au titre de l'exercice 1973-74. La situation des paiements extérieurs et le désir de réduire les demandes de crédit du secteur public ont influencé la conception de ce budget. Le taux de croissance du produit intérieur brut en termes réels entre le second semestre de 1973 et le second semestre de 1974 — dont la progression dépendra pour une très large part de la reconstitution des stocks — a été évalué à 2½ %, ce qui implique une atténuation des pressions exercées sur les ressources. Pour faciliter le financement du déficit extérieur, le gouvernement a négocié un emprunt de \$2,5 milliards pour une durée de dix ans sur le marché des euro-monnaies.

En ce qui concerne l'évolution de la course prix-salaires, le conflit des mineurs s'est terminé par un accord dont les conditions ont largement dépassé les normes de la phase III, puisque l'augmentation de salaires octroyée a presque atteint 30%. Le gouvernement travailliste avait l'intention de remplacer, au moment opportun, les directives en vigueur par un régime de modération volontaire des salaires s'inscrivant dans le cadre d'un « contrat social » conclu avec les syndicats. C'est dans le même esprit que le budget a prévu, à côté d'un relèvement des retraites et des subventions aux denrées alimentaires, des majorations d'impôt sur le revenu affectant davantage les tranches supérieures et la suppression de diverses possibilités d'évasion fiscale; dans un proche avenir, une taxe sur les donations sera instituée et un projet d'impôt sur la fortune personnelle sera présenté. Les loyers des immeubles d'habitation avaient été bloqués pour le reste de l'année 1974 avant même la présentation du budget. En outre, la loi sur les relations industrielles, promulguée par le précédent gouvernement, doit être abrogée, et il est question de renforcer le statut juridique des syndicats. En attendant, la clause d'échelle mobile reste en vigueur jusqu'à l'automne. Elle a joué pour la première fois en mai, quand les prix de détail ont dépassé le seuil des 7% pour se situer à 9,8% au-dessus du niveau d'octobre 1973.

L'escalade des coûts industriels se poursuivant alors que les prix intérieurs continuent d'être strictement contrôlés, les perspectives concernant les marges bénéficiaires et la situation de trésorerie des entreprises se sont assombries, ce qui donne à penser qu'on pourrait assister à une réduction des projets d'investissement. Cependant, en 1973 au moins, les bénéfices avaient progressé nettement plus vite que le produit intérieur brut aux prix courants. Dans ces conditions, les marchés financiers britanniques ont réagi défavorablement à la présentation du budget, et plus particulièrement au relèvement des cotisations de sécurité sociale et à la majoration, estimée à plus de £420 millions, des versements au titre de l'impôt sur les sociétés pour 1974-75 (il s'agit pour l'essentiel de recouvrements anticipés). Les particuliers ont également été touchés par l'aggravation de la fiscalité sur les revenus, qui réduit le rendement net, après impôt, des valeurs à revenu fixe, et par la suppression, sauf pour l'acquisition d'un logement, de l'exonération dont bénéficient les intérêts des dettes contractées, ce qui équivaut à un renchérissement sensible du coût du crédit. Le taux de rendement des fonds d'Etat à échéance éloignée, qui avait progressé régulièrement de 9,6% en février 1973 à 13,5% un an plus tard, a bondi à près de 15% en mars 1974. Sur le marché des valeurs à revenu variable, les cours ont accusé temporairement un brusque recul, se repliant jusqu'au niveau atteint six ans auparavant (soit à 50% au-dessous de leur record absolu de hausse) avant d'amorcer une reprise.

Le coefficient des dépôts spéciaux imposés aux banques avait déjà été ramené de 5 à 4½ % au début de février pour contribuer à compenser les effets d'un excédent budgétaire saisonnier d'une ampleur inattendue. Afin de rassurer les marchés et de favoriser une certaine désescalade des taux d'intérêt, particulièrement élevés tant par rapport à l'étranger qu'en comparaison des niveaux généralement atteints au Royaume-Uni, les autorités ont abaissé ce coefficient à 3% en avril, en trois étapes. Le loyer de l'argent à court terme s'est détendu, permettant à la Banque d'Angleterre de ramener progressivement son taux minimum d'avances à 11¼%. Le gouvernement a également offert aux sociétés de financement de la construction de leur consentir un prêt spécial de £500 millions pour empêcher une nouvelle hausse du taux des prêts hypothécaires. Au cours des trois premiers mois de 1974, la masse monétaire au sens large du terme a progressé à un rythme annuel (corrige des variations saisonnières) de 16%, contre 29% environ durant l'année 1973.

Allemagne fédérale. Au cours de la période de dix-huit mois allant jusqu'au premier trimestre de 1974, les exportations allemandes de marchandises ont augmenté de plus de 30% en volume et de 50% en valeur. Les carnets de commandes en provenance de l'étranger se sont garnis à un rythme plus rapide encore, de sorte que le volume des ordres non exécutés a atteint des proportions assez considérables. Si, au départ, cette évolution n'était que le reflet de la tendance générale de la demande dans le monde, le fait qu'elle se soit poursuivie s'explique non seulement par l'insuffisance des approvisionnements et les conflits sociaux auxquels certains autres pays industriels ont dû faire face, mais également par le succès des efforts déployés en Allemagne fédérale pour lutter contre l'inflation. Ce succès a permis de consacrer une fraction plus importante de la capacité de production à l'exportation, rendant ainsi l'industrie plus compétitive sur le plan des livraisons et l'aidant à surmonter le choc des réévaluations successives du deutsche mark. A certains moments, les perspectives de modifications de taux de change ont encore fourni un stimulant supplémentaire à la demande extérieure.

Les premières phases du boom des exportations ont été suivies d'une brève relance des investissements en installations et équipement; les autres composantes de la demande, notamment la construction de logements, accusant aussi une forte expansion, le produit national brut en termes réels s'est accru à un taux annuel de 12% entre le troisième trimestre de 1972 et le premier trimestre de 1973. La situation s'est resserrée sur le marché du travail et les augmentations de salaires ont eu tendance à s'accélérer. Aussi les autorités ont-elles orienté leur politique du crédit dans un sens restrictif pendant l'hiver 1972-73, en relevant le taux d'escompte officiel et en réduisant les contingents de réescompte, l'efficacité de ces mesures étant renforcée par les contrôles institués précédemment sur les entrées de capitaux. De plus, le budget pour 1973, présenté en février, a comporté une vaste gamme de dispositions restrictives, entre autres une taxe additionnelle, de caractère temporaire, à l'impôt sur le revenu, une réduction des avantages consentis en faveur des investissements, une majoration de la taxe sur les hydrocarbures et l'émission, par le gouvernement fédéral, d'un emprunt de stabilisation.

A la suite du bouleversement intervenu en février et en mars sur le marché des changes, les autorités monétaires ont réaménagé leur politique. En premier lieu, la décision de procéder à une nouvelle réévaluation du deutsche mark, cette fois de 3%, puis

de le laisser flotter de concert avec d'autres monnaies européennes, a considérablement renforcé le dispositif de protection contre les afflux de capitaux étrangers. En second lieu, les mesures prises pour comprimer la masse monétaire ont, à la fin mars, ramené le volume des réserves libres des banques à des proportions négligeables. Au cours de ces dernières années, du fait de l'efficacité croissante des marchés monétaires, tant en Allemagne qu'à l'étranger, les banques n'avaient plus eu besoin, pour leurs opérations courantes, de ces réserves qui, par conséquent, ne constituaient plus une base valable de référence pour le contrôle du crédit. Les autorités ont, en conséquence, pris des dispositions pour accélérer leur disparition et, depuis le printemps de 1973, leur politique est axée en premier lieu sur l'approvisionnement en monnaie de la banque centrale.

Au cours des mois suivants, les mesures de resserrement se sont multipliées. En mai et en juin, la Bundesbank a relevé son taux d'escompte à deux reprises, le portant à 7%, et a suspendu jusqu'à nouvel avis l'octroi de ses avances aux banques. En outre, le gouvernement a décidé de donner un énergique tour de vis à la politique budgétaire qui devait, conjointement avec les mesures prises en février, aboutir selon ses calculs à une réduction de DM 15 milliards de la demande interne (soit environ 1½% du produit national brut) pendant la période de douze mois se terminant en juin 1974; encore ne s'agissait-il là que des répercussions immédiates. Sur le plan de la fiscalité, la majoration de 10% de l'impôt sur les sociétés et de l'impôt sur le revenu des contribuables des tranches supérieures a été étendue à ceux des tranches moyennes; les facilités d'amortissement accéléré, déjà supprimées pour la construction, l'ont été également à titre temporaire pour les dépenses d'installations et d'équipement; les avantages fiscaux en faveur de la construction de logements avec accession à la propriété ont été suspendus; enfin, une taxe a été instituée (pour une durée maximum de deux ans) sur tous les investissements fixes des entreprises, au taux de base de 11%. En ce qui concerne les dépenses du gouvernement fédéral, certains investissements ont été différés d'un an, et toutes les dépenses ne correspondant pas à des obligations légales ont été amputées de 5%; les gouvernements des Länder ont été invités à prendre des mesures analogues. Enfin, pour contribuer au resserrement du crédit, il était prévu que l'excédent des recettes fiscales par rapport aux prévisions initiales serait affecté à la réduction des besoins d'emprunt du secteur public à concurrence de DM 5,5 milliards, le surplus devant être stérilisé auprès de la Bundesbank avec les réserves liquides considérables du fonds de sécurité sociale et le produit des tranches successives de l'emprunt de stabilisation dont le gouvernement avait annoncé le lancement en février.

Ces décisions ont provoqué une forte hausse des taux d'intérêt, tant à long qu'à court terme, le rendement des fonds d'Etat passant de 8,5% en mars à 10% au milieu de 1973. Dans ces conditions, les entrées de capitaux se sont de nouveau amplifiées et, en juin, les restrictions de change ont été renforcées. Vers la fin de juin, devant l'expansion continue des exportations et la persistance des flux de capitaux spéculatifs, les autorités ont de nouveau réévalué le deutsche mark, cette fois de 5,5%. Même après ce changement de parité, les entrées de capitaux ont continué d'être un sujet de préoccupation pendant plusieurs mois, au point qu'il a fallu prendre de nouvelles mesures dans le domaine des changes.

A partir du second semestre, la politique monétaire a visé à maintenir le degré de resserrement déjà obtenu. Comme les banques opéraient pratiquement avec une marge de réserves libres nulle, les autorités ont jugé utile d'appliquer de temps en temps de nouvelles techniques d'intervention pour atténuer les pénuries et les excédents temporaires de liquidité sur le marché monétaire. La Bundesbank, poursuivant une pratique inaugurée en avril, est venue en aide aux banques lorsque leur situation de trésorerie s'est trouvée trop tendue, en prenant en pension, pour des périodes de dix jours et à des taux d'intérêt variant entre 11 et 16%, des effets qu'elles lui présentaient en sus des contingents de réescompte. A d'autres moments, elle a absorbé des liquidités excédentaires sur le marché en cédant aux banques des effets du Trésor à cinq et dix jours d'échéance. En octobre, le plafond d'utilisation des contingents de réescompte (fixé précédemment à 60%) a été réduit à 45% pour les grandes banques et à 55% pour les banques moyennes; d'autre part, les coefficients des réserves minimales assises sur les engagements à vue et à terme à l'égard de résidents ont été relevés de 3% par rapport à leur niveau de septembre 1973. A partir des derniers jours de novembre, la Bundesbank a proposé des avances spéciales sur titres à un jour de préavis.

Les mesures restrictives ont eu d'importantes répercussions tant sur les flux de crédit que sur le rythme de l'activité économique. L'expansion des prêts bancaires au secteur non bancaire intérieur (y compris le secteur public), dont la cadence annuelle avait été supérieure à 14,5% entre mars 1971 et mars 1973, s'est abaissée à 8,3% au cours des douze mois suivants. Pendant la même période, le volume des moyens de paiement s'est maintenu au même niveau, mais la cadence d'accroissement de l'ensemble des disponibilités monétaires et quasi monétaires n'a pas fléchi dans les mêmes proportions, la hausse des taux d'intérêt ayant provoqué une forte accumulation de dépôts à terme, aux dépens non seulement des dépôts à vue, mais également des dépôts d'épargne. De même, les valeurs mobilières à revenu fixe ont continué, en raison de leur rendement élevé, d'attirer un montant appréciable de capitaux, notamment à partir du second semestre de 1973. Les institutions de crédit hypothécaire ont eu tendance à se laisser distancer par leurs concurrents dans la collecte des fonds; il est vrai que, simultanément, la suppression des avantages fiscaux et l'apparition d'un excédent d'offre sur le marché du logement ont entraîné un affaiblissement de la demande de prêts hypothécaires. Le déficit de trésorerie du secteur public a été ramené de DM 13,2 milliards en 1972 à DM 3,5 milliards en 1973, principalement à cause du changement de sens des postes correspondant aux mesures fiscales anticycliques (des remboursements nets d'un montant de DM 5,6 milliards ont fait place à DM 2 milliards de recettes nettes à ce titre). Le secteur public a pourtant fait appel aux marchés du crédit pour un montant de DM 14,5 milliards, soit presque autant qu'en 1972, en partie parce qu'il a dû, en 1973, déposer un montant supplémentaire de DM 4,3 milliards en compte bloqué auprès de la Bundesbank, dans le cadre du programme de stabilisation. Cette somme ne comprend pas les réserves des organismes de sécurité sociale qui ont, de leur côté, stérilisé un montant supplémentaire de DM 4,5 milliards en renforçant leur portefeuille d'effets émis par la Bundesbank et négociables sur le marché monétaire. L'équilibre financier du secteur des entreprises s'est en revanche fortement détérioré, l'accélération des coûts et le ralentissement global des ventes ayant coïncidé avec une augmentation des versements d'impôts au titre

**Allemagne fédérale: Epargne, investissements et variations des
éléments d'actif et de passif de caractère financier.**

Postes	Années	Ménages	Logement	Entreprises	Secteur public	Etranger ¹	Etablissements de crédit ²	Autres institutions financières ³
Epargne plus transferts (chiffres nets)	1971	56,60	8,25	24,45	28,80		6,10	0,85
	1972	65,45	5,85	25,55	24,00		6,45	1,05
	1973	67,20	— 0,05	27,75	39,55		8,05	0,65
Investissements nets (—)	1971		— 32,10	— 61,80	— 27,05		— 1,65	— 0,90
	1972		— 40,10	— 57,80	— 25,65		— 1,75	— 1,05
	1973		— 42,55	— 60,95	— 26,15		— 1,70	— 1,55
Excédent ou déficit (—) financier	1971	56,60	— 23,85	— 37,35	1,75	— 1,55 ⁴	4,45	— 0,05
	1972	65,45	— 34,45	— 32,25	— 1,65	1,85 ⁴	4,70	0,00
	1973	67,20	— 42,60	— 33,20	13,40	— 10,30 ⁴	6,35	— 0,90
<i>Variations correspondantes des éléments d'actif ou de passif de caractère financier⁵</i>								
Monnaie, dépôts à terme ou d'épargne	1971	38,35	0,25	17,50	8,95	3,60	— 72,70	4,15
	1972	46,80	0,30	24,15	6,00	1,60	— 82,60	3,80
	1973	37,80	— 0,10	15,45	13,10	3,45	— 71,95	2,25
Créances sur les institutions financières autres que les banques	1971	15,20		1,80	0,15	0,05	0,10	— 17,35
	1972	18,40		2,25	0,20	0,05	0,10	— 21,05
	1973	20,35		3,15	0,20	0,05	0,15	— 23,95
Effets du marché monétaire	1971	—		0,55	— 0,55	— 0,50	0,50	—
	1972	—		— 0,55	— 0,20	0,15	0,60	—
	1973	0,50		1,25	4,90	— 1,05	— 5,75	0,15
Valeurs mobilières à revenu fixe ou variable: Achats	1971	8,60		3,10	2,70	2,75	6,80	3,40
	1972	8,35		2,05	1,75	12,70	8,15	4,35
	1973	12,20		3,20	1,65	6,55	4,35	3,95
Ventes	1971		— 0,05	— 8,45	— 1,95	— 0,85	— 16,15	— 0,10
	1972		— 0,20	— 6,15	— 4,60	1,65	— 27,95	— 0,20
	1973		— 0,10	— 4,10	— 2,05	— 1,95	— 23,55	— 0,15
Crédit bancaire	1971	— 5,25	— 16,15	— 36,65	— 10,60	— 0,95	70,10	— 0,50
	1972	— 7,40	— 24,25	— 46,85	— 10,35	— 1,15	90,60	— 0,60
	1973	— 2,95	— 26,70	— 27,80	— 13,95	— 6,55	77,55	0,40
Prêts divers	1971	— 0,40	— 6,75	— 2,65	— 0,55			10,35
	1972	— 0,55	— 8,90	— 3,45	— 0,80			13,70
	1973	— 0,70	— 14,00	— 1,00	— 0,75			16,45
Créances et exigibilités diverses	1971	— 0,10	— 1,15	— 12,55	3,60	10,15		
	1972	— 0,15	— 1,40	— 3,70	6,35	— 1,05		
	1973	—	— 1,70	— 23,35	10,30	14,75		
Or et devises	1971					— 15,80	15,80	
	1972					— 15,80	15,80	
	1973					— 25,55	25,55	

¹ Un chiffre négatif correspond à une augmentation des créances (ou à une diminution des engagements) 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). ⁵ Un signe moins représente une diminution des éléments d'actif ou une augmentation des éléments de passif.

des bénéfiques antérieurs. Au lieu d'accroître leurs emprunts auprès des banques, les sociétés ont préféré comprimer leurs dépenses d'investissement et prélever sur leurs avoirs liquides. Au total, les secteurs non financiers se sont procuré en 1973 DM 122,8 milliards sur les marchés du crédit, somme équivalant à 13,3% du produit national brut, contre 14,9% pour 1972.

Les composantes internes de la demande autres que la consommation publique ont fléchi en volume après le premier trimestre de 1973. Si cette baisse a été faible dans le cas de la consommation des ménages et des dépenses d'installations et d'équipement, elle a été brutale dans le secteur de la construction. Malgré l'évolution ascendante des exportations, le produit national brut en termes réels a plus ou moins plafonné au cours des douze mois suivants, et le marché du travail s'est progressivement détendu. Le nombre de chômeurs, corrigé des variations saisonnières, s'est élevé de 220.000 au premier trimestre à 355.000 au quatrième (1,6% de la population active), tandis que celui des offres d'emploi non satisfaites fléchissait de 610.000 à moins de 500.000. La course salaires-prix s'est toutefois accélérée. A la fin de 1973, les prix de détail accusaient une hausse de 7,8% sur douze mois, contre 6,3% l'année d'avant. Les taux de salaires horaires avaient augmenté de près de 11%, contre 8% en 1972, et les rémunérations de 12,8% contre 10,2%.

Bien que l'inflation n'ait pas diminué d'intensité, le relâchement de la pression de la demande dans certains secteurs a déterminé les autorités à opérer, à partir de novembre 1973, un allègement sélectif de certaines mesures restrictives. La décision de reporter l'exécution de programmes de travaux publics a été annulée en totalité ou en partie. La taxe de 11% sur les investissements a été supprimée, et le régime d'amortissement accéléré des dépenses d'installations et d'équipement a été rétabli, de même que les avantages fiscaux au bénéfice des acquéreurs de logements neufs. En outre, les pouvoirs publics ont annoncé l'octroi de bonifications d'intérêt pour la construction de 50.000 logements sociaux, et la mise en œuvre de programmes d'aide aux petites et moyennes entreprises, particulièrement dans les secteurs de l'habillement et de la construction.

Par ailleurs, la surtaxe à l'impôt sur le revenu est restée en vigueur, et la politique monétaire a conservé dans l'ensemble son caractère restrictif, malgré certains ajustements dictés essentiellement par des considérations d'ordre externe. Vers la fin de novembre, la Bundesbank a relevé de 15% la marge autorisée d'utilisation des contingents de réescompte des banques; en janvier 1974, elle a libéré DM 4,5 milliards de liquidités bancaires en supprimant la réserve minimum de 60% sur l'accroissement des engagements des banques à l'égard des non-résidents, et en réduisant les autres coefficients de réserves obligatoires. Par la suite, un grand nombre de contrôles sur les entrées de capitaux ont été supprimés ou assouplis; en particulier, le coefficient du «Bardepot» imposé sur les emprunts à l'étranger du secteur non bancaire a été réduit.

Les premiers mois de 1974 ont été caractérisés par une reprise des commandes d'origine interne, tandis que l'expansion des ordres d'origine étrangère se poursuivait. Pour l'heure cependant, la production industrielle marque le pas. Sur le marché du travail, le nombre des chômeurs, corrigé des variations saisonnières, s'est élevé au-dessus de celui des offres d'emploi non satisfaites et l'on a assisté à une brusque

extension du travail à temps partiel, notamment dans l'industrie automobile. Ni cette évolution, ni l'absence de toute nouvelle accélération de la hausse des prix de détail, n'ont empêché les syndicats de durcir leurs revendications salariales. Les nouvelles conventions collectives se sont négociées sur la base d'augmentations minimales de 11%. En présence de cette situation, et prévoyant une accentuation, dans le proche avenir, de l'influence expansionniste du budget de l'Etat, les autorités ont décidé de maintenir l'orientation restrictive de la politique du crédit. Les taux d'intérêt à long terme, qui s'étaient quelque peu détendus au cours du second semestre de 1973, ont recommencé à monter, et le taux de rendement des fonds d'Etat a dépassé 10% à partir de mars, malgré une interruption des émissions. Vers la fin de mai, la Bundesbank a réduit de 25% la marge autorisée d'utilisation des contingents de réescompte pour contribuer à compenser les effets exercés sur la liquidité par les précédents apports de fonds de l'étranger et aussi, dans une certaine mesure, par les opérations récentes de soutien du marché des obligations.

France. Après avoir marqué un très léger ralentissement, l'activité économique a pris de nouveau un cours expansionniste à partir de l'été de 1972; en conséquence, l'accélération de l'inflation est devenue le sujet majeur de préoccupation au début de l'an dernier. La politique économique poursuivie à cette époque comportait un contrôle strict de l'accroissement des dépenses de l'Etat et une limitation de l'expansion monétaire. En particulier, des réserves supplémentaires furent imposées aux établissements de crédit dont l'accroissement des concours dépassait certains pourcentages: 19 et 17% pour les périodes de douze mois se terminant respectivement en mars et en juin 1973. En outre, le gouvernement avait décidé au début de l'année de s'attaquer directement aux prix, notamment par des réductions de la taxe sur la valeur ajoutée. Au printemps, il prorogea ses accords contractuels limitant les hausses des prix des produits industriels.

Sous l'influence de ces mesures, l'expansion monétaire s'est atténuée et la hausse des prix à la consommation s'est provisoirement ralentie. Toutefois, du fait du degré élevé de liquidité de l'économie, l'activité est demeurée vive dans les secteurs des achats de biens durables de consommation et de la construction de logements, tandis que les investissements en capitaux fixes des entreprises s'inscrivaient en forte expansion. Comme, de son côté, la demande étrangère d'articles français d'exportation s'est également accrue sensiblement, la production industrielle a continué de se développer vigoureusement jusqu'à l'été, au cours duquel des goulets d'étranglement et une pénurie de main-d'œuvre qualifiée ont commencé à entraver sa progression. Les taux de salaires horaires se sont accélérés, progressant de 16% durant l'année, contre 12% en 1972. Comme, de surcroît, les prix des denrées alimentaires et des produits importés augmentaient rapidement, les prix à la consommation ont bientôt repris leur rapide mouvement ascendant. Les normes d'expansion du crédit ont été rendues plus rigoureuses au cours de l'été de manière à ramener le taux annuel de progression autorisée des concours bancaires à 13% jusqu'à la fin de l'année. En outre, des mesures ont été prises en juillet pour restreindre les prêts à la consommation et les crédits hypothécaires. En même temps, le gouvernement a annoncé que l'échéance de versement de l'impôt sur les sociétés, qui portait sur une somme de quelque FF 3,5 milliards, était avancée de décembre à octobre.

France: Emplois et origine du crédit.

Postes	1968	1969	1970	1971	1972	1973
	en milliards de francs français					
Emplois						
Réserves officielles de change	— 15,7	— 9,4	13,7	17,8	6,5	— 7,4
Collectivités publiques ¹	5,8	5,9	7,2	8,3	11,8	12,5
Entreprises	39,5	35,6	58,7	66,3	81,5	83,2
Logement	17,3	21,1	21,1	27,4	39,2	42,5
Particuliers	1,7	0,1	0,5	4,3	6,5	0,9
Emplois divers	9,5	6,8	2,5	0,9	10,9	24,8
Total	58,1	59,2	98,7	125,0	156,4	156,5
Origine						
Système bancaire			52,4	64,7	84,3	88,8
Organismes collecteurs d'épargne et Trésor			31,6	40,5	50,7	46,1
Compagnies d'assurances			2,8	3,8	3,4	3,6
Marché financier			11,9	16,0	18,0	18,0
Total	58,1	59,2	98,7	125,0	156,4	156,5
Variations correspondantes des actifs financiers						
Monnaie	15,8	0,8	23,5	27,8	39,3	29,7
Epargne liquide	22,6	31,8	39,3	57,8	60,0	68,3
Valeurs mobilières ²	3,7	7,7	10,5	16,4	11,4	14,0
Créances de l'Etat ³	— 2,8	2,0	10,1	2,2	12,5	9,7
Ressources diverses	18,7	17,0	15,3	20,8	33,2	34,8
Total	58,1	59,2	98,7	125,0	156,4	156,5
<i>Total en % du produit national brut</i>	<i>9,2</i>	<i>8,1</i>	<i>12,2</i>	<i>13,9</i>	<i>15,6</i>	<i>13,7</i>

¹ A l'exclusion du Trésor. ² Acquises par les entreprises et les particuliers. ³ Correspond à l'excédent du Trésor.
Source: Banque de France.

Sur le marché monétaire, les taux officiels d'intervention sont restés assez stables jusqu'à la fin de juin. Par la suite, avec le redressement du dollar et la tendance à la hausse des taux à l'étranger, les autorités ont favorisé une progression des taux du marché intérieur. Le tournant dans la politique monétaire a été marqué par le relèvement de 7½ à 9½ % en deux étapes (en juillet et en août) du taux d'escompte de la Banque de France. La montée des taux du marché monétaire s'est fortement accentuée lorsque le franc français a été soumis à des pressions en septembre et, afin de contribuer à protéger les réserves de change, le taux officiel d'escompte a été porté à 11%. Les taux d'intervention de la Banque de France sur le marché monétaire, qui se tenaient à 7¼% fin juin pour les opérations à court terme, ont atteint fin décembre 10¾% pour les achats fermes d'effets. Parallèlement, la liquidité bancaire était de plus en plus resserrée du fait des sorties de capitaux, du blocage temporaire à la Banque de France du produit de l'emprunt de FF 6,5 milliards émis par l'Etat en janvier, et du niveau élevé des coefficients de réserves ordinaires que les banques devaient respecter, en particulier l'obligation de réserve de 33% applicable à l'augmentation des encours. La date de référence retenue pour le calcul de l'accroissement des concours soumis à cette réglementation a été reportée à plusieurs reprises, mais l'allègement de la charge des réserves qui en serait normalement résulté a été largement atténué par des relèvements concomitants, à concurrence d'un total de 4 points, des coefficients de réserves sur les exigibilités à vue des banques envers les résidents.

En vue d'inciter les banques à adapter leurs octrois de crédit à l'évolution prévisible de la liquidité, la Banque de France a cessé, en règle générale, d'assurer l'approvisionnement du marché monétaire par des interventions au jour le jour. A partir de la fin de juin, elle a satisfait l'essentiel des besoins des banques en liquidités par la voie d'achats fermes ou de pensions à un mois réalisés sur appels d'offres espacés.

Les restrictions monétaires se sont traduites par une poussée accentuée des taux débiteurs des banques, le taux de base passant de 7,1% en avril à 11,4% en janvier 1974, et par un ralentissement de l'expansion de la masse monétaire. Pour l'ensemble de 1973, la progression des disponibilités monétaires et de l'épargne liquide a atteint 15,1%, contre 18,6% en 1972. Comme le Trésor public a réduit son recours au système bancaire et que la position extérieure des banques a, dans l'ensemble, très peu varié, toute la contrepartie de l'expansion monétaire a revêtu la forme de crédits au secteur privé. Les prêts soumis à réglementation à l'intérieur de la norme se sont accrus de près de 14½%, le dépassement de 1½ point reflétant dans une large mesure les difficultés éprouvées par les banques à respecter des directives de plus en plus sévères du fait du resserrement de la liquidité de l'économie intervenu vers la fin de l'année. Si l'on englobe les crédits exemptés de l'obligation de réserve, qui comprennent certains prêts à l'exportation ou les facilités consenties pour utilisation à l'étranger, le total des concours accordés au secteur privé s'est accru de 17,9%, contre 23½% en 1972, la hausse la plus rapide ayant été marquée par les crédits à long terme non mobilisables destinés au financement des investissements et de la construction de logements. Les restrictions de crédit ont amené les emprunteurs à se tourner davantage vers le marché financier, où le total net des émissions s'est élevé à FF 38,3 milliards (y compris l'emprunt spécial de FF 6,5 milliards de l'Etat, lancé en janvier 1973) contre FF 27,8 milliards en 1972.

Vers l'automne sont apparus des indices d'un ralentissement d'activité, mais la hausse des prix s'est accélérée. Le budget de l'Etat pour l'exercice 1974, présenté en septembre, est resté fidèle aux principes d'un équilibre global et d'une progression des dépenses publiques qui ne soit pas supérieure à celle du produit national brut exprimé en francs courants, critères qui, en l'occurrence, ont dans l'ensemble été respectés en 1973. En outre, diverses mesures d'intervention directe visant à ralentir la hausse des prix ont été prises; elles comprenaient un resserrement en novembre des contrôles sur les marges bénéficiaires afférentes aux ventes de principaux produits de consommation courante et une aggravation des dispositions concernant les prix des produits industriels. La pénurie de pétrole en fin d'année a été moins accentuée en France que dans certains autres pays, mais l'atmosphère de crise a stimulé la dépense et provoqué de nouvelles tensions. En décembre, le gouvernement a pris de nouvelles mesures restrictives: il a notamment avancé au mois de février 1974 l'échéance du versement de quelque FF 4,3 milliards au titre de l'impôt sur le revenu des personnes et des sociétés, ajourné jusqu'au second semestre 1974 certaines dépenses d'investissement du secteur public, bloqué les loyers ainsi que les tarifs de la plupart des services publics et fixé un plafond de 5% à l'augmentation des dividendes des sociétés en 1974. Dans le domaine de la politique monétaire, les limites de la progression annuelle des crédits bancaires ont été ramenées à 11% pour février et mars.

Au début de 1974, un fléchissement de la demande de véhicules automobiles était devenu évident et, en janvier, les restrictions portant sur les ventes à tempérament de voitures d'occasion furent levées. D'une façon générale, toutefois, l'activité s'est maintenue à un niveau élevé, et elle a été particulièrement vive dans le secteur du logement et dans celui des investissements des entreprises. De plus les autorités ont, à ce moment, été préoccupées par la perspective d'un important déficit de la balance des paiements dû à l'augmentation du prix du pétrole. En janvier, le taux des réserves obligatoires au titre des engagements des banques envers les résidents a été porté de 14 à 16% pour les dépôts à vue. Toutefois, tant à cette époque que, de nouveau, en avril, la date de référence retenue pour le calcul de la progression des encours assujettis à la constitution de réserves obligatoires au taux de 33% a été modifiée de façon à libérer un certain volume de ressources bancaires. Egalemeut en vue d'atténuer l'impact des sorties de fonds sur la liquidité interne, les normes d'octroi de crédit, bien que prorogées jusqu'en juin, furent légèrement relevées. En mars, certains crédits à l'exportation et les investissements destinés à économiser de l'énergie furent exemptés de cette obligation, dans le cadre d'une action visant essentiellement à contribuer à l'amélioration de la balance commerciale.

Italie. Au printemps de 1973, après deux années de stagnation et une troisième de timide reprise, l'économie italienne est entrée dans une phase de redressement. Les autorités ayant maintenu l'orientation expansionniste de leur politique monétaire, la production industrielle s'est accrue de 9,3 % sur l'ensemble de l'année. La consommation des particuliers s'est raffermie et les dépenses en capital fixe du secteur privé se sont inscrites en franche reprise après le recul enregistré en 1972; mais, une fois encore, l'accélération tant attendue des investissements publics ne s'est pas matérialisée et le secteur de la construction de logements est resté fort déprimé. De plus, étant donné le niveau peu élevé des investissements productifs depuis de nombreuses années et le malaise social qui a régné au début de 1973, la production n'a réagi à certains égards que d'une façon limitée, les importations sont montées en flèche, les sorties de capitaux privés se sont poursuivies et l'inflation a pris des proportions inquiétantes.

L'accroissement considérable des charges salariales résultant des nouvelles conventions collectives avait fortement accéléré la spirale prix/salaires au début de 1973. De plus, l'agitation sociale qui régnait à ce moment-là portait un coup très dur à la production et aux exportations. Les autorités avaient espéré que, par suite de l'introduction du double marché des changes en janvier et de la mise en flottement de la lire commerciale en février, elles acquerraient une plus large autonomie en matière monétaire et qu'elles seraient en mesure de maîtriser les sorties de capitaux. Cependant, la dépréciation de la monnaie, ainsi que la hausse des cours mondiaux des matières premières — amplifiées par le jeu des clauses d'indexation des salaires en Italie — eurent tôt fait d'aviver les forces génératrices de la hausse des prix internes.

Les autorités, soucieuses de s'attaquer directement à l'inflation ont, en juillet 1973, bloqué les prix d'un grand nombre de produits de base (principalement denrées alimentaires), les barèmes des grandes entreprises industrielles, ainsi que les loyers. Appliqué d'abord pour trois mois, le blocage des prix a été reconduit en octobre. Cependant, devant la persistance d'une forte croissance des importations et des coûts

salariaux, les marges bénéficiaires sur les ventes à l'économie interne continuèrent de s'amenuiser et une pénurie de biens soumis au blocage des prix commença à se faire jour. Au début de 1974, les autorités ont dû autoriser certains relèvements assez considérables de prix. Par suite également de l'incidence de la hausse des prix du pétrole, l'indice des prix de détail s'établissait, en mars 1974, à 16% au-dessus du niveau de mars 1973.

Tout en soutenant la lire par des emprunts du secteur public à l'étranger, les autorités souhaitaient ne pas avoir à restreindre l'expansion globale du crédit à l'économie. Les mesures adoptées ont plutôt visé à réglementer de manière sélective la croissance des crédits bancaires en faveur du financement à long terme des investissements. Au cours du premier semestre, les concours bancaires ont fortement progressé, à un rythme nettement supérieur aux dépôts, entraînant un fléchissement de la demande de valeurs mobilières par les banques, en particulier de titres d'emprunt des établissements de crédit spécialisés dans les prêts à moyen terme à l'industrie. Dans ces conditions les autorités, suivant en cela la pratique antérieure, ont invité en juin les banques à investir au cours de l'année 1973, en certaines catégories d'obligations, 6% au minimum du total de leurs dépôts à fin 1972, dont 1% au moins en fonds d'Etat. Parallèlement, les taux de pénalisation appliqués en cas de recours répétés des banques aux avances à échéance fixe de la Banque d'Italie ont été doublés et portés jusqu'à 3% au-dessus du taux de base. En juillet, la progression maximale des concours bancaires aux particuliers, aux établissements financiers et aux entreprises commerciales et des prêts aux clients importants — à l'exclusion de crédits de préfinancement des investissements — a été fixée à 12% pour la période de douze mois s'achevant le 31 mars 1974. L'objet de cette limitation était moins d'exercer un effet restrictif global que d'assurer l'accès au crédit des petites entreprises et de restreindre les prêts destinés à des usages purement spéculatifs. De plus, elle n'empêchait pas les banques d'accroître leurs concours au Trésor et aux établissements de crédit spécialisés, qui développaient à leur tour leurs prêts aux collectivités locales et au secteur privé de l'économie.

Pour l'ensemble de l'année, le déficit budgétaire du gouvernement central s'est élevé à LIT 7.540 milliards, contre LIT 5.610 milliards en 1972, et a représenté près de 9% du produit national brut. Un montant de LIT 5.100 milliards a été financé par la Banque d'Italie et la majorité du reste par les banques et le réseau d'épargne postale. Etant donné l'effet de contraction exercé au total par les autres facteurs, la création de liquidité par le Trésor en 1973 explique, et au-delà, l'accroissement de la base monétaire, qui a progressé de LIT 5.080 milliards, contre LIT 3.600 milliards en 1972.

Dans ces conditions, les autorités ont pris un certain nombre de mesures en vue d'absorber la liquidité excédentaire et, tout en s'efforçant de stabiliser les cours des obligations en vue d'encourager cette forme d'épargne, elles se sont montrées résolues à laisser monter le loyer de l'argent à court terme. En septembre, une première émission de bons du Trésor à six mois a été assortie d'un taux d'intérêt nominal de 9%, contre 7% pour la précédente émission, portant sur des bons à douze mois. En même temps, le taux d'escompte de la Banque d'Italie, précédemment de 4%, et le taux de base des avances sur titres (3½ % pour les avances en compte courant et 5½% pour les avances à échéance fixe) ont été portés uniformément à 6½%. D'autres

tranches importantes de bons du Trésor à six mois de la nouvelle émission ont essentiellement été placées, entre octobre et décembre, auprès des établissements de crédit. Simultanément, les autorités ont encouragé les banques à réduire leurs concours aux établissements du secteur public et aux principaux emprunteurs du secteur privé au profit d'un renforcement de leur portefeuille d'obligations. L'application de ces mesures s'est traduite par une vive progression de l'ensemble des prêts, tandis que les rendements des obligations augmentaient, encore que faiblement. En décembre, il a été

**Italie: Epargne, Investissements et variations des éléments
d'actif et de passif de caractère financier.**

Postes	Années	Secteur public	Entreprises publiques et semi-publiques ¹	Secteur privé	Banques et institutions financières	Secteur étranger ²
Epargne brute (transferts compris)	1972	-3.085	690	16.815	645	-1.190
	1973	-4.945	1.030	20.360	700	1.475
Formation intérieure brute de capital fixe (-)	1972	-2.380	-3.100	-8.095	300	
	1973	-2.775	-3.410	-12.105	330	
Excédent ou déficit (-) financier	1972	-5.465	-2.410	8.720	345	-1.190
	1973	-7.720	-2.380	8.255	370	1.475
<i>Variations correspondantes des</i>						
<i>Eléments d'actif de caractère financier</i>						
Actifs liquides	1972	-255	390	10.975	665	5
	1973	750	105	16.400	3.250	180
Obligations, actions et participations	1972	760	140	2.790	3.165	400
	1973	975	395	3.095	4.085	140
Autres prêts nets	1972	565	55	3.040	13.470	4.720
	1973	125	415	1.970	17.380	6.850
<i>Eléments de passif de caractère financier (-)</i>						
Engagements à court terme ³	1972	-4.810	-735	-3.045	-14.270	-4.325
	1973	-8.190	195	-5.075	-20.335	-3.920
Engagements à long terme						
Economie interne	1972	-1.085	-720	-2.785	-825	-1.435
	1973	-1.230	-890	-5.385	-565	-1.255
Etranger	1972	-80	30	-155	-425	-
	1973	-95	-595	-400	-1.905	-
Obligations, actions et participations	1972	-1.495	-1.455	-1.075	-1.435	-520
	1973	-595	-1.780	-1.445	-1.750	-590
Ecart statistique	1972	935	-	-1.030	-	20
	1973	540	-	-905	215	70

¹ Comprend les entreprises à participation de l'Etat ainsi que l'Office national de l'électricité (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 Y compris les achats, par la Banque d'Italie et l'Office italien des changes, de valeurs mobilières à long terme émises par le secteur public.

annoncé que l'obligation faite aux banques d'investir une partie de leurs fonds sous forme de titres à revenu fixe serait étendue au premier semestre de 1974.

Sur l'ensemble de l'année, la masse monétaire, au sens large du terme, s'est accrue de 23,3% contre 18% en 1972. Les banques commerciales ont développé leurs prêts à l'économie interne de 19%, soit du même pourcentage qu'en 1972, mais elles ont étoffé leur portefeuille-titres de LIT 6.690 milliards, soit de 35%, surtout vers la fin de l'année, en vue de satisfaire leurs obligations d'emploi pour la période janvier-juin 1974. Les acquisitions de titres par les banques ont principalement bénéficié aux instituts spécialisés qui ont été à même, compte tenu également de l'accroissement des ressources fournies par le Trésor, de développer leurs prêts de 24%. Le montant total des émissions nouvelles sur le marché italien des capitaux est passé de LIT 5.970 milliards en 1972 à LIT 10.420 milliards l'année dernière. Cette expansion s'explique en grande partie par les emprunts effectués par les instituts de crédit spécialisés et par le Trésor, la Banque d'Italie jouant un rôle important en tant qu'acheteur résiduel. Selon les estimations, l'ensemble des crédits de toute nature s'est accru, en chiffres nets, de LIT 20.500 milliards, contre LIT 14.980 milliards en 1972.

En 1974, la politique a subi un changement d'orientation. A la suite du relèvement, en janvier, des taux de pénalisation appliqués aux recours excessifs des banques aux avances de la Banque d'Italie, le taux d'escompte de base et le taux de base des avances sur titres ont été portés à 9% à la fin-mars. Au cours de ce mois, le gouvernement italien a négocié avec le F.M.I. l'octroi d'un prêt par cet organisme, et il s'est engagé à cette occasion à limiter l'accroissement global du crédit à LIT 22.400 milliards entre avril 1974 et mars 1975. En avril, un plafond de 15% a été fixé pour un an (jusqu'en mars 1975) à l'expansion de la plupart des catégories de prêts directs des banques. Au début de 1974, il a été estimé que le déficit du budget de l'Etat pour l'exercice 1974, fixé initialement à LIT 7.400 milliards, pourrait s'élever à LIT 9.200 milliards. La lettre d'intention adressée au F.M.I. prévoit que ce niveau ne sera dépassé sous aucun prétexte. A la fin du mois d'avril, le gouvernement a annoncé la mise en place d'un système de dépôt à l'importation s'appliquant aux marchandises autres que les matières premières et les biens d'équipement et faisant obligation aux importateurs italiens de déposer pendant six mois, à un compte non rémunéré ouvert sur les livres de la Banque d'Italie, 50% de la valeur de leurs achats à l'étranger. Ce dispositif peut fort bien contribuer à enrayer l'hémorragie de devises, et il aidera à éponger une partie de la liquidité de l'économie; toutefois, il se traduira également par un renchérissement des importations. En mai, pour le deuxième trimestre de suite, l'ajustement automatique des salaires à l'augmentation du coût de la vie a donné aux rémunérations une impulsion particulièrement forte. Ce même mois, les banques ont porté leur taux débiteur de base à près de 15%, et les taux d'intérêt à long terme s'orientaient à la hausse.

Belgique. La reprise économique amorcée au début de 1972 s'est poursuivie durant le premier semestre de 1973, grâce à une forte impulsion de la demande tant étrangère qu'intérieure. L'amélioration des bénéfices et le degré élevé d'utilisation de la capacité productive ont déterminé une vigoureuse expansion des investissements industriels, tandis que les diverses incitations procurées par les pouvoirs publics à la

construction résidentielle depuis 1971 ont permis au secteur du bâtiment de progresser à vive allure. Les dépenses publiques, qui avaient exercé l'année précédente une influence expansionniste prononcée, se sont en revanche développées plus lentement au début de 1973. En mai, le gouvernement a accentué la rigueur de sa politique budgétaire en supprimant certaines dépenses courantes – concernant notamment des programmes de création d'emplois – et en réduisant les investissements publics de façon à freiner l'activité dans le secteur du bâtiment; au cours de l'été, il a également opéré des compressions dans le programme de construction de logements subventionnés. La consommation des ménages, bien que se ressentant des restrictions imposées aux ventes à tempérament, a progressé au même rythme qu'en 1972. Au printemps, la capacité productive était utilisée au maximum atteint depuis le boom de 1969-70. Malgré cette tension, et bien que le rythme d'augmentation des salaires et des prix des produits importés se soit accéléré, la hausse des prix de détail ne s'est guère intensifiée, en partie grâce au blocage imposé fin 1972 à certains prix et au renforcement, en février 1973, des conditions de notification préalable des relèvements de barèmes.

La politique monétaire, axée essentiellement au début de 1973 sur la neutralisation des entrées de capitaux, a mis de plus en plus l'accent sur le freinage de l'expansion du crédit intérieur. En mars, la Banque Nationale a invité les banques à limiter volontairement à 14% en 1973 l'accroissement du volume global de leurs concours au secteur privé. En mai, le système des réserves obligatoires assises sur les dépôts, mis en vigueur en 1972 et renforcé ensuite en février 1973, a été étendu aux compagnies d'assurances sur la vie alors que, jusqu'ici, il ne s'appliquait qu'aux banques, caisses d'épargne et établissements de crédit du secteur public. La Banque Nationale a ensuite porté le taux d'escompte de 5 à 6½% en trois étapes s'échelonnant de mai à août, et a ramené les contingents de réescompte des banques de 7½ à 6½% des engagements prescrits.

En été, le taux de croissance de la production a fléchi par suite des grèves qui éclatèrent dans les principales industries et d'une insuffisance générale de marge disponible de capacité productive. De plus, malgré une certaine absorption des ressources de plus en plus abondantes des établissements de crédit – le montant des réserves obligatoires était passé de FB 12 milliards à FB 25 milliards entre janvier et août et, à partir du milieu de 1972, les banques avaient été contraintes de placer, comme d'habitude, 50% de leurs ressources supplémentaires en effets publics – l'expansion du crédit intérieur a nettement dépassé le taux recommandé de 14%. C'est pourquoi les autorités ont, à la fin de septembre, inauguré un système de réserves obligatoires assises sur les crédits bancaires: l'accroissement des encours par rapport à certaines périodes de référence est assujéti à la constitution de réserves, dont les coefficients varient en fonction des tranches de crédit. En outre, les pourcentages de réserves applicables aux engagements ont été relevés progressivement entre octobre et décembre, de sorte que le montant total des réserves non productives d'intérêt constituées auprès de la Banque Nationale atteignait presque FB 35 milliards à la fin de l'année. En automne, les contingents de réescompte des banques ont subi une nouvelle réduction qui les a ramenés à 5,5%, et le taux d'escompte officiel a été porté, en deux étapes, à 7¾% fin novembre.

Le rythme de l'expansion monétaire s'est progressivement ralenti en 1973, notamment dans les derniers mois de l'année. Une des principales raisons de cette évolution a été la contraction sensible des prêts au secteur public à partir du second semestre, qui traduisait pour l'essentiel la diminution des besoins d'emprunt de l'administration centrale (de FB 64 milliards en 1972, ceux-ci n'ont atteint que FB 48 milliards au total pour l'ensemble de l'année). Ayant maintenu ses emprunts sur le marché intérieur des capitaux à peu près au même niveau qu'en 1972, l'État a été en mesure de stériliser des fonds auprès de la Banque Nationale ainsi que de rembourser le reliquat de son endettement à court terme. Les crédits bancaires au secteur privé ont, en revanche, progressé de 17% environ, la plus forte expansion étant enregistrée pendant le premier semestre par les prêts hypothécaires et les crédits d'investissement aux entreprises et, pendant les mois suivants, par les avances à court terme. En outre, l'excédent de la balance des paiements a contribué à l'expansion monétaire, notamment pendant les derniers mois de l'année. Pour l'ensemble de 1973, la masse monétaire au sens large s'est accrue de 14%, contre 16% en 1972.

Après avoir marqué un ralentissement de courte durée pendant l'hiver, l'activité économique a donné des signes manifestes de reprise au printemps de 1974. D'après les estimations, la hausse des prix du pétrole devrait entraîner une forte réduction de l'excédent extérieur, sans cependant le faire disparaître. De plus, comme la demande de biens durables, de logements et d'investissements industriels avait retrouvé sa vigueur et que la hausse des coûts se traduisait par une accélération des augmentations de salaires, par le biais des clauses d'indexation, les autorités étaient résolues à maintenir leur orientation anti-inflationniste. Au début de 1974, le régime des réserves obligatoires a été assoupli afin d'éviter les tensions sur la liquidité mais, pour des raisons tant internes qu'externes, les taux d'intérêt ont été de nouveau ajustés en hausse. L'abaissement de 50 à 43%, en janvier, du pourcentage des ressources supplémentaires que les banques sont tenues de placer en effets publics, et le relèvement du taux d'escompte officiel de 7¾ à 8¾% en février, s'inscrivent dans le même contexte. En février également, puis en avril, les contingents de réescompte des banques ont encore été réduits pour être ramenés à 4½%. La majoration des taux d'intérêt a notamment pour objectif d'aider le Trésor à faire face à ses besoins financiers, qui devraient s'accroître en 1974 en dépit des efforts incessants de limitation des dépenses. Lors du renouvellement de l'accord sur le crédit, conclu avec les banques, le plafonnement des encours à 14% par an a été prorogé jusqu'au deuxième trimestre, tout dépassement étant pénalisé par la constitution de dépôts à des taux progressifs.

Pays-Bas. Pour des raisons à la fois de caractère structurel et cyclique, la croissance de la demande globale est restée faible en 1973. Bien qu'ayant opéré un rétablissement satisfaisant à la suite du recul conjoncturel noté précédemment, les investissements industriels ont continué de se ressentir du développement considérable des équipements et des installations au cours des années soixante. Par ailleurs, en vue de contenir l'expansion du secteur public, les autorités s'en sont tenues à leur politique de compression des dépenses en capital fixe de ce secteur afin de compenser l'alourdissement des coûts et, par suite d'une réduction des subventions au secteur du logement, le rythme de la construction résidentielle a fléchi. Les dépenses de consommation, dont la progression avait été plus modérée depuis 1970, n'ont encore enregistré,

l'année dernière, qu'une faible augmentation en termes réels. En dépit d'une croissance des rémunérations plus forte qu'en 1972, l'alourdissement de la fiscalité et des cotisations de sécurité sociale, combiné avec la hausse des prix, a entraîné un fléchissement du taux de croissance des revenus réels disponibles, qui a été ramené de 3% en 1972 à 1½-2% en 1973. Une grande partie des ressources nationales disponibles a été une fois encore absorbée par la demande étrangère qui, après avoir marqué une vive expansion jusqu'au milieu de 1973, a plafonné à un niveau élevé; le produit national brut a ainsi continué de s'accroître à un rythme d'environ 5%.

Devant faire face à la fois à une hausse accélérée des prix et à la persistance d'un chômage sectoriel, les autorités ont pris un ensemble de mesures tant sélectives que globales. Des programmes de création d'emplois portant sur FL 1 milliard de dépenses ont été lancés et, au mois de mai, le système de surveillance des prix, instauré en 1972, a été renforcé. De plus, le florin a été réévalué de 5% en septembre, à l'effet spécialement de freiner la vive hausse des prix à l'importation. En définissant les grandes lignes de sa politique budgétaire, le gouvernement a en outre confirmé l'orientation

Pays-Bas: Variations des éléments d'actif et de passif de caractère financier.

Postes	Etat	Collectivités locales	Secteur bancaire	Investisseurs institutionnels ¹	Secteur des ménages et des entreprises	Etranger ²													
	en millions de florins																		
Excédent ou déficit (—) financier (sur la base des règlements)	1971	1972	1973	1971	1972	1973													
	1.665	205	585	2.860	2.585	2.775	4.920	4.435	2.520	8.970	11.210	13.250	9.025	8.945	8.350	340	4.315	5.235	
<i>Variations correspondantes des éléments d'actif et de passif de caractère financier³</i>																			
Liquidités primales	1971	1972	1973																
				30	130	40				215	25	35	3.660	5.170	15				
Liquidités secondaires	1971	1972	1973	190	250	—				340	595	1.620	605	75	8.655	—2.680	—3.225	—2.270	
Crédit bancaire	1971	1972	1973	140	1.290	830				755	2.785	3.075	215	250	6.605				
Recours net au marché financier	1971	1972	1973	2.510	4.270	2.005				4.165	7.220	5.595	8.630	12.080	10.155	175	1.385	3.065	
Opérations financières directes avec l'étranger	1971	1972	1973	55	15	20							2.120	615	260	2.165	290	100	

¹ Comprend les compagnies d'assurances sur la vie, les fonds de pension, les caisses d'assurances sociales 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.

restrictive adoptée depuis 1971. Tout en s'efforçant de freiner la progression des dépenses, il a relevé les taux de la taxe à la valeur ajoutée, de l'impôt sur les sociétés et de l'impôt sur le capital, compensant ainsi largement les pertes de ressources consécutives à la suppression de la surtaxe conjoncturelle. L'excédent de trésorerie du gouvernement central s'est établi à FL 585 millions, ce qui représente une amélioration d'environ FL 2.250 millions sur une période de deux années.

En 1973, les autorités ont poursuivi une politique dynamique de gestion de la dette publique, en vue de neutraliser l'incidence des entrées de devises sur la liquidité. Le gouvernement central a emprunté FL 1,8 milliard sur le marché financier, soit un montant légèrement inférieur à celui de l'année précédente, et a utilisé le produit de ces emprunts essentiellement pour rembourser la dette flottante et pour renforcer son compte créditeur à la banque centrale. D'un autre côté, les collectivités locales, tout en enregistrant un déficit financier légèrement supérieur à celui de 1972, ont ramené leurs emprunts sur le marché financier de FL 4,3 milliards à FL 2,0 milliards et se sont tournées vers le crédit bancaire pour obtenir le complément dont elles avaient besoin. Donc, pour l'ensemble du secteur public, la ponction sur la liquidité n'a pas été aussi sévère qu'en 1972.

Depuis la levée en 1972 des directives limitant l'expansion du crédit bancaire, les autorités se sont tournées vers des mesures indirectes de contrôle du crédit. Au début de l'année, elles ont utilisé le système des réserves obligatoires pour neutraliser partiellement les entrées de fonds étrangers mais, au mois de juillet, elles ont mis l'accent, en accord avec les banques, sur un nouveau coefficient d'emploi. Fixé d'abord à 8% des dépôts à court terme des établissements assujettis, ce ratio de liquidité a été progressivement relevé et porté à 10% en automne, tandis que le coefficient appliqué aux engagements à échéances plus longues était maintenu à 7%. Par ailleurs, à partir du mois de septembre, la Nederlandsche Bank a décidé de restreindre ses concours aux banques, ces dernières ayant, durant l'été, fortement accru leurs recours aux facilités de la banque centrale, et elle a appliqué un taux de pénalisation sur les prêts accordés au-delà de certaines limites.

Compte tenu de la situation économique interne, la Nederlandsche Bank s'est abstenue d'aligner intégralement son taux d'escompte sur la hausse accentuée des taux du marché monétaire à l'intérieur et à l'étranger. Le taux a cependant été porté de 4%, niveau de juin, à 6½ % en août, au terme d'une série de relèvements. Par la suite, sous l'effet des tensions du marché monétaire liées à la faiblesse du florin sur les marchés des changes, la banque a été contrainte de majorer son taux à 8% d'octobre à décembre et de renforcer temporairement la pénalisation appliquée aux emprunts effectués par les banques en dépassement des plafonds. Au second semestre de l'année, l'écart s'est creusé entre les taux du marché monétaire et les conditions débitrices des banques liées au taux d'escompte officiel, de sorte que les fonds obtenus sous forme de crédits à court terme, et plus spécialement de découverts, ont été réinvestis en dépôts à terme. Les besoins de fonds de roulement, engendrés par un important mouvement de reconstitution des stocks et l'alourdissement des coûts, ont également contribué à la montée en flèche de la demande de crédit bancaire. La liquidité interne s'est accrue au total de près de 22%, contre 13½ % seulement pour le revenu national net. Les actifs liquides, rapportés au revenu national net,

ont progressé de 2,5 points, soit l'augmentation la plus forte des dix dernières années, atteignant 35,1% à la fin de l'année.

L'expansion des prêts et des emprunts à court terme s'est accompagnée du fléchissement effectif de l'activité sur le marché financier. Les emprunts des résidents ont régressé de FL 20 milliards en 1972 à FL 18,6 milliards en 1973 par suite d'un recul marqué des placements d'obligations et des émissions non placées dans le public, qui n'a été que partiellement compensé par un accroissement des financements hypothécaires. Pendant toute l'année, mais surtout en automne, en raison de la faiblesse du florin, les non-résidents se sont retirés du marché financier néerlandais, tandis que les résidents ont développé leurs acquisitions d'actifs à l'étranger; ces modifications se sont traduites par des sorties nettes de capitaux de FL 3 milliards, contre FL 1,4 milliard en 1972. En 1973, le rendement des fonds d'Etat a progressé de 1-1/2 point pour se situer à 8 1/2-9% en décembre.

Au début de 1974, les autorités ont pris un certain nombre de mesures en vue de protéger la production et le revenu réel contre les effets de la pénurie des approvisionnements en énergie et la détérioration prévue des termes de l'échange. Priorité a été accordée aux mesures de stimulation de la demande, bien qu'une ligne plus dure ait été suivie en même temps à l'égard des prix. Aux termes d'une loi adoptée en janvier, le gouvernement dispose de pouvoirs spéciaux pour réguler les salaires et les revenus en 1974 et lancer un programme de création de nouveaux emplois. Par ailleurs, les conditions de la notification préalable des augmentations de prix ont été rendues plus sévères. En février, FL 750 millions de dépenses publiques ont été débloquées, le programme de création d'emplois a été accéléré et l'imposition d'une taxe spéciale sur les dépenses en capital des entreprises dans les régions occidentales a été différée en vue d'encourager les investissements. La Nederlandsche Bank a facilité le recours des banques à ses avances en relevant les plafonds d'emprunt et en réduisant le taux de pénalisation.

En mars 1974, dans le cadre de ses efforts en vue de réaliser un accord sur l'évolution des revenus, le gouvernement a annoncé qu'il proposait un nouveau train de mesures de lutte contre la récession qui se traduiraient, en année pleine, par un gonflement de FL 2-2 1/2 milliards des dépenses. Ces dispositions prévoient notamment l'allègement de l'impôt sur les salaires et les revenus, l'octroi de nouvelles facilités de caractère financier destinées à stimuler l'investissement privé et un accroissement des dépenses publiques. En dépit de ces mesures, on n'écarte pas l'éventualité d'un tassement des investissements fixes ni d'une certaine aggravation du chômage.

Suisse. L'économie helvétique a encore été caractérisée, l'an dernier, par un état de surchauffe. Les exportations se sont maintenues à un rythme soutenu et les dépenses publiques à un niveau élevé, tandis que la construction résidentielle a fait preuve d'une grande activité pendant la majeure partie de l'année. L'expansion de la consommation privée et des investissements industriels, en revanche, a été relativement modeste. L'augmentation des taux de salaires a été voisine de 9%, alors que la hausse des prix de détail, exprimée en taux annuel, atteignait environ 8% en septembre avant la crise pétrolière, et près de 12% en décembre. Si la pression de la demande a été excessive, comme en témoignent les tensions exercées sur la capacité de production

et sur le marché de la main-d'œuvre, la hausse des prix des produits importés a notablement contribué à l'inflation par les coûts.

Les autorités, prévoyant une intensification des tensions inflationnistes, avaient déjà accentué leur politique restrictive à la fin de 1972 et au début de 1973. Elles ont renforcé les limitations imposées à la construction et maintenu le dispositif de protection contre les entrées de fonds étrangers, mais leur principal effort a porté sur l'encadrement du crédit. Etant donné l'abondance des liquidités bancaires, le taux d'accroissement autorisé des encours a été fixé à 6% pour la période s'étendant du 1er août 1972 au 31 juillet 1973, les dépassements du plafond étant pénalisés par la constitution de dépôts auprès de la banque centrale. Des limites précises ont été fixées au montant net des souscriptions d'obligations suisses. En outre, le taux de l'escompte a été porté de 3¾ à 4½%.

Vers la fin de janvier 1973, la mise en flottement du franc suisse a marqué le début d'une nouvelle étape de la politique monétaire car, dans une certaine mesure, cette décision mettait l'économie à l'abri des afflux spéculatifs de capitaux qui avaient entravé, plusieurs années durant, l'action restrictive des autorités. Celles-ci ont en outre continué, au cours des mois suivants, à encourager les sorties de fonds. Au début du second semestre, le plafond de 6% imposé à l'expansion du crédit bancaire a été reconduit pour un an, mais il a été tenu davantage compte des besoins exceptionnels; d'autre part, les dépôts de pénalité ont été portés ultérieurement à 100% du montant des crédits accordés hors plafond.

L'excès de liquidité bancaire a été réduit au cours de l'année par les importants versements sanctionnant le dépassement des quotas d'accroissement autorisé. Le raffermissement ultérieur du dollar a provoqué un nouveau resserrement de la liquidité. En automne, les taux du marché monétaire ont entamé leur progression — parallèlement à un durcissement des conditions sur le marché de l'euro-franc suisse — tandis que ceux du moyen et du long terme s'orientaient nettement à la hausse. A la fin de l'année, la liquidité des banques se trouvant soumise à une forte pression, la Banque Nationale a réduit les obligations de réserve de 20%, pour compléter l'aide qu'elle accordait principalement au moyen de crédits croisés francs suisses contre devises.

Pour l'ensemble de l'année, les crédits bancaires à l'économie se sont accrus de 8,5%, contre 11,2% en 1972. La progression du volume des disponibilités monétaires et quasi monétaires n'a pas été supérieure à 3,9%, contre 2,2% seulement l'année d'avant. Le total des placements nets sur le marché financier s'est élevé à FS 6,5 milliards, soit environ 12% de moins qu'en 1972, les émissions lancées tant par les résidents que par les non-résidents fléchissant à peu près dans les mêmes proportions. Les placements d'obligations étrangères à moyen terme se sont en revanche accrus très légèrement, passant à FS 3,4 milliards.

Au début de 1974, la persistance des pressions exercées sur la liquidité a conduit les autorités à réduire de nouveau de 20% les réserves minimales. En même temps, toutefois, le taux de l'escompte a été porté de 4½ à 5½%. Durant cette période, les autorités commencèrent à changer d'attitude à l'égard des mouvements de capitaux. La remontée du dollar et l'incidence prévisible de la hausse des prix du pétrole y ont certes contribué, mais la tension croissante du marché suisse des capitaux a

peut-être joué un rôle encore plus important. Cette évolution traduisait d'une part l'existence d'un fort courant de fonds attirés vers le marché de l'euro-franc suisse par les taux d'intérêt élevés, et d'autre part une demande considérable de moyens financiers émanant de l'économie, en particulier de la part des pouvoirs publics et du secteur de l'électricité. En février, les autorités ont pris, en matière de change, des mesures destinées à atténuer les obstacles aux entrées de capitaux et à limiter les emprunts étrangers en Suisse. Ces dispositions n'ont pas empêché les taux de rendement à long terme des obligations de s'élever encore au printemps de 1974, pour atteindre près de 7¾% pour les titres d'emprunt de première catégorie, contre moins de 5½% un an auparavant. Cette hausse a eu pour effet d'accroître l'offre de capitaux, mais les taux de l'euro-franc suisse sont restés attrayants, par suite notamment des appels à l'emprunt adressés au marché par les banques helvétiques qui s'efforçaient de reconstituer leur trésorerie. En avril et en mai, pour atténuer les tensions sur la liquidité, la Banque Nationale a offert aux banques des crédits croisés francs suisses contre devises à échéance allant jusqu'à trois mois, et elle a de nouveau abaissé le niveau des réserves minimales, de 15% cette fois, par rapport à octobre. En outre, le plafond imposé à l'expansion des prêts bancaires a été porté de 6 à 7% jusqu'à fin juillet; cette mesure a atténué sensiblement la rigueur de l'obligation faite aux banques de constituer des dépôts de pénalité en contrepartie de l'octroi de crédits hors plafond. De plus, le pourcentage de ces dépôts, qui avait en fait déjà été abaissé par rapport au maximum de 100%, a été ramené à 30%.

Au cours de ces derniers mois, la demande globale est restée assez vive, bien que le marché du logement ait commencé à donner des signes d'un meilleur équilibre. Jusqu'à maintenant, la politique budgétaire n'a pas joué un rôle positif dans la stabilisation, du fait que la Confédération comme la plupart des cantons ont accusé l'an dernier des déficits plus élevés que jamais. De plus, les efforts déployés pour imposer des normes aux augmentations de salaires ont échoué, et le dispositif de surveillance des prix n'a eu qu'une efficacité limitée. Depuis la mise en flottement du franc suisse, la politique monétaire bénéficie d'une plus large autonomie et, pour la première fois depuis des années, la liquidité du secteur privé est étroitement contrôlée. Accessoirement, toutefois, les taux d'intérêt ont amorcé un mouvement de hausse, résultant en partie de l'évolution à l'étranger, qui introduit dans l'économie un facteur d'inflation par les coûts d'une puissance non négligeable par l'intermédiaire des secteurs de l'agriculture et du logement, fortement tributaires du crédit hypothécaire. Fin mai, à la suite des difficultés de placement d'un emprunt d'Etat, les autorités ont temporairement interdit le marché suisse aux émissions étrangères d'obligations et d'effets et annoncé leur intention d'intervenir pour soutenir les fonds d'Etat. Peu après, elles ont prorogé pour l'année se terminant en juillet 1975 le plafond de 7% imposé à l'accroissement des crédits bancaires.

Autriche. Au cours des cinq dernières années, la croissance de l'économie autrichienne s'est poursuivie à un rythme pratiquement ininterrompu. Après un affaiblissement temporaire au début de 1973, imputable à l'introduction de la taxe à la valeur ajoutée, la demande globale s'est vite raffermie et est restée assez soutenue jusqu'en automne. En termes réels, les dépenses en capital fixe se sont considérablement ralenties, en particulier dans le secteur des entreprises, alors que les exportations et la

consommation privée, tout en progressant à une allure moins rapide qu'en 1972, ont constitué les principaux facteurs d'expansion de la demande. Le potentiel productif s'est trouvé complètement utilisé et les tensions qui ont affecté le marché du travail ont provoqué un nouvel afflux de main-d'œuvre étrangère. La progression des salaires a cependant été plus faible qu'en 1972 et la hausse des prix à la consommation, tout en étant légèrement plus rapide que l'année précédente, est restée moins vive que dans la plupart des autres pays.

Dans l'ensemble, il apparaît donc que les efforts déployés par les autorités pour atténuer les tensions économiques ont donné d'assez bons résultats. Ces succès s'expliquent en partie par l'adoption en temps opportun (vers la fin de l'année 1972 et le début de 1973) d'un vaste ensemble d'actions restrictives: compression des dépenses publiques, plafonnement des avances des établissements de crédit, relèvement des coefficients de réserves obligatoires et ajustement en hausse des taux d'intérêt. D'autre part, le recours aux avances de la banque centrale a été assujéti au respect de normes fixées à l'expansion des encours. Enfin, les mesures prises sur le plan des changes et les autres dispositions visant à endiguer ou à stériliser les entrées de capitaux ont été maintenues en place.

En mars 1973, les autorités ont laissé le schilling flotter en hausse et, au début du mois de juillet, elles ont procédé à une nouvelle réévaluation dans le sillage du réajustement du cours du deutsche mark. Dans leur esprit, ces décisions devaient permettre d'atténuer l'impact, sur l'économie interne, de l'inflation mondiale et de prévenir un exode de main-d'œuvre vers l'Allemagne fédérale. Elles ont en outre décidé, en mai, de proroger jusqu'à la fin de l'année le train de mesures monétaires et financières adopté à la fin de 1972. En même temps, les autorités provinciales et les collectivités locales se sont fixé des objectifs de restriction budgétaire identiques à ceux du gouvernement central et sont convenues, au cours de l'été, de stériliser une partie de leurs recettes.

Comme les entrées de capitaux ont été endiguées et que le déficit de la balance des paiements a contribué au renforcement de la tension monétaire, la liquidité bancaire s'est resserrée au printemps et les taux du marché monétaire ont commencé à dépasser les taux de rendement des valeurs à long terme. En vue d'éviter des distorsions sur le marché, la Banque Nationale a relâché son étreinte sur les banques, en avril 1973, en abaissant les coefficients de réserves obligatoires et en effectuant des opérations limitées d'open market. Dans les mois suivants, la liquidité bancaire a été régulée avec souplesse, mais le maintien de conditions restrictives est resté l'objectif prioritaire des autorités. L'expansion des avances s'est développée, en général, à un taux inférieur aux limites fixées: elle a été maintenue à 11%, contre 21% en 1972. En même temps, les banques ont néanmoins développé leurs acquisitions de titres (y compris d'effets publics à court terme) qui sont passées de SCH 3 milliards en 1972 à SCH 10,4 milliards l'an dernier. Le volume global des crédits bancaires au secteur non bancaire s'est ainsi établi à SCH 38,1 milliards, contre SCH 47,3 milliards en 1972. Le taux de croissance de la masse monétaire (M_1) est tombé de 23% en 1972 à 6% en 1973, du fait notamment d'une progression nettement plus faible des créances nettes du système bancaire sur l'étranger.

Sur le marché des obligations, le montant net des émissions a fléchi de SCH 15,7 milliards à SCH 12,3 milliards; ce recul est principalement lié au ralentissement des achats de valeurs mobilières par les particuliers, d'autres placements s'étant révélés plus rentables, notamment après que furent adoptées de nouvelles mesures, y compris de caractère fiscal. L'augmentation d'un point, en décembre, des taux de rendement des obligations, qui ont atteint en moyenne 8,5%, n'a apparemment pas été suffisamment attrayante.

La situation de la demande s'est quelque peu affaiblie à la fin de 1973 mais, au cours des derniers mois, l'activité économique s'est poursuivie à un rythme élevé. Devant les nouvelles perspectives de hausse des prix, les autorités ont reconduit une fois de plus les mesures restrictives de caractère monétaire et financier; les seuls allègements concernent un léger relèvement de la base de calcul de la norme de progression autorisée du crédit et l'abaissement des coefficients de réserves minimums pour certaines périodes, de façon à atténuer quelque peu le resserrement de la liquidité bancaire. Au milieu de mai, le rendement moyen des obligations étant monté à 9,1% sous la pression du marché, les autorités sont convenues avec les établissements de crédit de procéder à un ajustement général des taux réglementés. Le taux d'escompte officiel a été porté de 5½ à 6½%, et il a été prévu qu'en juin les taux d'intérêt des dépôts d'épargne et des nouveaux emprunts seraient relevés de 1½ point en général, et portés à 5 et à 8½% respectivement. De plus, pour contribuer à enrayer les hausses de prix, la Banque Nationale a modifié ses méthodes d'intervention sur le marché des changes, et le schilling s'est avancé de 3% environ par rapport au deutsche mark.

Danemark. La demande globale s'est fortement accrue en 1973 à la suite de l'adhésion du Danemark à la Communauté européenne au début de l'année. Les recettes d'exportations, notamment celles provenant des ventes aux pays de la C.E.E., ont progressé de façon tout à fait satisfaisante mais, en volume, les résultats auraient pu être meilleurs sans la pression de la demande interne et les grèves qui ont affecté l'industrie au printemps. Les investissements en capital fixe des entreprises ont progressé de 15% en termes réels, et le rythme des dépenses des ménages en biens durables s'est accéléré. Au cours de l'année, le coût des salaires horaires a augmenté en moyenne de 25% dans l'industrie de transformation, contre un peu plus de 11% en 1972, tandis que la hausse des prix de détail, qui avait été d'environ 7% cette même année, passait brusquement à 12,6%. Sous l'effet conjugué des pressions de la demande sur le potentiel productif et d'un mouvement massif de reconstitution des stocks, les achats à l'étranger ont enregistré un accroissement marqué, encore accentué par la suppression, au début de l'année, de la surtaxe temporaire sur les importations.

Au cours de l'année 1973, la rigueur de la politique budgétaire a été considérablement accrue. Le nouveau budget présenté en mars prévoyait notamment un relèvement de l'impôt sur les sociétés, l'assujettissement des logements neufs à la T.V.A. et la compression de certains programmes d'investissements publics. En octobre, le contingent des mises en chantier de maisons d'habitation a été réduit de 14%, et les impôts indirects frappant les produits autres que ceux de première nécessité ont été majorés. Pour l'ensemble de l'année 1973, l'accroissement en volume des dépenses publiques est évalué à 3½ %, soit la moitié environ du taux enregistré en

1972. Il ressortait des prévisions établies en novembre que l'excédent d'exécution du budget de l'Etat pour l'exercice se terminant en mars 1974 atteindrait environ KRD 3,7 milliards, contre KRD 1,8 milliard pour l'exercice antérieur. En conséquence de l'amélioration de la situation budgétaire et des recours accrus du gouvernement à l'emprunt à l'étranger - quoique à un moindre degré que précédemment - l'administration centrale a été en mesure d'améliorer de KRD 3,3 milliards sa position nette à l'égard de la Banque Nationale pendant l'année civile 1973.

L'orientation restrictive de la politique monétaire a été maintenue tout au long de l'année. Les plafonds assignés globalement au crédit des banques commerciales et des caisses d'épargne, qui avaient été relevés de 4% en décembre 1972, n'ont pas été modifiés jusqu'à l'automne 1973, mais les prêts ont continué de se développer rapidement sur la base des ouvertures de crédit déjà consenties. En octobre, le parlement a voté une nouvelle loi réglementant le crédit, qui devait renforcer les pouvoirs des autorités en matière de contrôle monétaire et faciliter la régulation sélective du crédit. En application de cette loi, la Banque Nationale est convenue avec les établissements financiers de reconduire le plafond assigné aux encours, qui a encore été relevé de 2% en novembre, ainsi que les restrictions aux prêts à la consommation. L'encadrement du crédit a été étendu de façon à englober les prêts à plus long terme des caisses d'épargne, les dépassements étant soumis à la constitution, auprès de la Banque Nationale, de dépôts non productifs d'intérêt d'un montant équivalent. La loi prévoyait également l'institution de réserves minimums obligatoires, mais cette question a été remise à plus tard, en raison de la situation tendue de la liquidité. Le taux d'escompte officiel, qui avait été porté de 7 à 8% en juillet, essentiellement pour des raisons d'ordre extérieur, a été relevé jusqu'à 10% en deux étapes, à la fin de 1973 et au début de 1974, l'objectif principal étant d'intensifier la lutte contre l'inflation.

Le volume total des concours des banques commerciales et des principales caisses d'épargne a augmenté de 15,5% en 1973, contre 12,3% en 1972. De plus, en raison de l'épuisement progressif de leurs lignes de crédit interne, les entreprises ont fortement accru leurs appels à l'emprunt à l'étranger, de telle sorte qu'en dépit de l'aggravation du déficit des opérations courantes, la Banque Nationale a étoffé ses réserves de change. La politique de stérilisation de liquidités auprès de la Banque Nationale, pratiquée par l'administration centrale, a néanmoins permis de limiter à 12½% l'expansion de la masse monétaire (au sens large), c'est-à-dire à un taux légèrement inférieur à celui de 1972.

Le total net des émissions de valeurs mobilières, qui ont principalement consisté en obligations hypothécaires, est passé de KRD 13,4 milliards en 1972 à KRD 17,2 milliards l'an dernier. Au milieu de février 1974, les taux de rendement obtenus sur certaines obligations ont atteint 15%, contre 12% environ à la fin de 1972.

Au début de 1974, les perspectives économiques ne se présentaient pas sous un jour rassurant. Avant même que n'éclatât la crise du pétrole, le déficit des paiements courants avait pris des proportions considérables et l'inflation des prix allait en s'accroissant. La place considérable que tiennent les importations dans l'approvisionnement du Danemark en combustibles a sensiblement aggravé ces difficultés. En janvier, le gouvernement a soumis les prix et les bénéfices à un blocage de deux mois, qui a été

prolongé par la suite pour une gamme plus restreinte de produits et de services. En février, il a mis en œuvre un programme de lutte contre l'inflation comportant des compressions dans les dépenses publiques, un plan d'épargne forcée visant les particuliers assujettis à l'impôt sur le revenu, et l'octroi à l'industrie de subventions destinées à compenser l'alourdissement des charges salariales et à l'aider ainsi à tenir ses prix. Sur le plan monétaire, la Banque Nationale, tout en s'efforçant d'atténuer les tensions sur la liquidité bancaire pendant les premiers mois de 1974, a réaffirmé sa détermination d'appliquer une politique monétaire restrictive, tant pour combattre l'inflation que pour assurer le financement du déficit extérieur. En mai, le gouvernement a annoncé une aggravation sensible des impôts sur les ventes de biens de consommation durables et de certains autres produits de consommation.

Norvège. Comme l'année précédente, un essor vigoureux des exportations a permis, pendant la plus grande partie de 1973, de maintenir la croissance de l'économie à un niveau satisfaisant. Après avoir fléchi en 1972, les investissements industriels se sont fortement raffermis en cours d'année du fait, en partie, de la progression des importations de navires et de l'augmentation des dépenses liées à l'exploitation des gisements de pétrole; les investissements publics et la construction de logements ont cependant progressé à un rythme plus faible qu'auparavant. En termes réels, le produit national brut s'est accru de 3,6% et la consommation privée de la moitié seulement environ de ce pourcentage. De même que dans d'autres pays, des limitations de capacités de production et une pénurie de main-d'œuvre qualifiée sont apparues dans l'industrie de transformation, en particulier dans le secteur des exportations.

Le gouvernement a essayé d'atténuer les pressions de la demande ainsi que celles qui se sont exercées sur les coûts. Il s'est fixé comme objectif, dans le budget de 1973, de limiter l'accroissement des dépenses à celui du produit national brut en valeur. Compte tenu des fonds de sécurité sociale, le budget de l'Etat a dégagé un excédent correspondant à 4,3% environ du produit intérieur brut, contre 3,5% en 1972. Dans le domaine des prix, un système de surveillance a remplacé, au début de l'année, le blocage général en vigueur depuis septembre 1972. Cette décision, jointe à la promesse du gouvernement d'accorder temporairement des subventions aux producteurs de denrées alimentaires et de maintenir une politique générale restrictive, a permis de modérer les revendications lors des négociations de printemps sur le renouvellement des conventions collectives. C'est ainsi que les clauses d'indexation ont reposé sur une base plus étroite que précédemment.

Les directives fixées à l'expansion du crédit en 1973, qui ont été révisées en cours d'année, prévoyaient un accroissement total d'environ 7% du crédit d'origine interne. Cependant, les autorités envisageaient également une forte expansion des importations de capitaux, au profit notamment de la construction navale ainsi que de la production pétrolière et des installations au large des côtes, au point qu'elles s'attendaient à une progression de plus d'un tiers de l'offre globale de crédit. Au premier semestre de 1973 toutefois, l'agitation qui a secoué les marchés des changes à l'étranger a donné naissance à d'importantes entrées de fonds et nécessité l'intervention de l'institut d'émission pour éviter que les avances des banques norvégiennes ne dépassent les limites fixées. En avril 1973, la Norges Bank a mis en vigueur le

système de réserves obligatoires supplémentaires de 50% sur les crédits bancaires accordés au-delà des plafonds autorisés. A deux reprises, en juin et en septembre, elle a relevé les coefficients de liquidité primaire imposés aux caisses d'épargne du sud du pays. Ces mesures, associées à la hausse des taux d'intérêt à l'étranger, ont amené un resserrement de la position de liquidité des banques. En décembre, l'objectif fixé pour la croissance des avances des caisses d'épargne a été atteint et les concours des banques commerciales étaient même tombés au-dessous du maximum autorisé, de sorte qu'il a été mis fin à l'obligation de réserve supplémentaire. Les disponibilités monétaires et quasi monétaires se sont développées de 12% durant l'année, soit pratiquement au même rythme qu'en 1972.

A la fin de 1973, les autorités se sont rendu compte de la nécessité de maintenir une politique restrictive. Au milieu du mois de novembre, alors que les prix à l'exportation et à l'importation s'inscrivaient fortement en hausse et que des négociations devaient s'ouvrir au printemps en vue du renouvellement des conventions collectives, la couronne norvégienne a été réévaluée de 5% dans le cadre de la lutte contre l'inflation. Le budget de l'Etat pour 1974 prévoit une croissance des dépenses publiques inférieure à celle du produit intérieur brut. A la fin mars 1974, pour la première fois depuis la fin de 1969, la Norges Bank a relevé son taux d'escompte, le portant de 4,5 à 5,5%. Devant la vigoureuse expansion des investissements en capital fixe, les autorités ont adapté leur politique de façon que la progression des crédits d'origine interne avoisine 6% et que les importations de capitaux se maintiennent à peu près au même niveau qu'en 1973. Dans ce contexte, le coefficient de liquidité primaire imposé aux caisses d'épargne du sud de la Norvège a été abaissé de 5 à 4%.

Suède. L'évolution de la conjoncture a été sensiblement différente l'année dernière que dans la plupart des autres pays. Après s'être lentement remise de la récession de 1971, l'économie a enregistré un mouvement d'expansion qui a en fait perdu de son dynamisme au début de 1973 pour ne le retrouver que vers le milieu de l'année. Les exportations ont grandement bénéficié du haut niveau d'activité à l'étranger et, à la différence des investissements publics, les dépenses en capital fixe des entreprises ont connu une assez forte expansion sous l'influence des mesures d'incitation prises par les autorités. L'accélération escomptée de la consommation des ménages et de la reconstitution des stocks ne s'est cependant pas produite, tandis que la saturation du marché immobilier a provoqué une baisse de l'activité dans la construction résidentielle et des investissements des autorités locales dans ce secteur. De ce fait, la croissance du produit intérieur brut en volume ne s'est élevée qu'à 2,9% pour l'ensemble de l'année, soit un chiffre à peine supérieur à celui de 1972.

Tout en maintenant les divers stimulants financiers mis en œuvre en 1971 et 1972, le gouvernement a pris des mesures directes pour modérer la hausse des prix, comprenant notamment un blocage du prix du lait et de la viande au début de l'année et, en septembre, un plafonnement des prix intérieurs des produits dérivés du bois. Le système de notifications anticipées des hausses de prix, instauré à ce moment-là pour la pâte de bois et le papier, a par la suite été également étendu aux produits pétroliers.

En automne, on pouvait penser que la phase de haute conjoncture à l'étranger se déroulerait sans entraîner, en Suède, de surchauffe généralisée. Après quelques attermoissements, qui s'expliquent par l'incertitude quant à l'incidence de la pénurie de pétrole, des mesures de soutien de l'expansion ont été prises en décembre. En premier lieu, les entreprises ont été autorisées, jusqu'à la fin de 1974, à continuer d'utiliser les ressources d'investissement précédemment inscrites en compte bloqué sur les livres de la Riksbank et ce, non seulement au profit de la construction immobilière, mais également pour les dépenses en équipement et outillage dans les régions les moins développées du pays. En second lieu, le gouvernement a étendu ses subventions à la protection de l'environnement pour la période fin octobre 1973-fin mai 1974. En troisième lieu, les allocations familiales ont été majorées et un volume plus important de ressources a été consacré aux investissements publics et aux programmes sociaux, en vue de réduire le chômage structurel. En même temps, le blocage des prix des denrées alimentaires a été prorogé jusqu'à la fin de 1974, en contrepartie d'une aide financière accrue aux agriculteurs. Le coût total de ces mesures budgétaires a été estimé à près de KRS 1,5 milliard.

La politique monétaire a également été maintenue dans une orientation expansionniste, le système des réserves obligatoires des banques et les taux d'intérêt ne subissant que peu de modifications. Sous l'influence d'un excédent extérieur grandissant et d'un déficit budgétaire toujours élevé, la liquidité bancaire a continué de se développer vigoureusement. La masse monétaire au sens large s'est accrue

Suède: Flux nets de crédits.

Prêteurs	Années	Emprunteurs				Total
		Etat	Collectivités locales	Secteur du logement	Secteur des entreprises	
en millions de couronnes suédoises						
Riksbank	1971	1.524	—	— 30	30	1.524
	1972	— 183	6	—	3	— 174
	1973	— 1.538	5	—	22	— 1.511
Banques commerciales	1971	1.220	203	596	3.193	5.212
	1972	1.949	125	1.946	4.053	6.073
	1973	3.252	286	2.411	5.262	11.211
Autres banques	1971	— 698	665	1.593	949	2.509
	1972	1.831	673	2.685	1.330	6.519
	1973	— 294	125	3.334	2.044	5.209
Organismes publics d'assurances	1971	953	822	4.139	3.269	9.183
	1972	1.936	766	2.676	2.797	8.175
	1973	1.868	686	3.598	3.130	9.282
Organismes privés d'assurances	1971	— 90	141	1.736	911	2.698
	1972	460	291	1.401	1.092	3.244
	1973	832	147	1.699	1.370	4.048
Divers	1971	— 273	5	45	372	149
	1972	352	39	18	745	1.154
	1973	2.030	68	— 254	128	1.992
Total	1971	2.636	1.836	8.079	8.724	21.275
	1972	6.345	1.900	8.726	10.020	26.991
	1973	6.150	1.337	10.788	11.956	30.231

Source: Sveriges Riksbank.

d'environ 12½%, c'est-à-dire à peu près au même rythme qu'en 1972 et que durant la période de récession précédente de 1967-68.

L'argent est demeuré abondant sur le marché du crédit et les emprunteurs ont pu satisfaire sans difficulté leurs besoins de financement. L'ensemble des crédits à l'économie a progressé en chiffres nets de KRS 30,2 milliards en 1973 et de KRS 27,0 milliards en 1972, ce qui correspond approximativement, pour les deux années, à 13½% du produit intérieur brut en valeur. En été, les accords conclus entre les autorités et les banques ont été révisés en vue de faciliter la conversion des crédits à la construction en prêts hypothécaires. Si l'amélioration des bénéfices a contribué à l'autofinancement des investissements des entreprises, ces dernières ont également développé leurs demandes de concours bancaires, dont le produit a été consacré en partie à la reconstitution de leur volant de trésorerie.

Etant donné le manque de ressort de l'économie interne, les tensions sur le potentiel productif ont été limitées aux branches industrielles travaillant pour l'exportation. Le taux ajusté du chômage est demeuré relativement élevé jusqu'en automne, pour fléchir progressivement par la suite. Avant l'accélération provoquée par le renchérissement des prix du pétrole, la hausse des prix à la consommation était moins forte que dans la plupart des autres pays. Les charges salariales se sont trouvées accrues par les dispositions légales, entrées en vigueur en décembre et imposant désormais aux chefs d'entreprise le versement des cotisations de retraite précédemment acquittées par les employés. Toutefois, la nouvelle convention nationale sur les salaires, conclue en janvier – et négociée avant que l'on ait perçu dans toute leur ampleur les incidences de l'évolution de la situation pétrolière – a prévu un relèvement relativement modéré des rémunérations.

Il se trouve que la situation pétrolière n'a guère eu d'influence sur la production. Au début de 1974, malgré le peu d'entrain de l'activité dans le domaine de la construction de logements, le chômage a continué de diminuer. Le budget de l'Etat pour l'exercice 1974-75, présenté en janvier, devrait en principe se solder par un déficit de KRS 6½ milliards. Peu de temps après, de nouvelles mesures ont été adoptées en vue de s'opposer à un ralentissement éventuel d'activité lié à la hausse des prix pétroliers, tout en atténuant certaines influences inflationnistes que celle-ci pourrait exercer. Ces mesures prévoient notamment le versement en avril à titre exceptionnel d'une allocation supplémentaire aux personnes âgées et aux familles nombreuses, une exonération de la taxe à la valeur ajoutée sur les logements mis en chantier au cours de l'année 1974 et un relèvement des subventions pour les denrées alimentaires et les investissements visant à économiser l'énergie. Il a été également procédé, en février, à une réduction linéaire (applicable d'avril à septembre 1974) de la taxe à la valeur ajoutée, dont le taux de base a été ramené de 17,65 à 13,64%. Le coût total de ces nouvelles mesures a été évalué à KRS 4 milliards, soit 1½% environ du produit intérieur brut. En conséquence, il a été estimé que le déficit du budget de l'Etat pourrait atteindre KRS 10 milliards à KRS 11 milliards pour l'exercice en cours et pour le suivant, contre KRS 6,2 milliards en 1972-73. Parallèlement, le blocage des prix de la viande, du lait et des produits dérivés du bois a été prorogé au-delà de la fin juin 1974; en mars, il a été étendu au pain, à la plupart des matériaux de construction et au papier-journal.

En avril 1974, le taux officiel d'escompte, qui n'avait pas varié depuis novembre 1971, a été porté de 5 à 6% et différentes mesures ont été prises en vue de faire monter les taux à long terme, qui avaient plafonné en 1972 et en 1973. En même temps, le coefficient des réserves obligatoires des banques commerciales a été relevé de 1 à 5%, en vue de stériliser quelque KRS 2,9 milliards de liquidités, et les établissements de crédit ont été invités à modérer le développement de leurs concours aux secteurs autres que celui de la construction de logements. Ces dispositions ont été prises à la suite d'importantes sorties de capitaux mais, comme l'activité économique tend, à l'heure actuelle, à s'accélérer, une politique monétaire de moindre aisance semble également se justifier pour des raisons d'ordre interne.

Finlande. Sous l'influence de politiques monétaire et budgétaire expansionnistes, l'activité économique s'est développée très rapidement depuis l'été 1972. Malgré la persistance d'un important chômage dans le nord du pays, la pénurie de main-d'œuvre qualifiée et les limites imposées par les capacités de production ont commencé très tôt en 1973 à freiner la croissance globale de la production. La reprise des investissements industriels, ajoutée à la poursuite du boom dans la construction de logements et à l'accroissement accéléré des dépenses des ménages en biens durables, ont donné naissance à des pressions accentuées de la demande. En outre, la hausse des prix des produits importés et les augmentations de salaires largement supérieures à l'amélioration de la productivité ont contribué, au cours de l'année, à la progression de 15,6% des prix à la consommation. Le développement des exportations a été ralenti par l'insuffisance de capacités productives, les achats à l'étranger se sont fortement accélérés et, dès les premiers mois de l'année, les comptes extérieurs ont fait apparaître un déficit.

Aux ponctions opérées sur les liquidités par cette évolution des comptes extérieurs se sont ajoutés les effets d'une politique économique de plus en plus restrictive. En février, la Banque de Finlande a ramené de 30 à 15% sa participation au financement des crédits accordés aux producteurs nationaux. A partir du printemps, l'Etat a réduit ses programmes de travaux publics et de création d'emplois, et accru en même temps ses dépôts auprès de la Banque de Finlande. En outre, tout en freinant l'expansion de ses propres dépenses, il a institué un impôt de 40% sur les constructions non prioritaires mises en chantier dans le sud de la Finlande entre juin 1973 et septembre 1974.

En juin, un train de mesures de resserrement monétaire a été annoncé, comprenant le relèvement de 7 $\frac{3}{4}$ à 9 $\frac{1}{4}$ % du taux d'escompte de la Banque de Finlande à partir de juillet et une aggravation des conditions débitrices et créditrices des banques. De surcroît, ces dernières ont été invitées à restreindre les crédits à la consommation, le financement des stocks et les prêts à la construction non prioritaire et, d'une façon générale, à différer l'octroi de nouveaux concours destinés à des projets moins essentiels. D'autres mesures visant à comprimer la liquidité interne ont été prises au même moment: interdiction d'utiliser des crédits pour financer certaines importations, principalement de biens de consommation, et obligation de constituer un dépôt en compte non rémunéré auprès de la Banque de Finlande en contrepartie de tout emprunt à moyen ou à long terme à l'étranger. Pour éviter que les banques commerciales ne

subissent une tension excessive, leurs contingents de refinancement auprès de la banque centrale ont été relevés en août et, par la suite, le taux de pénalité de 4% en sus du taux d'escompte a été appliqué lorsque l'endettement global d'un établissement de crédit à l'égard de la banque centrale a dépassé de plus de 40% (au lieu de 20% précédemment) le contingent fixé. Disposant d'un budget fortement excédentaire, l'Etat a immobilisé en novembre MF 500 millions à un fonds d'action conjoncturelle. En outre, le volume des fonds placés sous forme de certificats de dépôt auprès de la Banque de Finlande a augmenté en 1973 de MF 660 millions.

L'accroissement des disponibilités monétaires et quasi monétaires pour l'ensemble de l'année a été de 15½%, contre 17% en 1972. Les prêts des établissements de crédit à l'économie ont progressé de 23%. L'expansion de leurs dépôts ayant été seulement de 11%, les banques commerciales ont multiplié leurs appels aux concours de la banque centrale à concurrence de MF 1.860 millions pendant l'année. A la fin de 1973, leur endettement à l'égard de l'institut d'émission s'élevait à MF 2.615 millions, dépassant de 69% le total de leurs contingents.

Bien que les investissements se soient intensifiés à la suite de la conclusion de l'accord commercial avec la C.E.E. en octobre 1973, le boom de la consommation semblait se calmer au début de 1974, et l'on prévoyait que la crise du pétrole amènerait un certain chômage. En février, la Banque de Finlande a porté à 30% sa participation aux concours accordés aux producteurs nationaux, et des mesures ont été prises pour encourager le crédit à l'exportation. En outre, les plafonds d'emprunt des établissements de crédit auprès de la banque centrale ont été relevés en deux étapes de 50% environ, en février et en avril. Dans l'intervalle, les impôts indirects sur les produits pétroliers ont été réduits d'environ 15% en moyenne. Le budget de l'Etat pour 1974, révisé en mars, table sur des besoins nets d'emprunt d'un montant de MF 165 millions, contre un excédent de MF 1.700 millions en 1973. Il est prévu un accroissement de 25% des dépenses ainsi que des allègements à l'impôt sur le revenu, ces derniers devant entraîner une perte de recettes estimée à MF 950 millions; ce dégrèvement fiscal intervient dans le cadre d'une convention collective nationale de deux ans, qui a pris effet au mois d'avril et prévoit, entre autres, un relèvement des prestations sociales et l'octroi de subventions pour les produits alimentaires, ainsi qu'un élargissement du contrôle des prix. Compte tenu de la dérive des salaires, on estime qu'elle impliquera une augmentation des rémunérations de quelque 14½% en moyenne entre 1973 et 1974.

Espagne. Le vigoureux mouvement de reprise de l'activité qui s'était amorcé à la fin de 1971 s'est poursuivi jusqu'à l'été dernier, mais il s'est ralenti par la suite à mesure que l'utilisation des ressources productives atteignait son maximum. Les exportations et les investissements ont été les composantes les plus dynamiques de la demande, mais la consommation des ménages a également continué de progresser à bonne allure et, pour l'ensemble de l'année, le produit national brut en termes réels s'est accru de 8%, soit à peu près au même rythme qu'en 1972. L'emploi a pu être porté à un niveau élevé, mais les importations ont fait un bond considérable et il en est résulté une intensification des pressions sur les prix de revient et de vente, provoquant une hausse de 14% de l'indice du coût de la vie en 1973. Face à cette situation, les autorités ont adopté une politique monétaire plus restrictive, renforcé la surveillance des prix et institué, vers la fin de l'année, une politique des revenus.

Dans le domaine monétaire, les banques ont été invitées, à partir de mars 1973, à aligner quotidiennement leurs réserves minimums sur les coefficients imposés et, en avril, leurs contingents normaux de réescompte auprès de la Banque d'Espagne ont été amputés de PTA 5 milliards. Ces mesures visaient en partie à combattre les effets exercés sur la liquidité par les précédents afflux de capitaux étrangers. En juillet, le taux officiel de réescompte a été porté de 5 à 6%. En outre, le gouvernement a décidé d'introduire une certaine souplesse dans le rythme de ses émissions de bons du Trésor à trois mois et, pour la première fois, la Banque d'Espagne a entrepris d'agir sur la liquidité des banques en procédant régulièrement à des interventions à l'open market.

La progression des dépenses publiques a été l'an dernier inférieure à l'accroissement du produit national brut à prix courants et le budget, compte non tenu des transactions financières, est devenu excédentaire. Toutefois, la charge supplémentaire résultant du développement des dotations du Trésor aux établissements de crédit du secteur public, de même que la réduction considérable des émissions de titres d'Etat par rapport à 1972, ont entraîné une détérioration de la position nette du Trésor à l'égard de la Banque d'Espagne, faisant suite à une forte amélioration en 1972. Le projet de budget pour 1974 a tenu compte d'une croissance assez modérée des dépenses mais, pour la première fois, il est prévu de créer un fonds d'action conjoncturel permettant, en cas de besoin, de soutenir l'activité économique.

En septembre, les prix de toute une gamme de produits et de services ont été bloqués jusqu'à la fin de l'année. Pour renforcer l'efficacité du blocage, les autorités ont notamment décidé d'assouplir les restrictions aux importations et d'interdire l'exportation de certains produits. A la fin de novembre, un ensemble plus vaste de mesures de contrôle des prix et des revenus a été annoncé pour 1974; en vertu de ce programme, les prix d'une série d'articles entrant au total pour les deux tiers dans le calcul de l'indice du coût de la vie ont été assujettis soit au contrôle, soit à un régime spécial de surveillance de la part des pouvoirs publics. Les nouvelles conventions collectives ne devaient pas, en général, consacrer des relèvements de salaires supérieurs à la hausse de l'indice du coût de la vie. La distribution de dividendes par les sociétés a été limitée à la moyenne de la période 1972-73, et des mesures ont été prises pour que l'accroissement des dépenses publiques au titre du premier semestre de 1974 reste strictement conforme aux prévisions budgétaires.

Vers la même époque, toutefois, la crise pétrolière est venue aviver les craintes d'une prochaine retombée du boom des exportations et des investissements. Aussi le programme présenté en novembre a-t-il prévu d'encourager les investissements de façon sélective en cas de besoin, tandis que le taux de l'impôt sur les salaires a été ramené de 14 à 12%. En outre, les émissions de bons du Trésor ont été suspendues; enfin, en décembre, le coefficient des réserves minimums obligatoires des banques commerciales a été abaissé de 7½ à 6¼%, tandis qu'était réduite la gamme des engagements entrant au numérateur dans le calcul de ce coefficient.

Le recours au contrôle des prix et des revenus a amené les autorités à apporter de nouveaux assouplissements à la politique monétaire au début de 1974. Bien qu'ayant relevé de 21 à 22% en janvier le portefeuille minimum des banques en valeurs mobilières, la Banque d'Espagne s'est abstenue de résorber l'accroissement saisonnier

de la liquidité bancaire et a accru les contingents normaux de réescompte des banques de PTA 21 milliards en quatre étapes, entre janvier et mars. En mars également, le gouvernement a décidé en outre de limiter les hausses de prix des produits pétroliers, ce qui impliquait pour le Trésor une perte de recettes de PTA 30 milliards. De surcroît, il a différé le relèvement des cotisations de sécurité sociale (coût estimé pour le Trésor: PTA 15 milliards) et annoncé une augmentation sensible de ses dépenses d'investissement.

Portugal. A la suite d'une certaine reprise de la production en 1972, l'économie portugaise a continué de progresser l'an dernier à une allure modérée, à la faveur d'une expansion des exportations et du tourisme étranger. Les investissements en capital fixe semblent s'être encore développés, et la consommation est restée bien orientée à la hausse. Les importations ont enregistré un fléchissement en début d'année, mais elles se sont considérablement accrues par la suite. Le rythme de l'inflation s'est encore accéléré, l'indice des prix à la consommation enregistrant une hausse de 20% environ dans l'année.

Le volume des disponibilités monétaires et quasi monétaires du secteur privé a augmenté d'environ 28%, contre 22% en 1972. Les achats nets de devises par les autorités ont eu moins de répercussions l'année dernière qu'en 1972 sur la liquidité de l'économie, mais cette amélioration a été en partie contrecarrée par la progression plus rapide des concours de la Banque du Portugal à l'économie interne (il s'agissait essentiellement de prêts à l'exportation et aux investissements, bénéficiant de conditions privilégiées). Malgré un léger relèvement, au début de 1973, des réserves obligatoires des banques commerciales, le système bancaire a été en mesure d'accroître de 33% le total de ses prêts au secteur privé, contre 23% en 1972. Pour une large part, ces nouveaux crédits ont encore pris la forme d'escompte de papier commercial et, sous l'influence des mesures sélectives décidées au début de l'année en vue de restreindre les prêts bancaires à la consommation et à l'importation, une fraction plus importante de ces crédits d'escompte a été consacrée au financement des exportations et des activités nationales productives.

Les mesures directes prises par le gouvernement en matière de contrôle des prix de divers biens et services ont été complétées par la création, en octobre, d'un Conseil national des prix chargé de négocier avec certaines branches d'activité des accords visant à limiter les hausses. Sur le plan budgétaire, la situation a été de nouveau en léger excédent cette année, l'accélération du rythme de croissance des dépenses publiques ayant été à peu près équilibrée par l'amélioration des rentrées fiscales.

En décembre, la Banque du Portugal a porté son taux d'escompte de 4 à 5% et le taux de ses avances en compte courant à 5½%. Parallèlement, les taux créditeur et débiteur de la plupart des établissements de crédit ont été relevés, et l'on s'est efforcé à cette occasion d'élargir l'écart des taux en faveur des dépôts à plus long terme. En même temps, les établissements de crédit du secteur public et les banques spécialisées dans le financement à long terme ont été autorisés à émettre des certificats de dépôt négociables. Au début de 1974, la Banque du Portugal a assujéti le recours des banques à ses avances en compte courant au-delà de certaines limites à un taux de pénalité de 6,5%, et des dispositions ont été prises pour que ces facilités de refinancement soient

réduites en cas d'utilisation à d'autres fins que pour des ajustements temporaires de la position de liquidité. En outre, les demandes de concours présentées par les banques sont désormais appréciées selon des critères plus sélectifs, quel que soit le mode de financement envisagé.

En mai, le nouveau gouvernement a indiqué qu'il s'attacherait en priorité à faire baisser le taux élevé d'inflation et à améliorer la structure de l'industrie.

Yougoslavie. Le vaste ensemble de mesures de lutte contre l'inflation prises au cours des deux années précédentes a encore été renforcé au début de 1973. Les nouvelles initiatives portaient non seulement sur des restrictions monétaires et financières, mais également sur une compression sélective des salaires, des prix et des investissements, de même que sur une libération étendue des importations. Cette politique a permis de ralentir la demande interne et notamment les investissements fixes. Aussi a-t-on assisté à un plafonnement de la production industrielle, ainsi que de l'emploi, et à une vive progression des stocks de produits finis. La hausse des prix s'est toutefois poursuivie, en raison en partie de la nécessité de procéder à de nouveaux ajustements de tarifs administratifs, mais aussi du fait du renchérissement des importations et de la dévaluation du dinar dans le sillage de celle du dollar.

En été, la politique a subi un changement complet d'orientation. Les mesures budgétaires, administratives et financières qui entravaient les investissements productifs ont été assouplies et des encouragements ont été fournis aux projets d'investissement dans les secteurs agricole, énergétique et des matières premières. Les salaires réels ont été relevés et l'accès au crédit à la consommation rendu plus facile. Parallèlement, des décisions ont été prises en vue d'améliorer la production agricole et l'approvisionnement en biens d'investissement et de consommation importés. Le mouvement de dépréciation du dinar, qui s'est poursuivi jusqu'en juillet, s'est renversé au cours du second semestre. En dépit de cette évolution et de l'amélioration des conditions de la demande interne, les forces inflationnistes ont continué de se développer vigoureusement de sorte que, pour l'ensemble de l'année, la plupart des indices de prix ont accusé une augmentation d'environ 20%, soit plus qu'en 1972.

Les autorités ayant envisagé dans un premier temps une croissance de la masse monétaire inférieure à celle du produit national en valeur, l'objectif de croissance des crédits bancaires a été fixé en conséquence. Cependant, la progression a été en réalité supérieure tant aux prévisions qu'à l'expansion des encours enregistrée en 1972, elle-même déjà exceptionnellement élevée. De novembre 1972 à novembre 1973, les concours bancaires se sont développés d'environ 20%, contre 17,5% pendant les douze mois précédents, et la masse monétaire s'est accrue pendant la même période de près de 42%, contre 36%. Si cette évolution s'explique en partie par le réaménagement de la politique monétaire dans un sens expansionniste, il est surtout imputable à un nouvel excédent de paiements d'une ampleur inattendue, résultant pour l'essentiel des emprunts à moyen et à long terme contractés à l'étranger. Du fait des engagements de prêt souscrits par la banque centrale en fonction des objectifs prioritaires de financement qui lui avaient été assignés à des conditions prédéterminées, il lui a été difficile, en présence d'un tel excédent des comptes extérieurs, d'exercer son contrôle sur l'expansion globale des ressources liquides.

Pour l'ensemble de 1973, le volume global des dépenses internes s'est accru de 8% contre 5% en 1972. Pour encourager l'expansion en 1974, il est prévu de stimuler la consommation privée, en partie en réduisant les impôts indirects, et d'accroître les possibilités d'autofinancement des entreprises. Pour pallier une accélération de la hausse des prix, le gouvernement envisage de développer fortement les importations, même au prix d'un fléchissement des réserves officielles de change.

Hongrie. Au cours de ces dernières années, les autorités hongroises se sont employées à restructurer l'économie afin de mieux équilibrer l'offre et la demande. A cet effet, elles ont cherché à renforcer le contrôle de l'Etat sur les décisions prises au niveau de l'entreprise. En 1973, cette politique a permis d'obtenir des résultats satisfaisants. La croissance de la production dans l'industrie, l'agriculture et la construction s'est à nouveau accélérée après le brusque recul de 1972, bien que les dépenses en capital fixe — principale source de préoccupation des années précédentes — soient demeurées constantes et aient été légèrement inférieures aux objectifs du plan. La politique monétaire a veillé en premier lieu à assurer une meilleure utilisation des capacités existantes et à intensifier la commercialisation des produits, tout en freinant l'accumulation de stocks. Les crédits de financement des investissements ont été distribués beaucoup plus généreusement, mais les effets de cette décision tardent à se faire sentir. Un certain nombre de grandes entreprises — la plupart peu rentables — ont fait l'objet d'une réorganisation de grande envergure. En outre, les effectifs de main-d'œuvre se sont accrus de 1,3% dans l'industrie, après avoir fléchi pendant deux années, et la productivité s'est encore améliorée, à concurrence de 5,8%. De ce fait, la production s'est développée dans presque toutes les branches industrielles. L'ensemble des revenus nominaux a progressé d'environ 10% du fait, en partie, des mesures prises en vue de mettre fin aux disparités de revenus d'un secteur à l'autre et d'améliorer les pensions de sécurité sociale. Les prix de détail ont augmenté en moyenne de 3,5%, les denrées alimentaires accusant une hausse de 5,2%. Ces renchérissements ont eu pour objet d'adapter les niveaux des prix à la structure actuelle des coûts. La consommation des particuliers a progressé de 4½-5% en 1973, contre 3,7% l'année précédente. Les achats de biens de consommation autres que les produits alimentaires ont enregistré les gains les plus élevés, en raison peut-être d'une offre plus abondante de biens durables liée en partie à une accélération des importations. Les autorités prévoient une très forte croissance des investissements en 1974, l'accent étant mis en particulier sur une meilleure utilisation des ressources énergétiques locales, charbon notamment, et sur une moindre dépendance à l'égard du pétrole importé. Les objectifs du plan pour l'ensemble de la production tablent néanmoins sur une expansion plus faible que celle qui a été obtenue en 1973. En mai 1974, des restrictions ont été décidées, en même temps qu'un alourdissement des impôts, afin de maintenir dans certaines limites la constitution de patrimoines par les particuliers.

Tchécoslovaquie. En dépit du ralentissement de l'expansion économique en 1973, les taux de croissance ont encore soutenu très favorablement la comparaison avec ceux d'autres pays industrialisés. Le potentiel de main-d'œuvre ayant été utilisé à plein, l'amélioration de la productivité (5½% environ dans l'industrie) a joué un rôle décisif. Ces gains de productivité ont eu tendance à fléchir ces dernières années, en

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		1972	1973
	1972	1973	1972	1973	1972	1973		
augmentations annuelles en termes réels, en pourcentage								
Bulgarie	8,3	10,6	4,8	3,0	9,3	7,0	7,0	8,7
Hongrie	5,0	7,2	2,7	5,0	2,0	3,0	5,1	6,8 ²
Pologne	10,7	11,6	8,4	7,8	16,4	20,6	10,1	10,0 ²
République démocratique allemande	6,3	6,8	10,7	.	2,8	6,1	5,7	5,5
Roumanie	11,7	14,7	9,2	0,2	7,5	7,3	10,0	10,8
Tchécoslovaquie	6,4	6,3	3,9	4,2	9,8	6,5	5,9	5,2
U. R. S. S.	6,5	7,4	-4,1	14,0	6,8	.	3,9	6,8

¹ Produit «matériel» net. ² Estimation.

Source: Nations Unies, Commission économique pour l'Europe, *Etude sur la situation économique de l'Europe en 1973*.

raison notamment des retards dans la réalisation des programmes d'investissement, de la faible rentabilité de certaines installations nouvelles et de la sous-utilisation des capacités productives existantes. Aussi les autorités se sont-elles principalement attachées à moderniser et à rationaliser les structures de production et à déplacer de la main-d'œuvre vers des secteurs plus productifs, en procédant notamment à la fermeture des plus anciennes usines. Les investissements bruts se sont développés d'environ 8½% en 1973, et il est prévu que leur croissance sera encore un peu plus forte en 1974. Le secteur énergétique, qui a constitué depuis de nombreuses années un goulet d'étranglement, bénéficiera en même temps d'un haut degré de priorité. La production industrielle a progressé à peu près au même rythme qu'en 1972, les biens d'équipement enregistrant une croissance plus rapide que précédemment, tandis que les articles de consommation ont plafonné. Si l'activité dans le domaine de la construction s'est considérablement ralentie, la production agricole a marqué certains progrès. L'augmentation des revenus nominaux des ménages a été, avec 6,2%, légèrement plus forte qu'en 1972. La consommation des particuliers s'est accrue de 5,8%, contre 4,8% une année auparavant. L'offre de produits d'origine interne et externe a été suffisante pour satisfaire la demande à des prix presque constants; les stocks de certains biens de consommation durables se sont gonflés et, en particulier, le parc de véhicules invendus s'est considérablement accru. Mis à part le taux de croissance plus élevé prévu pour la construction, le plan pour 1974 vise à maintenir des objectifs à peu près identiques aux résultats obtenus en 1973.

République démocratique allemande. Le taux de croissance du revenu national a été du même ordre de grandeur qu'en 1972 et légèrement supérieur à la moyenne des années précédentes, bien que, dans l'ensemble, l'expansion de la production agricole semble s'être ralentie. Les progrès les plus importants en valeur relative ont été enregistrés dans le secteur de la construction, dont l'activité s'est développée de 6,1%, contre 2,8% en 1972. Ce résultat s'explique principalement par l'accroissement de 16% du nombre des habitations construites, alors que le taux de progression

s'était situé à 7% en 1972 et à des niveaux encore inférieurs au cours des années précédentes. La production industrielle s'est légèrement accélérée pour la deuxième année de suite, et le taux de croissance s'est établi au-dessus de la moyenne des dernières années de la décennie 1960-69. Il convient de remarquer en outre que, malgré une pénurie de main-d'œuvre et de capacités productives, ces résultats ont pu être obtenus grâce à l'amélioration de 5,8% de la productivité du travail et à un recours étendu aux heures supplémentaires. De ce fait, modernisation et rationalisation sont restées les deux préoccupations essentielles des autorités qui, au demeurant, ont soumis à leur examen les projets d'investissement donnant lieu à création d'emplois. La formation brute de capital fixe s'est accrue de 9,7% en 1973, contre 2,7% une année auparavant. Son rythme de croissance s'étant plus fortement accéléré que celui du secteur de la construction, il semblerait que les investissements en matériel et équipement se soient fortement développés, et qu'une certaine priorité ait été accordée à l'extension des capacités de production de biens de consommation. Comme depuis longtemps déjà la fourniture d'énergie constitue un goulet d'étranglement, les investissements dans ce secteur ont à nouveau progressé d'environ 10%, après une vigoureuse expansion de 30% environ en 1972. Grâce notamment à une majoration de 15% des pensions de sécurité sociale, la croissance de la consommation des particuliers s'est poursuivie au même rythme. Le chiffre d'affaires du commerce de détail s'est accru au total d'environ 6% l'an passé, tandis que les ventes de marchandises autres que les denrées alimentaires ont progressé de près de 9%. Le plan pour 1974 vise à maintenir à peu près les taux de croissance qui ont été réalisés en 1973, l'accent étant mis sur la promotion des exportations et sur les mesures de rationalisation, tandis que l'importation de techniques avancées et de savoir-faire jouera un rôle plus important que jusqu'à présent.

Pologne. La politique d'assouplissement des structures de l'économie et d'amélioration des revenus réels, inaugurée en 1971, s'est traduite l'an dernier par le maintien d'un rythme élevé de croissance. Le revenu national s'est accru d'environ 10% pour la deuxième année de suite, contre 8% en 1971 et 6% de 1966 à 1970. Les résultats ont une fois encore été très satisfaisants dans l'agriculture, la production industrielle a continué de s'accélérer et l'activité dans le bâtiment (construction d'habitations comprise) a atteint un niveau record. Ces progrès sont en grande partie attribuables au rythme élevé avec lequel les investissements productifs ont été effectués au cours des années précédentes, ce qui a permis, en 1973, d'accroître la productivité du travail de plus de 8% dans l'industrie et de 12% dans le bâtiment. En outre, comme il existait encore un potentiel de main-d'œuvre inemployée, le niveau de l'emploi a progressé de plus de 3% dans l'industrie et même de 7,9% dans le bâtiment. Cependant, face à une raréfaction croissante des effectifs disponibles, les autorités se sont employées de plus en plus à réaliser de nouveaux progrès de productivité, en liant par exemple les salaires aux résultats de l'exploitation. Des efforts ont en outre été entrepris l'an passé en vue de réorganiser les entreprises et de mieux utiliser les matières premières. La crise pétrolière a posé de nouveaux problèmes, même si l'approvisionnement en énergie a généralement été suffisant. La formation brute de capital fixe s'est accrue de 23% en 1973, soit au même rythme qu'en 1972. Les revenus nominaux ont progressé de l'ordre de 13%, tandis que la consommation des particuliers a, semble-t-il,

augmenté approximativement au même taux qu'en 1972, à savoir de quelque 9%. La demande globale, nettement supérieure à la production intérieure, a provoqué une forte accélération des importations nettes par rapport à l'année précédente. Parallèlement, les dépôts d'épargne des particuliers sont montés en flèche, progressant en 1973 de près d'un quart. Cette évolution donne à penser que l'offre de biens de consommation était, dans une certaine mesure, insuffisante; c'est également dans ce contexte qu'il convient de placer les hausses considérables de prix de certains produits, décidées au début de 1974. Le plan pour 1974, qui prévoit une fois de plus une croissance élevée, attache une importance particulière au développement des exportations. Il est prévu un niveau toujours aussi élevé d'importations qui seront, cette année encore, largement financées par le recours à l'emprunt à l'étranger.

Roumanie. En 1973, les autorités roumaines se sont principalement attachées à mobiliser les ressources disponibles. A l'effet d'accroître la population active, elles ont relevé les salaires de 4,3%, contre 1,8% en 1972, et adopté des mesures spécifiques pour le recrutement de main-d'œuvre complémentaire. Afin d'améliorer la productivité, un certain nombre de modifications ont été introduites sur le plan de l'organisation administrative (entraînant principalement un retour à la centralisation) et l'accent a été mis davantage sur la réalisation complète des programmes d'investissement. En outre, une attention toute particulière a été apportée à la production de matières premières et à l'exploitation des sources d'énergie. Le taux de croissance de la production industrielle est passé de 11,7% en 1971 et 1972 à 14,7% en 1973. Ce résultat est dû essentiellement à une forte amélioration de la productivité, celle-ci s'étant accrue de 9,1% contre une moyenne de près de 5,3% au cours des deux années précédentes. Le niveau de l'emploi a progressé par ailleurs d'environ 5%, soit moins qu'en 1972 et 1971. Les progrès les plus marqués de la production ont été obtenus dans la construction mécanique et les industries de traitement des métaux (+20,7%) et dans l'industrie chimique (+18,3%), tandis que la production d'électricité et de matériaux de construction a, une fois encore, augmenté à un rythme plus modéré. La médiocrité des récoltes de céréales et de légumes est imputable à l'insuffisance de la production d'engrais; certains progrès ont cependant été enregistrés dans le domaine de l'élevage. Malgré une croissance limitée de l'ensemble de la production agricole, les revenus ont augmenté de 11,2% dans l'agriculture, dépassant ainsi la croissance du revenu nominal total (9,3%). Les ventes au détail se sont développées de 7,8%, tandis que le revenu réel par habitant a enregistré une augmentation de 4,4%. Etant donné que le revenu national s'est accru de 10,8% et que les investissements se sont maintenus pratiquement au même niveau, il a été possible de développer considérablement les exportations, de sorte que la balance commerciale, qui était déficitaire, est devenue excédentaire. Pour 1974, le plan prévoit une croissance supérieure à celle qui a été enregistrée en 1973.

Bulgarie. Après être resté stable pendant trois années, le taux de croissance globale de l'économie bulgare a amorcé une progression en 1973. Cette amélioration est imputable à un développement plus rapide de la production industrielle qui, en 1972, était tombée légèrement au-dessous de la moyenne à long terme. La croissance la

plus rapide a été enregistrée par le secteur des biens d'équipement (+16,6% notamment pour les industries mécaniques et de traitement des métaux), encore que la production de biens de consommation se soit également quelque peu accélérée par rapport aux années précédentes. La fourniture d'énergie a constitué un point faible, puisque sa progression a été nettement plus modérée que durant la période 1970-72. La production de matériaux de construction a, une fois encore, été entravée par l'existence de goulets d'étranglement. En outre, une pénurie de main-d'œuvre ayant affecté le secteur du bâtiment — du fait en partie de la participation bulgare à la réalisation de projets à l'étranger — on a enregistré l'an dernier une baisse du rythme de croissance dans la construction. Malgré un développement moins rapide qu'en 1972 de la formation brute de capital fixe, les investissements dans le secteur de l'électricité se sont poursuivis sur une grande échelle. La réorganisation profonde amorcée en 1970 dans l'agriculture n'a cependant pas permis à la production agricole d'atteindre entièrement les résultats escomptés. L'insuffisance de fourrage a notamment freiné la production de bétail. Par suite de l'augmentation du niveau de l'emploi dans l'industrie et des relèvements sélectifs des salaires, le revenu global s'est fortement accru; les ventes au détail se sont ainsi développées de 8,6%, contre près de 6½% pendant les deux années précédentes. Les prix à la consommation étant restés assez stables, le revenu réel par habitant a augmenté de 7,9%, soit près de deux fois plus qu'en 1971 et en 1972. On a par moments constaté une insuffisance de divers produits de consommation et de produits agricoles. Les plans pour 1974 tablent de nouveau sur une croissance considérable, notamment en ce qui concerne la production industrielle.

Union Soviétique. 1973 a été, en Union Soviétique, une année de consolidation. Après une longue période de ralentissement de la croissance, qui a amené les autorités au début de l'année à réviser en baisse les objectifs du plan pour 1973, la production globale s'est de nouveau inscrite en reprise. Sur l'ensemble de l'année, l'accroissement du revenu national s'est élevé à 6,8% contre 3,9% seulement l'année précédente, durant laquelle la production globale avait fléchi sous l'effet de mauvaises récoltes. En 1973, les résultats dans le domaine de l'agriculture ont été remarquables, la récolte de céréales n'ayant jamais été aussi abondante. La production industrielle a progressé un peu plus rapidement qu'en 1972, quoique les résultats aient cependant été inférieurs à ceux des années antérieures. Ce sont encore dans les industries chimique, automobile, électronique et de la construction mécanique générale que les plus grands progrès ont été réalisés, tandis que la production de machines agricoles, de pétrole et de gaz naturel a été inférieure aux prévisions. En ce qui concerne les fournitures d'énergie, les besoins nationaux ont été satisfaits en général, mais les contrats d'exportation n'ont pas toujours pu être totalement remplis. La production de biens d'équipement a augmenté de 8,2%, contre 6,8% en 1972; en revanche, dans le secteur des biens de consommation, la progression enregistrée (+5,9%) n'a été que légèrement supérieure à celle de l'année d'avant. Etant donné la rareté de la main-d'œuvre, la production industrielle a bénéficié d'une amélioration de 6% de la productivité par ouvrier, obtenue essentiellement par un effort particulier d'investissement dans les équipements permettant de rationaliser le travail. On s'attend que la réorganisation profonde de la structure administrative, amorcée en 1973 dans l'industrie, accroîtra encore le rendement. La formation brute de capital fixe s'est accrue de 3,9% en 1973, contre 7,2% en 1972, une fraction plus

importante que précédemment étant cependant dirigée vers l'achèvement des programmes en cours. Les salaires nominaux ont augmenté de 3,7% mais, grâce à la progression de 2,3% de la population active et à l'accroissement de 5,9% des revenus agricoles, les revenus nominaux se sont gonflés, dans l'ensemble, de 6,1%. Comme les prix sont presque restés stables, les ventes au détail ont connu une expansion de 5,3% et le revenu réel par habitant s'est amélioré de 5%. L'écart entre le revenu et les dépenses, que traduit la progression de 13% des dépôts d'épargne, donne à penser que l'offre de biens de consommation n'a pas toujours été adaptée à la demande. C'est pour cette raison que, dans le plan de 1974, l'accent a été mis sur la production de biens de consommation, et les responsables de la fabrication se sont vu accorder une plus grande latitude pour ajuster leur gamme de produits à la demande du marché. Le plan vise à accroître les investissements de 6,3% au total et à promouvoir des gains de productivité plutôt qu'à étendre les capacités. On s'attend à une légère accélération de la croissance globale.

Afrique du Sud. L'économie avait commencé à se redresser dans les derniers mois de 1972, avec une reprise de la consommation des ménages, de la construction de logements et des investissements du secteur public mais, jusqu'à la fin de 1973, ce mouvement a été freiné dans son élan par l'atonie des dépenses en capital fixe dans l'industrie. Comme, d'autre part, la production agricole et celle des mines d'or ont fléchi, la croissance du produit intérieur brut s'est limitée à 4% environ pour l'ensemble de l'année 1973, contre 3% en 1972. Les ressources productives restant incomplètement utilisées, les politiques monétaire et budgétaire ont été fondamentalement axées en faveur de la reprise, mais la hausse de 10% des prix à la consommation pendant l'année et l'apparition d'un déficit de paiements n'ont pas tardé à poser un dilemme aux autorités.

Bénéficiant de la progression accélérée de la valeur des matières premières exportées et de la production d'or, la balance des opérations courantes a enregistré un excédent de près de R 200 millions pour l'ensemble de l'année 1973. Vers la fin de l'année toutefois, elle est devenue déficitaire au moment où l'affermissement de la reprise d'activité a entraîné un processus de reconstitution des stocks. De plus, la balance des mouvements de capitaux, qui s'était soldée par un excédent de R 400 millions en 1972, a fait apparaître l'an dernier un déficit de R 210 millions. Ce renversement de situation a été provoqué en partie par les restrictions apportées en juin 1972 par le Royaume-Uni aux investissements de portefeuille à l'étranger, mais plus encore par l'aisance monétaire qui a régné en Afrique du Sud et, au second semestre, par la spéculation à la dévaluation du rand. Bien que restant lié au dollar, le rand ne l'avait pas suivi dans la dévaluation de février et il a été réévalué, par rapport à cette monnaie, de 4,98% en juin.

Le projet de budget de l'Etat pour l'exercice se terminant en mars 1974 avait prévu divers allègements fiscaux, ainsi qu'un renforcement des mesures d'encouragement aux investissements en capital fixe et à l'exportation. Sur le plan monétaire, le plafonnement imposé depuis longtemps au crédit bancaire a été supprimé à la fin de 1972, et le nouveau système de coefficients de trésorerie et de liquidité a été aménagé de façon à laisser aux banques un volume largement suffisant de ressources liquides. A la

suite de l'abaissement de 6 à 5½% en mars 1973 du taux d'escompte officiel, les conditions de banque et les taux appliqués par la Banque de Réserve pour les opérations sur fonds d'Etat ont été réduits. Certaines dispositions ont cependant été prises en vue de modérer l'inflation; elles comprenaient notamment une libéralisation progressive des importations, la réévaluation du rand et une réduction, annoncée en août, des taxes perçues sur les ventes d'appareils ménagers et de produits alimentaires.

En l'occurrence, l'influence expansionniste du budget de l'Etat s'est révélée moins forte que prévu. En raison de la progression rapide des rentrées fiscales, les besoins d'emprunt du Trésor ne se sont élevés qu'à R 246 millions pour l'année civile 1973, contre R 748 millions en 1972. En outre, la politique monétaire a été amenée à tenir compte de façon croissante des considérations de balance des paiements. Le déficit naissant des comptes extérieurs a pesé directement sur la liquidité bancaire et a également provoqué un essor de la demande de concours bancaires à mesure que les emprunteurs se sont détournés des marchés étrangers du crédit pour s'orienter vers le marché intérieur. Les autorités, cherchant toujours à favoriser une reprise de l'économie, se sont efforcées d'atténuer la pression exercée sur les maisons d'escompte et ont offert largement leur aide au système bancaire, en imposant toutefois en général des taux de pénalité souvent bien supérieurs à celui de l'escompte officiel. Le loyer de l'argent est monté sur le marché monétaire et, entre septembre et novembre, les établissements de crédit ont relevé d'un demi-point leurs conditions débitrices et créditrices. Pour l'ensemble de l'année, l'expansion des prêts bancaires au secteur privé a atteint 36%, contre 12% l'année précédente, tandis que les disponibilités monétaires et quasi monétaires ont progressé de 23%, contre 14% en 1972.

Devant l'accélération des sorties de fonds à la fin de l'année et au début de 1974, le taux d'escompte officiel a été porté à 6½% en janvier, tandis que la plupart des établissements de crédit relevaient également d'un point leurs taux créditeurs et débiteurs. L'expansion de l'économie n'atteignait pourtant pas encore le rythme de développement du potentiel productif. En février, pour compenser en partie l'effet de l'accroissement inattendu de ses recettes budgétaires, le gouvernement a décidé d'avancer la date prévue pour le remboursement du prélèvement exceptionnel («loan levies») imposé précédemment et, en même temps, d'augmenter les prestations sociales et de réduire de nouveau la taxe sur le chiffre d'affaires. Le 1er juin, le taux d'escompte officiel a été porté à 7½%, et les plafonds imposés aux taux de rémunération des dépôts bancaires ont été relevés de 1½ point.

Australie. Après avoir amorcé un mouvement ascendant vers le milieu de 1972, l'activité économique a vivement progressé à partir du début de 1973. La reprise s'est d'abord appuyée essentiellement sur l'expansion des exportations, le boom du secteur du logement et une forte augmentation de la consommation des ménages mais, dans le courant de 1973, les investissements productifs du secteur privé se sont ranimés après deux ans de marasme. Avec une immigration en baisse et dans un climat social se détériorant sensiblement, la pénurie de main-d'œuvre et de matériaux n'a pas tardé à freiner la production, et les pressions inflationnistes se sont considérablement aggravées.

La balance des paiements, qui avait fait apparaître un excédent de \$A 2.180 millions en 1972, s'est soldée l'an dernier par un déficit de \$A 320 millions. Le surplus des

transactions courantes est passé de \$A 270 millions à \$A 400 millions mais, sous l'influence des mesures de contrôle des changes, la balance des mouvements de capitaux (y compris les erreurs et omissions) a changé de sens, les entrées nettes d'un montant de \$A 1.910 millions enregistrées en 1972 faisant place l'an dernier à \$A 720 millions de sorties. Les résultats de la balance des opérations courantes ont été fortement influencés par la flambée mondiale des prix des principales matières premières exportées par l'Australie. Le volume des importations s'est fortement gonflé pendant l'année, dépassant de plus en plus celui des exportations. Ce mouvement a certes été dû en premier lieu à la surchauffe de l'économie australienne, mais les achats à l'étranger ont été également encouragés par la réduction, en juillet, de 25% des droits de douane sur une vaste gamme de produits, ainsi que par la réévaluation de la monnaie. En effet, le dollar australien qui, après avoir été réévalué de 7% par rapport aux autres monnaies en décembre 1972, était resté lié au dollar E.U. par une parité fixe, n'a pourtant pas suivi la dévaluation de cette monnaie en février 1973 et a encore été réévalué en septembre de 5% par rapport à la monnaie américaine.

La hausse des prix à la consommation, après avoir été de 4,7% seulement en 1972, s'est brusquement accélérée, au point qu'au dernier trimestre de 1973, les prix dépassaient de quelque 13% le niveau atteint un an auparavant. L'Australie se suffit presque entièrement à elle-même pour ses besoins en pétrole, et les prix du brut australien avaient été fixés par des contrats à long terme conclus entre le gouvernement et les sociétés concessionnaires. Pour les autres produits, en revanche, la hausse des prix à l'exportation a rapidement influencé les prix intérieurs et stimulé la progression des revenus, particulièrement dans le secteur agricole. Vers la fin de l'année, l'escalade des augmentations de salaires a été également un sujet de préoccupation. Pour contribuer à enrayer l'inflation, le gouvernement a institué un tribunal de justification des prix qui, en raison des pouvoirs restreints que lui conférait la constitution dans ce domaine, a eu principalement recours à la persuasion.

Les perspectives d'un durcissement de la politique budgétaire étant limitées par les divers engagements pris en matière de dépenses et de fiscalité, le budget de l'administration fédérale a prévu, pour l'exercice se terminant en juin 1974, un déficit de \$A 162 millions vis-à-vis de l'économie interne, c'est-à-dire compte non tenu des opérations avec l'étranger et de la dette extérieure. Au cours de l'année civile 1973, les besoins de financement interne du Trésor se sont élevés à \$A 1.200 millions, et ont été couverts essentiellement par prélèvement sur ses actifs liquides.

La politique monétaire a cependant été aménagée de façon à renforcer l'effet restrictif exercé sur la liquidité par le changement de sens du solde de la balance des mouvements de capitaux. En particulier, le coefficient des réserves minimales des banques commerciales a été porté de 6,6 à 7,6% en avril, puis à 9% en août, les banques ont été invitées à restreindre les prêts destinés à l'achat de logements et, à partir de septembre, une action restrictive énergique a été menée sous forme d'opérations d'open market. Des mesures ont été prises pour faire monter les taux d'intérêt du marché intérieur et, afin d'éviter un nouvel afflux de capitaux étrangers, les autorités ont relevé en octobre de 25 à 33 $\frac{1}{2}$ % le pourcentage des dépôts spéciaux que les résidents étaient tenus de constituer en contrepartie des emprunts à échéance supérieure

à deux ans contractés à l'étranger, tandis que l'interdiction d'emprunter à l'extérieur pour des échéances plus courtes restait en vigueur.

Les disponibilités monétaires et quasi monétaires se sont accrues en 1973 de 21%, soit à peu près dans les mêmes proportions qu'en 1972. Les restrictions aux emprunts à l'étranger, ainsi que la reprise économique, ayant relancé la demande de crédit, les banques ont accru leurs prêts au secteur privé de près de 33%, contre 16% en 1972. Au cours de l'année, le ratio de leurs avoirs liquides et de leur portefeuille de fonds d'Etat par rapport à leurs exigibilités est tombé de 31,8 à 24,9%. Pendant les premiers mois de 1974, le degré d'utilisation des capacités productives restant très élevé, la politique monétaire a été maintenue dans une orientation particulièrement restrictive.

Nouvelle-Zélande. La phase antérieure de récession ayant pris fin, l'activité économique s'est inscrite en vive reprise l'an dernier. Une politique monétaire et budgétaire expansionniste, conjuguée à une hausse des prix agricoles à l'exportation génératrice d'un excédent des paiements extérieurs, a imprimé un élan considérable aux revenus et à la liquidité de l'économie interne. A partir de la fin de 1972, la demande de biens de consommation et de logements s'est accélérée, et les investissements ont suivi le mouvement en 1973. Au début de 1974, l'expansion s'était généralisée et des tensions apparaissaient sur la capacité de production.

La cadence des importations a commencé à dépasser celle des exportations à la fin de 1973 mais, pour l'ensemble de l'année, la balance des opérations courantes, calculée sur la base des règlements, s'est soldée par un surplus de \$NZ 152 millions, contre \$NZ 208 millions en 1972. Le solde des mouvements de capitaux a changé de sens, les \$NZ 92 millions d'entrées nettes enregistrées en 1972 faisant place en 1973 à \$NZ 21 millions de sorties nettes. Les remboursements nets de la dette publique extérieure ont été plus élevés et les entrées de capitaux privés ont fléchi en raison du recours accru des emprunteurs au marché intérieur du crédit. En juillet, le dollar néo-zélandais a été réévalué de 3% par rapport au dollar des États-Unis, auquel il avait été précédemment rattaché et, en septembre, il a encore été réévalué de 10%.

Les prix à la consommation ont augmenté de 10,2% en 1973, contre 5,5% en 1972. Au début de l'année, les autorités ayant levé les restrictions frappant les salaires et les dividendes, leur principale arme dans la lutte contre l'inflation a été le contrôle des prix, qu'elles ont étendu à certains produits agricoles et étayé par une politique de subventions, de restrictions aux exportations et de libéralisation des importations. Des encouragements ont néanmoins été donnés de surcroît aux éleveurs de moutons à laine et de bétail de boucherie pour qu'ils déposent en compte bloqué sur les livres de la Banque de Réserve une partie de leurs revenus supplémentaires; quelque \$NZ 90 millions ont été ainsi immobilisés en 1973. En juin, le gouvernement a publié une directive en matière de salaires mais, en août, il a autorisé un relèvement général et immédiat de 8,5% des rémunérations. Puis, après avoir bloqué les prix pendant trente jours, il a imposé aux relèvements de salaires, de prix et de marges bénéficiaires des limites strictes, qui doivent rester en vigueur jusqu'en juin 1974.

Le budget de l'Etat pour l'exercice se terminant en mars 1974 prévoyait une progression considérable des dépenses, des subventions accrues en faveur des exportations, des investissements dans l'industrie et du développement régional, ainsi que la reconduction de certains allègements temporaires accordés en 1972 au titre de l'impôt sur le revenu. Sur le plan de la politique monétaire, il a été mis un terme, à la fin de 1972, au plafonnement des prêts bancaires, en vigueur depuis fort longtemps et, en juin 1973, les banques ont été assujetties à un système de réserves liquides obligatoires et de portefeuille minimum de fonds d'Etat, avec des coefficients variables, fixés initialement à 42% de leurs dépôts à vue et à 17% de leurs dépôts à terme. En août, la reprise économique s'affirmant, les autorités ont annoncé un relèvement de 2 points à partir de décembre de ces coefficients ainsi que de celui du portefeuille minimum que les sociétés de financement des ventes à tempérament doivent constituer en valeurs d'Etat. En outre, les banques ont été invitées en novembre à ne pas relever le plafond global des crédits qu'elles consentent aux autres établissements financiers et aux ménages, sauf en ce qui concerne les prêts au logement.

Pour l'ensemble de l'année, les dépôts du secteur privé auprès des banques commerciales ont progressé de plus de 30%, après s'être accrus de près de 40% en 1972. En réduisant leurs placements à long terme, les banques commerciales ont été en mesure, l'an dernier, d'augmenter leurs prêts de quelque 55%, alors qu'en 1972 la progression n'avait été que de 7%. L'industrie de transformation n'a bénéficié que d'une petite partie de ces crédits supplémentaires. En février 1974, les autorités ont annoncé une réduction des coefficients d'emploi en fonds d'Etat imposés aux sociétés de financement des ventes à tempérament et aux caisses d'épargne, en vue de mettre davantage de moyens financiers à la disposition de l'industrie et de contribuer à atténuer les tensions sur le marché des prêts hypothécaires.

III. ÉCHANGES ET PAIEMENTS INTERNATIONAUX.

Commerce mondial.

Les échanges internationaux ont fait un bond en avant considérable en 1973: le total des transactions s'est élevé à \$508 milliards, soit 35% de plus qu'en 1972. Le rythme de cette expansion est égal à trois fois et demie le taux moyen de croissance enregistré au cours des vingt dernières années et à deux fois celui de 1972. Le volume du commerce mondial s'est accru de 11½%, c'est-à-dire de 2½ points de plus que l'année-précédente, tandis que la valeur unitaire moyenne des marchandises échangées accusait une hausse vertigineuse de 21% (contre 7½% en 1972), imputable en partie à la nouvelle dévaluation du dollar.

En volume, le taux de progression le plus élevé a été celui des échanges commerciaux des pays développés, avec quelque 14%, contre 9% en 1972. Dans le cas des pays en voie de développement, la cadence s'est fortement ralentie: les exportations comme les importations n'ont augmenté que de 1½%, contre 14 et 5½% respectivement l'année d'avant.

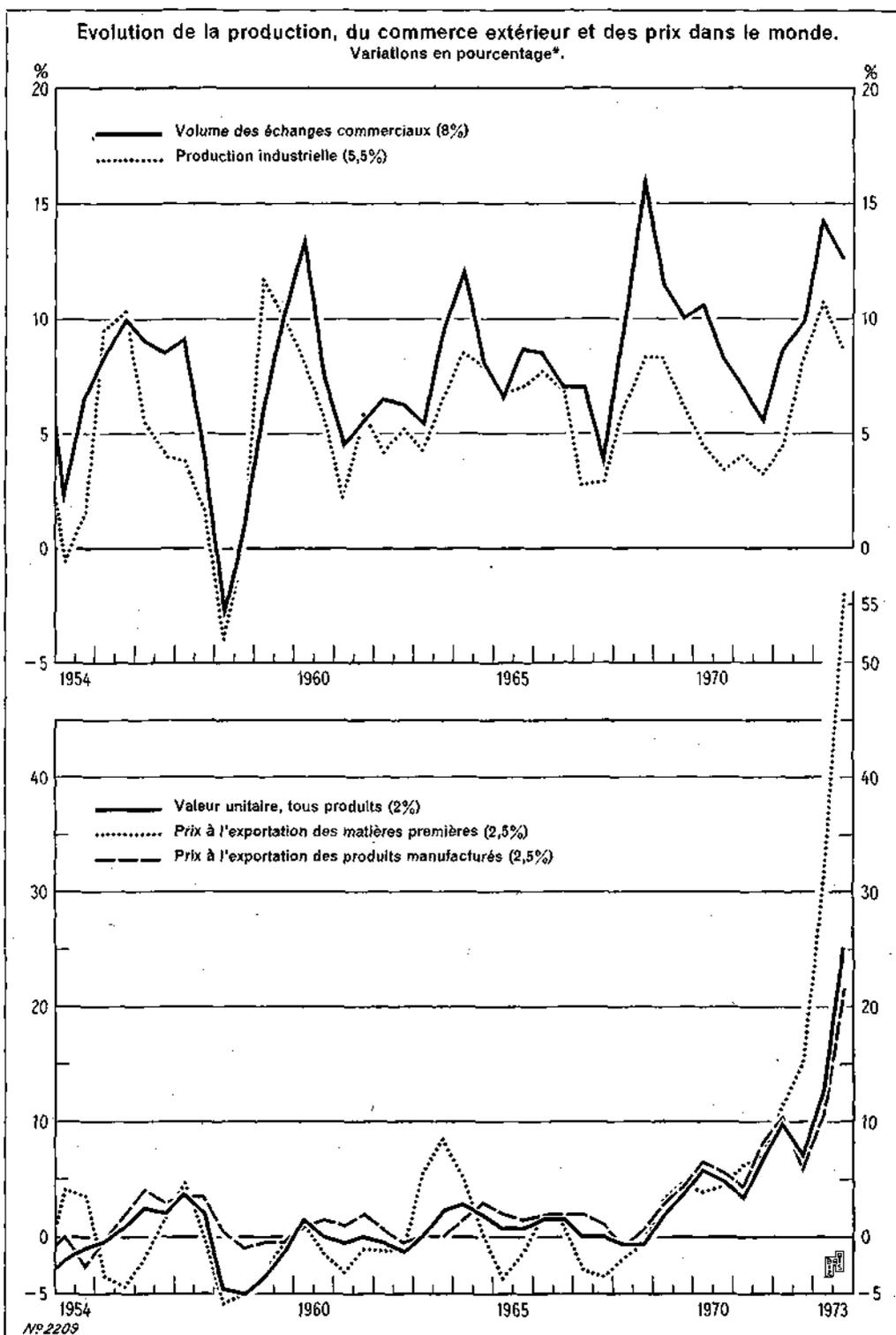
Commerce international.¹

Zones	Exportations (f.o.b.)		Importations (c.a.f.)		Taux d'accroissement des			
					exportations		Importations	
	1972	1973	1972	1973	1972	1973	1972	1973
	en milliards de dollars E.U.				en pourcentage			
Zones développées								
Europe occidentale:								
C.E.E. ²	153,1	209,8	152,4	213,8	+ 20,0	+ 37,0	+ 18,0	+ 40,5
Autres pays	34,2	47,0	44,4	61,5	+ 22,0	+ 37,5	+ 17,0	+ 38,5
Total	187,3	256,8	196,8	275,3	+ 20,0	+ 37,0	+ 18,0	+ 40,0
Etats-Unis	49,0	70,2	58,9	73,2	+ 12,5	+ 43,5	+ 22,0	+ 24,5
Canada	20,3	25,2	20,2	24,9	+ 15,0	+ 24,5	+ 21,5	+ 23,5
Japon	28,6	37,0	23,5	38,3	+ 19,0	+ 29,5	+ 19,0	+ 63,5
Autres pays ³	11,6	17,0	12,0	17,6	+ 24,0	+ 47,0	- 1,5	+ 46,5
Total⁴	297,3	407,0	311,3	428,0	+ 18,5	+ 37,0	+ 18,0	+ 38,0
(Indice en volume 1971 = 100)	(108,5)	(123,7)	(109,7)	(124,6)	(+ 8,5)	(+ 14,0)	(+ 9,5)	(+ 13,5)
Autres zones	73,0	90,0	70,9	89,5	+ 19,0	+ 23,5	+ 12,0	+ 26,0
(Indice en volume 1971 = 100)	(114,0)	(115,7)	(105,7)	(107,4)	(+ 14,0)	(+ 1,5)	(+ 5,5)	(+ 1,5)
Total général	370,3	497,0	382,2	518,5	+ 18,5	+ 34,0	+ 17,0	+ 35,5
(Indice en volume 1971 = 100)	(110,2)	(123,0)	(108,5)	(121,2)	(+ 10,0)	(+ 11,5)	(+ 8,5)	(+ 11,5)

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 Neuf pays. ³ Afrique du Sud, Australie, Israël, Nouvelle-Zélande. ⁴ Les totaux peuvent ne pas correspondre à la somme des diverses rubriques.

D'importantes transformations se sont produites dans les courants d'échanges des pays industriels. Si les exportations de la C.E.E. élargie ont progressé de 37%, les importations de cet ensemble se sont accrues de plus de 40%, de sorte que le léger excédent enregistré en 1972 a fait place en 1973 à un déficit de \$4 milliards. L'accélération des achats à l'étranger a été à peu près aussi vive dans tous les pays tandis que, dans le cas des ventes, les grands bénéficiaires ont été l'Allemagne fédérale et les Pays-Bas. Les livraisons de la C.E.E. au Japon se sont très fortement développées, de plus de 70%, tandis que les échanges intracommunautaires ont augmenté de plus de 35% et les ventes à l'Amérique du Nord de plus de 20%. Les autres pays d'Europe occidentale, dont les échanges commerciaux ont progressé de près de 40% dans un sens comme dans l'autre, ont vu leur déficit global de \$10 milliards enregistré en 1972 s'aggraver de plus de \$4 milliards. Cette détérioration a touché tous les pays du groupe, sauf la Suède, dont le surplus a plus que doublé pour atteindre \$1,7 milliard. Le rythme des exportations des pays d'Amérique du Nord s'est encore accéléré, augmentant de près des deux-cinquièmes l'an dernier, tandis que celui des importations a progressé d'un quart environ. L'excédent commercial du Canada s'est accru et le déficit des Etats-Unis s'est fortement contracté, revenant de \$9,9 milliards en 1972 à \$3 milliards en 1973. Les ventes de l'Amérique du Nord au Japon se sont développées de plus de 70%, et l'on a enregistré une expansion marquée des livraisons de produits agricoles aux pays à économie planifiée. La balance commerciale du Japon a subi un renversement d'une ampleur de \$6,4 milliards, le solde actif enregistré en 1972 ayant fait place l'an dernier à un déficit. Les exportations ont augmenté de 30%, mais les importations ont fait un bond deux fois plus élevé. Les ventes à l'Europe se sont accrues d'un tiers, tandis que celles à destination de l'Amérique du Nord n'ont enregistré qu'un gain inférieur à 5%. Les importations comme les exportations du groupe des autres pays développés ont progressé de plus de moitié. La recrudescence des achats s'explique en grande partie par l'essor considérable de l'activité en Australie, en Afrique du Sud, en Nouvelle-Zélande et en Israël, tandis que les ventes ont bénéficié de la hausse des cours des matières premières et, dans le cas de l'Afrique du Sud, de celle de l'or.

Comme le montre le graphique, il y a eu au cours des vingt dernières années une relation étroite entre les variations du volume des échanges internationaux et l'évolution de la production industrielle. Considérée dans une perspective à long terme, l'augmentation du volume des échanges l'an dernier n'a rien eu d'exceptionnel, bien que son rythme moyen de croissance depuis 1968 ait été sensiblement plus élevé qu'entre 1954 et 1967. Le fait saillant de l'année 1973 a été la hausse des prix des produits échangés par rapport aux années précédentes, et plus encore par rapport à celles qui ont suivi 1953. De 1953 à 1967, l'augmentation moyenne de la valeur unitaire des marchandises faisant l'objet d'échanges internationaux n'a pas dépassé 0,1% l'an, pour ensuite se situer à 4% l'an entre 1968 et 1972, tandis qu'elle atteignait 21% en 1973. Dans ce contexte, la flambée des cours des matières premières a été particulièrement significative. Après la guerre de Corée et jusqu'à la fin de 1971, il n'y a pas eu de divergence notable entre la tendance des prix à l'exportation des matières premières et celles des produits manufacturés; entre le dernier trimestre de 1971 et le trimestre correspondant de 1973, en revanche, les prix à l'exportation des matières premières ont presque doublé, tandis que ceux des produits manufacturés ne se sont relevés que d'un quart. Comme il est exposé au Chapitre I, ces augmentations ont reflété non



* Variations moyennes par semestre par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Les prix sont exprimés en dollars E.U. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux taux moyens de croissance pour la période 1953-73.

Evolution de la valeur unitaire moyenne des échanges commerciaux internationaux* et variations des termes de l'échange.

Pays	Valeur unitaire des exportations			Valeur unitaire des importations			Termes de l'échange		
	1972	1973		1972	1973		1972	1973	
		Année	4ème trimestre		Année	4ème trimestre		Année	4ème trimestre
Variations en pourcentage par rapport à l'année précédente ou à la période correspondante de l'année précédente									
Allemagne fédérale	+ 1	+ 1½	+ 4½	- 2	+ 5	+ 9	+ 3	- 3	- 4
Belgique	- 2½	+ 11½	+ 17	+ ½	+ 16½	+ 22½	- 3	- 4½	- 4½
Canada	+ 3	+ 17	+ 24	+ 3	+ 10½	+ 14½	0	+ 6	+ 8
Etats-Unis	+ 3	+ 17	+ 24	+ 7½	+ 18½	+ 27½	- 4	- 1½	- 2½
France	+ 1	+ 10	+ 14½	+ 1	+ 8	+ 14	0	+ 1	+ ½
Italie	+ 1	+ 14½	+ 23½	+ 1½	+ 27	+ 43	- ½	- 10	- 14
Japon	- 2	+ 8½	+ 15½	- 7½	+ 12½	+ 22	+ 6	- 3½	- 5
Pays-Bas	+ 1	+ 7	+ 10½	- 1	+ 7½	+ 12	+ 2	- 1½	- 1½
Royaume-Uni	+ 5	+ 12½	+ 17	+ 4	+ 28½	+ 39½	+ 1	- 12½	- 16
Suède	+ 4	+ 10	+ 16½	+ 1½	+ 13	+ 19½	+ 2	- 2	- 2
Suisse	+ 2	+ 2½	+ 2½	+ ½	+ 5½	+ 12½	+ 1	- 3	- 9

* En monnaie nationale.

seulement la vigueur de la demande mondiale en présence d'une offre limitée, mais également l'apparition d'une demande de précaution ou à caractère spéculatif, engendrée par l'expansion rapide de la masse monétaire, par une mentalité inflationniste invétérée et par la généralisation des réajustements et des incertitudes monétaires.

Le graphique montre également que l'élasticité du volume du commerce mondial par rapport à la production industrielle est bien supérieure à l'unité. En moyenne, sur l'ensemble de la période 1953-73, chaque variation d'un point de la production industrielle s'est accompagnée d'une variation d'un point et demi du volume du commerce international.

Les bouleversements subis l'an dernier par les prix et les taux de change ont eu, à l'évidence, des répercussions sur les balances commerciales des principaux pays industriels. Auparavant, des variations appréciables des termes de l'échange reflétaient en général des modifications effectives de taux de change mais, en 1973, cette influence a souvent été éclipsée par l'importance des matières premières par rapport à celle des produits manufacturés dans les importations et les exportations des divers pays. C'est ainsi qu'à un extrême, le Canada, dont la monnaie a enregistré une dépréciation effective de 1½%, a pourtant bénéficié d'une amélioration de 8% des termes de l'échange grâce à la large place tenue par les matières premières dans ses exportations. (Ces chiffres, comme ceux qui suivent dans cette section, sont fondés sur des comparaisons entre fin 1972 et fin 1973, ainsi qu'il ressort des tableaux ci-dessus et ci-contre.) La dépréciation effective du dollar E.U. a atteint 6%, mais la détérioration des termes

**Evolution du volume des exportations et des importations
et variations des taux de change effectifs.**

Pays	Volume des exportations			Volume des importations			Taux de change effectifs		
	1972	1973		1972	1973		1971	1972	1973
		Année	4ème trimestre		Année	4ème trimestre	Dé- cembre	Dé- cembre	Dé- cembre
Variations en pourcentage par rapport à l'année précédente ou à la période correspondante de l'année précédente									
Allemagne fédérale	+ 8½	+ 18	+ 13	+ 9	+ 7½	+ 4	+ 5½	0	+ 11
Belgique	+ 17½	+ 10	+ 4½	+ 8	+ 7½	+ 4½	+ 2	+ 1	- 2½
Canada	+ 10	+ 8	+ ½	+ 16½	+ 14	+ 12	0	0	- 1½
Etats-Unis	+ 9½	+ 23	+ 23	+ 13½	+ 5	- ½	- 6	- 2	- 6
France	+ 13½	+ 11	+ 5½	+ 13½	+ 14	+ 8	- 5	+ 4½	+ 1
Italie	+ 14½	+ 4	+ 5	+ 12	+ 13½	+ 6½	- 3	- 1½	- 16
Japon	+ 7	+ 5	+ 2	+ 13	+ 28	+ 26½	+ 8½	+ 5	+ 2½
Pays-Bas	+ 11	+ 14	+ 9	+ 5	+ 14	+ 5	+ 2	- ½	+ 3½
Royaume-Uni	+ 2	+ 14	+ 4½	+ 11	+ 16	+ 11	0	- 10	- 11½
Suède	+ 5½	+ 16	+ 9	+ 4	+ 7½	+ 10	- 1	+ 2½	- 4½
Suisse	+ 9	+ 12	+ 12	+ 8½	+ 7	+ 4	+ 3½	+ 1½	+ 7
Total	+ 9½	+ 13½	+ 9½	+ 11	+ 12	+ 8	+ ½	- ½	- 1

de l'échange subie par les Etats-Unis n'a été que de 2½%. La Japon a vu en revanche ses termes de l'échange se dégrader de 5%, bien que la valeur de sa monnaie ait en réalité progressé de 2½%. Le Japon, la Suisse, le Royaume-Uni et l'Italie ont été en fait les pays les plus touchés par la hausse des cours des matières premières. Dans les deux derniers cas, toutefois, la dégradation de 15% environ des termes de l'échange a résulté en partie de la dépréciation effective du taux de change.

L'expansion de 23% en volume réalisée par les exportations américaines l'an dernier et la décélération des ventes du Japon à l'étranger sont pratiquement les seuls exemples que l'on puisse citer à l'appui des théories des ajustements des échanges commerciaux qui mettent principalement l'accent sur les élasticités de prix. Après les Etats-Unis, les pays dont les exportations ont le plus progressé en volume sont l'Allemagne fédérale et la Suisse, c'est-à-dire les pays (à l'exception du Japon) dont la monnaie a enregistré au cours des trois années écoulées la plus forte appréciation effective au change (16½% et 12% respectivement). En outre, ces deux pays figurent parmi ceux dont les importations ont le moins augmenté en volume. Les exportations du Royaume-Uni et de l'Italie n'ont pas, en revanche, marqué de progrès satisfaisants en volume malgré la dépréciation importante de leur monnaie. Ces divers comportements tendent à confirmer que les variations des taux de change ont souvent moins de poids que l'évolution conjoncturelle, les conditions de l'offre et, d'une façon plus générale, la situation monétaire relative des différents pays.

Etant donné la montée en flèche des cours des matières premières, les indices globaux de la valeur unitaire des exportations ne peuvent plus donner d'indications utiles sur les changements dans la capacité fondamentale de concurrence des divers pays industriels. A cette fin, il est plus utile d'examiner directement les valeurs unitaires à l'exportation des produits manufacturés, ainsi que les variations des coûts unitaires de main-d'œuvre. L'évolution de ces indices montre de façon frappante l'importance des ajustements opérés ces dernières années dans les prix relatifs et permet aussi de mesurer l'ampleur du déséquilibre préexistant. Par exemple, les coûts unitaires de main-d'œuvre en Allemagne, exprimés en dollars E.U., ont augmenté au cours des quatre dernières années à un taux annuel moyen de 18½%, soit chaque année de quelque 16 points de plus que ceux des Etats-Unis, ce qui indiquerait, en termes de capacité de concurrence relative, un ajustement global largement supérieur à 60%.

Paiements internationaux.

Une des conséquences des modifications des taux de change survenues au cours des trois dernières années, et en particulier en 1973, a été la détérioration qualitative des données de base servant à l'établissement des balances des paiements. Dans les chiffres ci-dessous on s'est efforcé, dans la mesure du possible, d'éliminer les modifications comptables, de façon à brosser un tableau plus précis des transactions effectives. L'évolution comparée des paiements internationaux est analysée en termes de dollars E.U., tandis que, dans l'exposé qui suit sur la situation par pays, les données sont généralement exprimées en monnaie nationale.

Les balances générales des paiements des principales zones industrielles en 1973 ont toutes subi des changements importants, qui se sont néanmoins compensés en grande partie. La balance de l'ensemble des pays d'Europe occidentale s'est soldée par un excédent de \$16 milliards, contre \$9,4 milliards une année auparavant. Le quasi-doublement du surplus de la C.E.E., qui s'est élevé à \$10,4 milliards, reflète principalement le nouveau renforcement de la position des paiements de l'Allemagne fédérale, les autres pays de la C.E.E. n'enregistrant que des variations beaucoup plus faibles et, en grande partie, de caractère compensatoire. L'élargissement de l'excédent global des pays d'Europe occidentale s'est accompagné d'un rétrécissement du déficit américain qui, à \$4,7 milliards, accuse une diminution de \$8,9 milliards par rapport à 1972. En contrepartie de ces changements on a noté d'une part un renversement de grande envergure, dans le sens d'une aggravation, de la situation des paiements du Japon qui, après avoir fait ressortir un excédent de \$4,6 milliards en 1972, s'est soldée par un déficit de \$10,2 milliards et, d'autre part, une contraction de \$3,3 milliards du surplus global des pays développés de l'hémisphère sud (Afrique du Sud, Australie et Nouvelle-Zélande), qui a fait place en 1973 à un équilibre approximatif. Au total, l'excédent consolidé des zones développées s'est par conséquent amenuisé l'an passé, pour ne plus représenter que \$0,9 milliard, contre \$3,3 milliards en 1972.

Si le Japon a enregistré le changement le plus prononcé qui se soit produit dans la balance générale des paiements, les Etats-Unis se classent au premier rang par l'amplitude du revirement intervenu au titre des paiements courants, puisque le déficit

Balances des paiements des zones développées.

Soldes et périodes	C.E.E. ¹	Autres pays d'Europe du nord et d'Europe centrale ²	Autres pays d'Europe du sud ²	Total Europe occidentale	Etats-Unis	Canada	Japon	Pays de l'hémisphère sud ³	Total zones développées
	en milliards de dollars E.U.								
Balance commerciale⁵									
1972	+ 8,5	- 2,1	- 5,4	+ 1,0	- 6,9	+ 1,6	+ 9,0	+ 3,2	+ 7,9
1973	+ 7,2	- 2,5	- 8,4	- 3,7	+ 0,7	+ 2,1	+ 3,7	+ 4,7	+ 7,5
Variation	- 1,3	- 0,4	- 3,0	- 4,7	+ 7,6	+ 0,5	- 5,3	+ 1,5	- 0,4
Services et transferts									
1972	- 2,9	+ 2,2	+ 6,6	+ 5,9	- 1,5	- 2,2	- 2,4	- 2,6	- 2,8
1973	- 6,4	+ 2,8	+ 9,2	+ 5,6	+ 2,3	- 2,4	- 3,8	- 3,6	- 1,9
Variation	- 3,5	+ 0,6	+ 2,6	- 0,3	+ 3,8	- 0,2	- 1,4	- 1,0	+ 0,9
Balance des paiements courants									
1972	+ 5,6	+ 0,1	+ 1,2	+ 6,9	- 8,4	- 0,6	+ 6,6	+ 0,6	+ 5,1
1973	+ 0,8	+ 0,3	+ 0,8	+ 1,9	+ 3,0	- 0,3	- 0,1	+ 1,1	+ 5,6
Variation	- 4,8	+ 0,2	- 0,4	- 5,0	+ 11,4	+ 0,3	- 6,7	+ 0,5	+ 0,5
Mouvements nets de capitaux									
1972	- 0,1	+ 1,0	+ 1,6	+ 2,5	- 5,2	+ 0,2	- 2,0	+ 2,7	- 1,8
1973	+ 9,6	+ 2,2	+ 2,3	+ 14,1	- 7,7	+ 0,1	- 10,1	- 1,1	- 4,7
Variation	+ 9,7	+ 1,2	+ 0,7	+ 11,6	- 2,5	- 0,1	- 8,1	- 3,8	- 2,9
Balance générale⁶									
1972	+ 5,5	+ 1,1	+ 2,8	+ 9,4	- 13,6	- 0,4	+ 4,6	+ 3,3	+ 3,3
1973	+ 10,4	+ 2,5	+ 3,1	+ 16,0	- 4,7	- 0,2	- 10,2	-	+ 0,9
Variation	+ 4,9	+ 1,4	+ 0,3	+ 6,6	+ 8,9	+ 0,2	- 14,8	- 3,3	- 2,4

¹ Neuf pays. ² Autriche, Finlande, Islande, Norvège, Suède, Suisse. ³ Espagne, Grèce, Portugal, Turquie, Yougoslavie. ⁴ Afrique du Sud, Australie, Nouvelle-Zélande. ⁵ F.o.b., sur la base d'estimations partielles. ⁶ Correspond aux variations des postes monétaires (avoirs officiels nets et position nette à court terme des banques), à l'exclusion, dans la mesure du possible, des gains ou des pertes résultant des ajustements comptables des actifs et des passifs.

de \$8,4 milliards de 1972 a cédé le pas à un excédent de \$3 milliards. Le déficit des opérations courantes du Canada s'est réduit de moitié pour s'établir à \$0,3 milliard, tandis que l'excédent des pays de l'hémisphère sud a progressé de \$0,5 milliard pour atteindre \$1,1 milliard. Des mouvements en sens contraire se sont produits au Japon, où les transactions courantes se sont soldées par un quasi-équilibre, après un excédent de \$6,6 milliards en 1972, et dans les pays d'Europe occidentale, dont le surplus s'est contracté à raison de \$5 milliards, pour se situer à \$1,9 milliard. Ce dernier changement est essentiellement imputable à la C.E.E.: les excédents accrus de l'Allemagne fédérale et des Pays-Bas n'ont que faiblement compensé le recul noté dans les autres pays, en particulier en Italie et au Royaume-Uni, qui ont enregistré ensemble un revirement de plus de \$8 milliards. En conséquence de tous ces mouvements, l'excédent de la balance consolidée des paiements courants des zones développées n'a que peu varié, ayant progressé de \$0,5 milliard pour s'établir à \$5,6 milliards.

En ce qui concerne les mouvements des capitaux, les entrées nettes dans les pays d'Europe occidentale sont montées en flèche, à raison de \$11,6 milliards, pour

atteindre l'an dernier \$14,1 milliards. Ce phénomène est largement imputable à l'évolution à l'intérieur de la C.E.E.; c'est l'Italie qui a enregistré le changement le plus notable – un renversement de \$5,4 milliards de la position qui, de déficitaire, est devenue excédentaire – et ce mouvement s'explique pour une bonne part par le recours fortement accru des autorités à des emprunts de caractère compensatoire sur le marché de l'euro-dollar. C'est également ce type de financement qui a joué un rôle important dans le fait que le Royaume-Uni soit devenu, l'an passé, importateur net de capitaux. L'afflux net de fonds en Allemagne fédérale a continué de se gonfler, s'établissant à \$6,8 milliards, soit \$2,8 milliards de plus qu'en 1972. L'accroissement net des ressources encaissées par l'Europe occidentale s'est accompagné d'une détérioration du solde des mouvements de capitaux de l'ensemble des autres zones. Les sorties nettes du Japon se sont accrues de \$8,1 milliards pour se situer à \$10,1 milliards. Les trois pays de l'hémisphère sud ont enregistré un changement de sens du solde de leur balance consolidée, des recettes nettes de \$2,7 milliards en 1972 ayant fait place à des décaissements nets de \$1,1 milliard l'année dernière, du fait essentiellement d'un renversement dans les mouvements des capitaux de l'Australie. Enfin, la balance américaine a fait ressortir un accroissement de \$2,5 milliards des sorties nettes, qui ont atteint au total \$7,7 milliards. En résumé, les sorties de capitaux de l'ensemble des zones développées se sont élevées à \$4,7 milliards, contre \$1,8 milliard en 1972.

Un des traits caractéristiques de l'évolution des paiements internationaux des dernières années a été l'importance croissante que revêtent les soldes au titre du tourisme et des envois de fonds des travailleurs immigrés, dans le cas notamment de certains pays d'Europe. L'Allemagne, qui est un cas extrême, a enregistré à ces deux titres des déficits importants et croissants. L'an passé, les décaissements nets de l'Allemagne fédérale au titre du tourisme se sont élevés à \$4,3 milliards, tandis que les sorties nettes provoquées par les envois de fonds des travailleurs immigrés ont représenté \$3,7 milliards; le gros de ces transferts a été effectué par les travailleurs

Soldes au titre du tourisme et des transferts d'économies des travailleurs.

Pays	Tourisme (chiffres nets)			Transferts d'économies des travailleurs (chiffres nets)			Total		
	1971	1972	1973	1971	1972	1973	1971	1972	1973
	en milliards de dollars E.U.								
Allemagne fédérale	- 2,0	- 2,7	- 4,3	- 2,2	- 2,8	- 3,7	- 4,2	- 5,5	- 8,0
Autriche	+ 0,9	+ 1,2	+ 1,4	0	0	0	+ 0,9	+ 1,2	+ 1,4
Espagne	+ 1,9	+ 2,3	+ 2,9	+ 0,5	+ 0,6	+ 0,9	+ 2,4	+ 2,9	+ 3,8
France	+ 0,3	+ 0,3	+ 0,2	- 0,9	- 1,1	- 1,4	- 0,6	- 0,8	- 1,2
Grèce	+ 0,2	+ 0,3	+ 0,4	+ 0,5	+ 0,6	+ 0,7	+ 0,7	+ 0,9	+ 1,1
Italie	+ 1,3	+ 1,5	+ 1,8	+ 1,3	+ 1,4	+ 1,5	+ 2,6	+ 2,9	+ 3,3
Portugal	+ 0,2	+ 0,2	+ 0,3	+ 0,7	+ 0,9	+ 1,1	+ 0,9	+ 1,1	+ 1,4
Suisse	+ 0,5	+ 0,7	+ 0,9	- 0,4	- 0,5	- 0,6	+ 0,2	+ 0,2	+ 0,3
Turquie	0	0	+ 0,1	+ 0,5	+ 0,8	+ 1,2	+ 0,5	+ 0,8	+ 1,3
Yougoslavie	+ 0,1	+ 0,3	+ 0,4	+ 0,7	+ 0,9	+ 1,3	+ 0,8	+ 1,1	+ 1,6

des pays méditerranéens et c'est la Turquie qui, avec \$1 milliard, en a été le principal bénéficiaire. Pour l'ensemble de ces deux rubriques, les sorties nettes se sont élevées à \$8 milliards au total. La France enregistre également une position débitrice globale (\$1,2 milliard l'an passé) représentant le solde des recettes touristiques nettes et des décaissements nets au titre des envois de fonds des travailleurs immigrés, à destination principalement du Portugal. La position globale de la Suisse est créditrice: recettes nettes de \$0,9 milliard au titre du tourisme contre \$0,6 milliard d'envois de fonds des travailleurs immigrés. L'excédent appréciable de l'Autriche a principalement sa source dans les recettes du tourisme. Parmi les pays du sud de l'Europe, l'Italie connaissait traditionnellement les recettes nettes les plus élevées mais, l'an passé, elle a été dépassée sur ce plan par l'Espagne, dont l'excédent s'est élevé à \$3,8 milliards, contre \$3,3 milliards pour l'Italie. Les recettes touristiques nettes de l'Espagne (\$2,9 milliards) sont équivalentes au total combiné de tous les autres pays du sud de l'Europe, indiqués dans le tableau. En ce qui concerne les envois de fonds des travailleurs émigrés, les recettes nettes de l'Italie se sont élevées à \$1,5 milliard. Vient ensuite la Yougoslavie avec \$1,3 milliard, soit près de deux fois le montant reçu en 1971. Les entrées de la Turquie à ce titre atteignent \$1,2 milliard, soit deux fois et demie le montant de 1971. Le Portugal a reçu \$1,1 milliard, suivi de l'Espagne et de la Grèce avec des excédents respectifs de \$0,9 milliard et \$0,7 milliard.

Evolution dans les différents pays.

Etats-Unis. Sous l'impulsion de l'ajustement tant attendu des transactions courantes, le redressement de la balance américaine des paiements n'a cessé de s'accélérer de mois en mois en 1973. Le déficit de \$3,6 milliards enregistré au second semestre de 1972 au titre des transactions courantes a été ramené à \$1 milliard au premier semestre de 1973 pour faire place, pendant les six derniers mois, à un excédent de \$4 milliards. Il en est résulté pour l'ensemble de l'année un surplus de \$3 milliards, ce qui représente, par rapport au déficit de 1972, un renversement d'une ampleur de \$11,4 milliards.

La dévalorisation notable du dollar a, sans aucun doute, joué un rôle capital dans ce rapide changement de sens. D'autres facteurs ont néanmoins exercé une forte influence. La pénurie mondiale de produits agricoles a fait faire un bond aux exportations américaines de biens de cette catégorie, tandis que le contrôle des prix intérieurs incitait dans une certaine mesure les producteurs des Etats-Unis à se tourner vers les marchés étrangers.

Le redressement de la balance des opérations courantes est imputable à raison des deux tiers aux transactions sur marchandises, qui se sont soldées l'an dernier par un excédent de \$0,7 milliard contre un déficit de \$6,9 milliards en 1972. Les exportations ont progressé de près de moitié, tandis que les importations se sont accrues d'un quart. En volume, l'amélioration est encore plus nette, les ventes à l'étranger ayant augmenté de 23%, contre 5% seulement pour les achats à l'extérieur. Les ventes de produits agricoles se sont développées à concurrence de \$8,4 milliards environ en valeur, soit 90%, et ont représenté près de 40% de l'accroissement de \$21,5 milliards de l'ensemble des exportations. Dans les autres catégories, l'expansion la plus

rapide (plus de 40%) a été celle des fournitures et matériaux de base pour l'industrie. Elle n'a été que d'un quart environ pour les biens d'équipement et les produits finis de consommation.

Du côté des importations, la progression la plus marquée a été enregistrée dans les fournitures et matériaux de base pour l'industrie (avec un taux supérieur à 30%), qui ont contribué pour près de moitié à l'augmentation totale des achats à l'étranger. Les achats de produits pétroliers se sont gonflés de 75% pour atteindre \$7,5 milliards. L'accroissement des importations de produits manufacturés a suivi, dans ses grandes lignes, l'évolution des composantes internes de la demande; les biens d'équipement ont progressé de 35% et les articles de consommation de 14%. D'après les données — encore incomplètes — que l'on possède sur la balance commerciale des Etats-Unis à l'égard des grandes zones du globe, il apparaît que les principales améliorations sont intervenues dans les échanges avec le Japon, les six pays membres fondateurs de la C.E.E. et, du fait surtout d'une nouvelle et forte recrudescence des exportations de blé et autres céréales, avec les pays d'Europe de l'Est.

Les autres transactions courantes ont également enregistré un progrès sensible, un déficit de \$1,4 milliard ayant fait place à un excédent de \$2,4 milliards. Ce revirement est imputable pour moitié à une augmentation des recettes nettes au titre du revenu des investissements: ceux des Etats-Unis à l'étranger ont rapporté \$4,6 milliards supplémentaires provenant, à concurrence de 50% environ, de l'activité des compagnies pétrolières. Bien que les décaissements se soient également amplifiés, par suite notamment d'un endettement accru et de la hausse des taux d'intérêt, leur progression s'est limitée à \$2,8 milliards, ce qui a permis de dégager un gain net de \$1,8 milliard. On relève également une amélioration sensible au titre des transactions de caractère militaire, qui ont laissé un déficit de \$2,2 milliards, soit \$1,4 milliard de moins qu'en 1972. Ce résultat est dû principalement à l'accélération des livraisons d'avions à l'Australie, à l'Allemagne fédérale et à l'Iran, ainsi qu'à des transferts spéciaux de matériel de guerre à Israël au quatrième trimestre. Un autre facteur positif a été la réduction de \$0,5 milliard du déficit du tourisme et des transports.

Les sorties nettes de capitaux à long terme ont en revanche légèrement progressé par rapport à 1972. Les changements les plus notables sont intervenus dans les investissements directs: les sorties de fonds se sont développées de \$1,5 milliard, cette détérioration s'étant entièrement concentrée sur le premier semestre de 1973, ce qui donne à penser qu'elle a été déterminée par les perspectives de modification du taux de change. Les entrées de capitaux ont toutefois fait un bond considérable (\$2,1 milliards contre \$0,2 milliard en 1972) qui tient, semble-t-il, à l'amélioration très sensible, depuis quelques années, des coûts unitaires de main-d'œuvre aux Etats-Unis par rapport à leurs principaux concurrents. Les progrès enregistrés par la balance des investissements directs ont été toutefois compensés par un recul de l'excédent net des transactions sur valeurs mobilières, imputable à la fois à une accélération des achats américains et à un ralentissement des acquisitions pour compte étranger. Au total, paiements courants plus mouvements de capitaux à long terme se sont soldés par un excédent de \$1,2 milliard, contre un déficit de \$9,8 milliards en 1972. C'est en fait la première fois depuis la guerre que la balance de base est excédentaire.

Etats-Unis: Balance des paiements.¹

Postes	1972	1973				1974 1er trimestre	
		Année entière	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre		4ème trimestre
en millions de dollars							
Commerce extérieur (f.o.b.)							
Exportations	48.770	70.255	15.230	16.675	18.140	20.210	22.380
Importations	55.685	69.565	16.175	17.010	17.530	18.850	22.090
Balance commerciale	- 6.915	+ 690	- 945	- 335	+ 610	+ 1.360	+ 290
Autres transactions courantes							
Transactions militaires	- 3.560	- 2.170	- 925	- 730	- 540	- 75	.
Tourisme et transports	- 2.850	- 2.310	- 605	- 705	- 475	- 525	.
Revenus des investissements . .	+ 7.865	+ 9.725	+ 2.330	+ 2.135	+ 2.335	+ 2.925	.
Autres services	+ 850	+ 970	+ 230	+ 240	+ 220	+ 280	.
Envois de fonds	- 1.570	- 1.915	- 395	- 390	- 405	- 725	.
Dons du gouvernement fédéral	- 2.175	- 1.950	- 345	- 655	- 500	- 450	.
Total	- 1.440	+ 2.350	+ 390	- 105	+ 635	+ 1.430	.
Balance des paiements courants	- 8.355	+ 3.040	- 555	- 440	+ 1.245	+ 2.790	.
Capitaux à long terme							
Opérations du gouvernement américain	- 1.340	- 1.470	- 335	+ 75	- 365	- 845	.
Investissements directs	- 3.245	- 2.785	- 1.750	- 410	+ 275	- 900	.
Valeurs mobilières . . .	+ 3.720	+ 3.300	+ 1.795	+ 370	+ 985	+ 150	.
Divers	- 625	- 870	- 40	- 260	+ 410	- 980	.
Total	- 1.490	- 1.825	- 330	- 225	+ 1.305	- 2.575	.
Balance de base	- 9.845	+ 1.215	- 885	- 665	+ 2.550	+ 215	.
Capitaux à court terme du secteur non bancaire	- 635	- 1.090	- 655	- 85	- 190	- 160	.
Erreurs et omissions	- 3.110	- 4.795	- 3.895	+ 475	- 1.100	- 275	.
Balance générale ² . . .	- 13.590	- 4.670	- 5.435	- 275	+ 1.260	- 220	+ 1.035
dont:							
Transactions entre autorités monétaires ²	- 11.050	- 5.290	- 10.475	+ 355	+ 2.130	+ 2.700	+ 865
Capitaux à court terme du secteur bancaire	- 2.540	+ 620	+ 5.040	- 630	- 870	- 2.920	+ 170

¹ Après correction des variations saisonnières. ² Pour faciliter les comparaisons, il n'a pas été tenu compte de l'allocation de D.T.S. de 1972 (\$ 710 millions), ni des ajustements comptables apportés à la position nette des autorités.

Les mouvements de capitaux à court terme (à l'exclusion des transactions bancaires, mais y compris les erreurs et omissions) se sont soldés par des décaissements nets de \$5,9 milliards en 1973, soit \$2,1 milliards de plus qu'en 1972, mais \$8,1 milliards de moins qu'en 1971; ces sorties de fonds ont eu lieu pour la quasi-totalité pendant

le premier trimestre de 1973. Les capitaux qui ont fui le dollar, au début de l'année, ont également emprunté le canal des banques, principalement en février, avant la dévaluation de la monnaie américaine, et au début de mars, quand on s'attendait à un réaligement monétaire; de ce fait, alors que la balance générale a enregistré un déficit de \$5,4 milliards au premier trimestre de 1973, celle des transactions entre autorités monétaires a dégagé un solde négatif de \$10,5 milliards. Durant le reste de l'année, les mouvements de capitaux à court terme se sont soldés par \$1,3 milliard de sorties nettes, qui ont été toutefois largement compensées par un reflux net de fonds à court terme par le canal des banques, pour un montant de \$4,4 milliards; la majeure partie de ces fonds a été rapatriée aux Etats-Unis pendant le dernier trimestre, leurs détenteurs ayant probablement escompté que la hausse des prix du pétrole toucherait moins gravement les Etats-Unis que certains autres grands pays industriels. Il résulte de ces mouvements divergents que la balance générale — qui ne comprend pas les transactions bancaires à court terme — a dégagé des recettes nettes d'un montant de \$0,8 milliard pour la période avril-décembre; ce dernier chiffre provient de la différence entre le solde actif de \$2,1 milliards de la balance de base et le déficit de \$1,3 milliard des mouvements de fonds à court terme. Si l'on y ajoute les \$4,4 milliards d'entrées nettes de ressources bancaires, on obtient \$5,2 milliards de recettes nettes représentant le solde de la balance des transactions entre autorités monétaires. Pour l'ensemble de l'année, les entrées et les sorties de fonds bancaires à court terme se sont presque équilibrées, de sorte que le déficit de la balance générale et celui de la balance des transactions entre autorités monétaires ont été très voisins: \$4,7 milliards et \$5,3 milliards respectivement. Les chiffres correspondants pour 1972 avaient été de \$13,6 milliards et \$11,1 milliards, la différence de \$2,5 milliards correspondant à des entrées nettes de fonds à court terme par l'intermédiaire du système bancaire.

L'excédent de la balance des paiements sur la base des règlements officiels a fortement fléchi pendant le premier trimestre de 1974, revenant de \$2,7 milliards au dernier trimestre de 1973 à \$0,9 milliard. D'après des données incomplètes, cette détérioration a été imputable en partie à un recul de l'excédent de la balance commerciale — qui s'explique largement par la hausse des prix des produits pétroliers — mais le principal facteur a été un renversement, d'une ampleur de \$3,1 milliards, des mouvements de fonds bancaires à court terme; à ce dernier poste, les importantes entrées nettes enregistrées auparavant ont laissé la place à de légères sorties par suite de la suppression, à la fin de janvier, des mesures de contrôle des exportations de capitaux des Etats-Unis et des assouplissements apportés dans divers autres pays aux restrictions frappant les entrées de fonds. En fait, la balance générale a enregistré une amélioration par rapport aux trois mois précédents, un excédent de \$1 milliard ayant succédé à un déficit de \$0,2 milliard. Les recettes nettes au titre des transactions visibles sont tombées à \$0,3 milliard, contre \$1,4 milliard d'octobre à décembre de l'année dernière. En volume, les exportations comme les importations n'ont progressé que de 2½% environ mais, en valeur, les ventes à l'étranger ont augmenté de \$2,2 milliards (soit 11%), tandis que les achats se développaient à concurrence de \$3,2 milliards (soit 17%). Le volume des importations de pétrole brut et de produits raffinés a diminué de près d'un cinquième, mais leur valeur a subi une hausse de \$1,9 milliard environ, qui a contribué pour presque 60% à l'expansion globale des importations.

Canada. Malgré le rythme intense de l'activité économique et les pressions croissantes exercées sur la capacité de production, le déficit des paiements courants a presque été réduit de moitié en 1973, grâce à une amélioration de \$0,5 milliard de l'excédent commercial, qui s'est élevé à \$2,1 milliards. La demande mondiale de produits canadiens a été très vive tout au long de l'année, et le volume des exportations aurait été plus élevé si l'offre ne s'était pas trouvée limitée. Quoi qu'il en soit, les ventes à l'étranger ont progressé de 26% en valeur et de 8% en volume. L'expansion a été particulièrement marquée (plus d'un tiers) pour les produits de l'agriculture et de la pêche, ainsi que pour les métaux et minerais. Les importations se sont accrues de 25% en valeur, alors qu'en volume leur augmentation a été de 14%, inférieure par conséquent, à celle de 1972, malgré une accélération de la croissance économique. L'excédent global au titre du commerce extérieur a progressé en dépit d'une réduction de \$0,5 milliard du surplus à l'égard des Etats-Unis, imputable à un renversement de tendance des échanges dans le secteur de l'automobile. De ce fait, c'est à \$1 milliard que se chiffre l'amélioration des échanges avec les autres pays, et elle a été due pour une large part au développement des exportations à destination du Japon, qui ont presque doublé.

L'accroissement de l'excédent des transactions invisibles a été partiellement compensé par une accélération de \$0,3 milliard des décaissements nets au titre des services, dont le total s'est établi à \$2,8 milliards. Cette détérioration s'explique pour plus des deux tiers par l'augmentation des versements d'intérêts et de dividendes. L'excédent dégagé par les transferts nets a légèrement augmenté, à cause principalement de la progression des recettes procurées par l'immigration et les héritages.

Canada: Balance des paiements.

Postes	1970	1971	1972	Année entière	1973	
					1er semestre	2ème semestre
en millions de dollars E.U.						
Commerce extérieur (f.o.b.)						
Exportations	16.215	17.785	20.375	25.405	12.305	13.100
Importations	13.280	15.380	18.750	23.275	11.345	11.930
Balance commerciale	+ 2.935	+ 2.405	+ 1.625	+ 2.130	+ 960	+ 1.170
Services et transferts	- 1.855	- 2.105	- 2.250	- 2.465	- 1.450	- 1.015
Balance des paiements courants	+ 1.080	+ 300	- 625	- 335	- 490	+ 155
Mouvements de capitaux à long terme	+ 705	+ 480	+ 1.780	+ 665	+ 475	+ 190
Balance de base	+ 1.785	+ 780	+ 1.155	+ 330	- 15	+ 345
Mouvements de capitaux à court terme, erreurs et omissions	- 200	- 1.400	- 1.575	- 510	- 330	- 180
Balance générale*	+ 1.585	- 620	- 420	- 180	- 345	+ 165

* Pour faciliter les comparaisons, il n'a pas été tenu compte des allocations de D.T.S de 1970, 1971 et 1972, soit \$ E.U. 124, 118 et 117 millions respectivement, ni des ajustements comptables apportés à la position nette des autorités.

Les mouvements de capitaux ont été caractérisés en 1973 par de fortes réductions des entrées nettes de fonds à long terme et des sorties nettes de fonds à court terme (ce dernier poste comprenant les erreurs et omissions), qui se sont pratiquement compensées. Le surplus de la balance des capitaux à long terme a fléchi de \$1,1 milliard pour s'établir à \$0,7 milliard. Les postes à l'origine de ce changement ont été les opérations de portefeuille et les investissements directs, dont les recettes nettes se sont contractées de \$1 milliard et de \$0,2 milliard respectivement. Les entrées de fonds destinés à des investissements directs ont été à peu près du même montant qu'en 1972, mais on a assisté à une forte expansion des sorties, due pour l'essentiel à une transaction spéciale d'un montant élevé qui s'est produite au quatrième trimestre, traduisant une prise de participation importante, par la Canada Development Corporation, dans une société américaine engagée dans le développement de ressources minérales au Canada. La réduction des entrées nettes provenant des opérations sur titres a probablement résulté, dans une certaine mesure, d'un rétrécissement des écarts de taux d'intérêt par rapport aux Etats-Unis et, au second semestre, par rapport à l'Europe; on a noté également un fléchissement prononcé du recours des provinces et des municipalités aux marchés internationaux, qui est peut-être en partie le contrecoup du mouvement massif de constitution d'avoirs financiers observé en 1972.

Les sorties nettes de capitaux à court terme se sont élevées à \$0,5 milliard. Ce recul de \$1,1 milliard par rapport à 1972 est dû surtout à l'écart important entre les taux d'intérêt à court terme au Canada et aux Etats-Unis qui, compte tenu de la couverture du risque de change à terme, a été favorable au Canada pendant la majeure partie de l'année. Il convient en outre de tenir compte des fonds qui ont été placés au Canada sans couverture pendant le quatrième trimestre, alors que les marchés des changes étrangers commençaient à ressentir les effets de la crise pétrolière.

Pendant le premier trimestre de 1974, les exportations et les importations, corrigées des variations saisonnières, ont atteint des niveaux supérieurs de 7 et 12% respectivement à ceux des trois derniers mois de l'année précédente. L'excédent de la balance commerciale a de la sorte fortement diminué, s'établissant à \$0,1 milliard contre \$0,4 milliard pour la période octobre-décembre 1973. La réduction du surplus, qui a porté entièrement sur les échanges commerciaux avec les pays autres que les Etats-Unis, traduisait pour l'essentiel l'accroissement des paiements au titre des achats de pétrole.

Japon. Sous l'effet conjugué de facteurs conjoncturels, du réaligement des taux de change et de mesures sélectives d'ajustement, la balance des paiements du Japon a subi une transformation d'une ampleur gigantesque. Après avoir enregistré un excédent de \$4,6 milliards en 1972, la balance générale a changé complètement de sens l'année passée, accusant un déficit de \$10,2 milliards. Les opérations courantes ont même dégagé un léger solde négatif, alors qu'en 1972 le surplus avait atteint le chiffre record de \$6,6 milliards, et les sorties nettes de capitaux à long terme se sont élevées à \$9,8 milliards, soit plus du double du chiffre de l'année précédente. Enfin, la balance des transactions non identifiées s'est également renversée et est devenue déficitaire à raison de \$2,6 milliards.

L'excédent commercial s'est contracté, passant de \$9 milliards en 1972 à \$3,7 milliards l'an dernier. Les exportations ont progressé de \$8,2 milliards en valeur, soit de près de 30%, mais de 5% seulement en volume, tant sous l'effet de la revalorisation du yen que de la forte pression de la demande interne, qui a provoqué un détournement vers le marché national d'une partie des produits d'exportation. Les mêmes facteurs ont joué en sens inverse pour les importations, notamment au second semestre de 1973, les importateurs assurant leur approvisionnement en matières premières sur les marchés mondiaux en prévision à la fois d'une pénurie et d'un affaiblissement du yen. Il en est résulté une expansion de plus d'un quart du volume des achats à l'étranger. Comme ceux-ci sont constitués pour l'essentiel de denrées alimentaires, de matières premières et de combustibles, la hausse des prix de ces produits a provoqué un relèvement d'un tiers environ de la valeur unitaire des importations, lesquelles ont enregistré une augmentation globale de \$13,5 milliards, soit 70%. La contraction de \$5,3 milliards de l'excédent commercial s'est accompagnée d'un accroissement de \$1,5 milliard des décaissements nets au titre des transactions invisibles, en raison principalement de la progression des dépenses de transport et de tourisme.

Le déficit des mouvements de capitaux à long terme a eu deux causes principales: les crédits accordés par les banques japonaises à l'étranger (total net \$3,4 milliards) et les investissements directs à l'étranger (\$1,9 milliard en chiffres nets). Par rapport à 1972, la progression ressort à \$1,5 milliard et \$1,4 milliard respectivement. Les opérations sur titres ont également enregistré un déficit d'une certaine envergure, du fait de la liquidation par les non-résidents, au cours du second semestre, d'une partie de leur portefeuille de valeurs japonaises, en raison de l'incertitude pesant sur l'avenir du yen. Par rapport à 1972, la détérioration accusée à ce titre a été de \$1,8 milliard.

Les mouvements de capitaux à court terme enregistrés ont dégagé des entrées de \$2,4 milliards, soit \$0,4 milliard de plus qu'en 1972, dues essentiellement à la recrudescence des recettes au titre des crédits commerciaux qui ont accompagné le gonflement de la facture des importations. On a noté en revanche, au poste «Erreurs et omissions», des sorties nettes, dues pour l'essentiel au dénouement des opérations de termaillage, pour un montant de \$2,8 milliards, contre \$0,5 milliard d'entrées en 1972.

Devant la détérioration rapide de la situation des paiements, les autorités ont pris, fin 1973-début 1974, une série de mesures (exposées en détail au chapitre suivant) visant principalement à encourager les entrées de capitaux tout en limitant les sorties. Ces dispositions ont eu une certaine efficacité, et le total des sorties nettes de capitaux a fortement fléchi à \$0,9 milliard durant les quatre premiers mois de 1974. Cette amélioration est imputable pour l'essentiel à un ralentissement des exportations japonaises de capitaux à long terme. Il s'est produit en revanche d'importantes sorties résultant de cessions nettes de valeurs mobilières japonaises par des non-résidents. La balance des mouvements de capitaux à court terme (y compris les erreurs et omissions) est redevenue créditrice à partir du début de l'année et, pour l'ensemble de la période janvier-avril, les recettes nettes se sont élevées à \$0,9 milliard; cette évolution traduit, dans une certaine mesure, l'effet

Japon: Balance des paiements.

Postes	1970	1971	1972	1973	1973	1974
					Janvier-avril	
en millions de dollars E.U.						
Commerce extérieur (f.o.b.)						
Exportations	18.970	23.565	28.030	36.265	10.205	14.280
Importations	15.005	15.780	19.060	32.575	8.730	16.510
Balance commerciale	+ 3.965	+ 7.785	+ 8.970	+ 3.690	+ 1.475	- 2.230
Services et transferts	- 1.995	- 1.990	- 2.345	- 3.825	- 825	- 1.970
Balance des paiements courants	+ 1.970	+ 5.795	+ 6.625	- 135	+ 650	- 4.100
Mouvements de capitaux à long terme	- 1.590	- 1.080	- 4.490	- 9.750	- 2.960	- 1.760
Balance de base	+ 380	+ 4.715	+ 2.135	- 9.885	- 2.310	- 5.880
Mouvements de capitaux à court terme, erreurs et omissions	+ 995	+ 2.960	+ 2.495	- 355	+ 185	+ 920
Balance générale*	+ 1.375	+ 7.675	+ 4.630	- 10.240	- 2.125	- 4.960

* Pour faciliter les comparaisons, il n'a pas été tenu compte des allocations de D.T.S. de 1970, 1971 et 1972, soit \$ 122, 128 et 160 millions respectivement, ni des ajustements comptables apportés à la position nette des autorités.

conjugué d'une recrudescence des emprunts à l'étranger des entreprises nippones et des liquidations de dépôts en devises conformément aux recommandations des autorités.

La contraction des sorties nettes de capitaux s'est toutefois accompagnée d'une aggravation marquée du déficit des opérations courantes, qui a atteint \$4,1 milliards pour les quatre premiers mois de 1974, en raison d'une détérioration affectant à la fois le commerce et les transactions invisibles. Le niveau des importations, en grande partie à cause de la hausse des prix du pétrole, a été supérieur de 90% au chiffre atteint un an auparavant, tandis que les exportations enregistraient une progression de 40%. Aussi la balance commerciale est-elle passée d'un excédent de \$1,5 milliard pour la période janvier-avril 1973 à un déficit de \$2,2 milliards pour la période correspondante de l'année en cours. Le déficit des transactions invisibles s'est encore accru, atteignant \$1,9 milliard, soit \$1 milliard de plus qu'en janvier-avril 1973. Il en est résulté un déficit de \$5 milliards de la balance générale, soit la moitié environ du total de l'année 1973.

Royaume-Uni. La balance des opérations courantes a continué de se détériorer fortement en 1973. L'excédent de £1.070 millions enregistré à ce titre en 1971, après avoir pratiquement disparu en 1972, a fait place l'an dernier à un déficit record de £1.470 millions; cette dégradation a été imputable en totalité à la balance commerciale, l'excédent des transactions invisibles ayant à vrai dire progressé de £160 millions, pour atteindre £905 millions.

Un certain nombre de facteurs ont concouru à l'aggravation du déficit commercial. En premier lieu, la détérioration de 12% des termes de l'échange résultant de

Royaume-Uni: Balance des paiements.¹

Postes	1971	1972	1973	1972		1973	
				1er semestre	2ème semestre	1er semestre	2ème semestre
en millions de livres sterling							
Commerce extérieur (f.o.b.)							
Exportations	6.795	9.135	11.435	4.470	4.665	5.425	6.010
Importations	6.510	9.810	13.810	4.655	5.155	6.175	7.635
Balance commerciale	+ 285	- 675	- 2.375	- 185	- 490	- 750	- 1.625
Services et transferts	+ 785	+ 745	+ 905	+ 370	+ 375	+ 365	+ 540
Balance des paiements courants	+ 1.070	+ 70	- 1.470	+ 185	- 115	- 385	- 1.085
Balance des paiements courants avant ajustement	+ 1.070	+ 70	- 1.470	+ 155	- 85	- 550	- 920
Transferts en capital	-	-	- 60	-	-	- 55	- 5
Mouvements de capitaux							
Flux de capitaux de caractère structurel:							
Capitaux publics à long terme	- 270	- 255	- 255	- 80	- 175	- 85	- 170
Investissements étrangers au Royaume-Uni	+ 1.185	+ 840	+ 1.485	+ 395	+ 445	+ 695	+ 800
Investissements à l'étranger du secteur privé britannique	- 875	- 1.450	- 1.250	- 700	- 750	- 620	- 630
Emprunts nets en devises des banques britanniques pour financer des investissements à l'étranger du secteur privé britannique	+ 280	+ 720	+ 470	+ 350	+ 370	+ 240	+ 230
Crédits commerciaux à long terme	- 280	- 165	- 155	- 95	- 70	- 75	- 60
Total	+ 40	- 310	+ 305	- 130	- 180	+ 155	+ 150
Autres mouvements de capitaux:							
Emprunts du secteur public britannique dans le cadre des facilités de couverture du risque de change	-	-	+ 1.000	-	-	+ 325	+ 675
Mouvements de capitaux à court terme identifiés	+ 250	+ 10	+ 60	- 5	+ 15	+ 80	- 20
Erreurs et omissions	+ 300	- 575	+ 475	- 305	- 270	+ 300	+ 175
Total	+ 550	- 565	+ 1.535	- 310	- 255	+ 705	+ 630
Total des mouvements de capitaux	+ 590	- 875	+ 1.840	- 440	- 435	+ 860	+ 980
Balance générale²	+ 1.660	- 805	+ 310	- 285	- 520	+ 255	+ 55

¹ Les chiffres concernant la balance des paiements courants sont désaisonnalisés. ² Pour faciliter les comparaisons, il n'a pas été tenu compte des allocations de D.T.S. de 1971 et de 1972, soit £ 125 millions et £ 124 millions respectivement.

la dépréciation de la livre – intervenue à un moment où les cours des matières premières montaient à un rythme accéléré sur les marchés mondiaux – a durement frappé le Royaume-Uni; ensuite, on a enregistré, après une réduction en 1972, une forte reprise de l'accumulation des stocks, dans lesquels les produits importés tiennent une large place; enfin, de nombreux secteurs ont, au cours du second semestre, atteint les limites de leurs capacités de production. Ce dernier élément a contribué à maintenir une demande très active de produits importés, comme le fait ressortir la progression considérable du coefficient d'élasticité des importations par rapport aux revenus, qui est passé de près de 2 au premier semestre de 1973 à 5 au second. Les exportations ont également été touchées; après avoir rapidement progressé en volume au cours des neuf premiers mois de l'année, elles ont fléchi au quatrième trimestre alors que la demande mondiale, bien qu'en perte de vitesse, exerçait encore une forte attraction et que l'amélioration de la capacité de concurrence des produits britanniques aurait dû leur permettre d'élargir leur part du marché mondial.

La valeur des exportations en 1973 a été supérieure d'un quart à celle de l'année précédente; le plus fort taux d'expansion (près de 40%) a été enregistré avec les nouveaux partenaires de la C.E.E. Les importations ont progressé en valeur de plus de 40%, le secteur des produits finis et celui des matières premières enregistrant des progrès particulièrement rapides.

L'accroissement de l'excédent des transactions invisibles en 1973 a résulté essentiellement de l'augmentation de £285 millions des recettes nettes au titre des intérêts, bénéfices et dividendes. Le léger surplus réalisé au titre des transports et du tourisme a peu varié. Le solde créditeur net dégagé par les autres services de caractère privé a atteint au total presque £1.000 millions, soit £120 millions de plus qu'en 1972, malgré une baisse des recettes nettes des assurances, imputable au durcissement de la concurrence et au relèvement des indemnités. Ces gains ont été compensés en partie par une aggravation de £210 millions (due pour près de moitié à des versements nets à la C.E.E.) du déficit des services et transferts du secteur public, qui est passé à £770 millions.

Les transferts de capitaux effectués au titre des clauses de garantie des accords sur les balances sterling se sont élevés à £60 millions en 1973.

La dégradation de la balance des opérations courantes a été largement contrebalancée par le renversement des mouvements de capitaux, qui se sont soldés par des recettes nettes d'un total de £1.840 millions, contre £875 millions de sorties nettes en 1972. Les appels adressés par le secteur public du Royaume-Uni à l'emprunt à l'étranger, dans le cadre des facilités officielles de couverture de change remises en vigueur en mars 1973, ont notablement contribué à ce revirement massif; au total, les emprunts ont atteint £1.000 millions. Un autre facteur important a été l'accroissement de £655 millions des investissements étrangers au Royaume-Uni, essentiellement au bénéfice du secteur privé, dont près de 40% se sont traduits par une expansion des investissements directs dans les secteurs autres que le pétrole et les assurances, conséquence probable de l'amélioration de la position concurrentielle du Royaume-Uni. On note également une progression accentuée des investissements dans le secteur

pétrolier. D'autre part, les dépenses en capital effectuées à l'étranger par le secteur privé britannique ont marqué une légère avance, déduction faite des emprunts extérieurs en devises contractés par les banques pour financer ces investissements.

Un changement important s'est également produit dans les mouvements de capitaux à court terme qui, pour l'essentiel, sont des opérations non identifiées: les £565 millions de sorties nettes enregistrées en 1972 ont fait place l'an dernier à £535 millions d'entrées nettes, qui se sont produites en grande partie pendant le premier trimestre. Les écarts de taux d'intérêt, après couverture du risque de change à terme, ayant été défavorables à la livre tout au long de l'année par suite du coût élevé de cette couverture, il est fort probable que les entrées ont été liées en grande partie à des transactions non couvertes et à la vive progression du montant de la facture des importations.

La situation de la balance commerciale a encore empiré pendant les quatre premiers mois de 1974. Certes, les exportations se sont développées de 30% d'une année sur l'autre mais, de leur côté, les achats à l'étranger se sont accrus de 60%. Après ajustements saisonniers, le déficit ressortait à £5.000 millions sur une base annuelle, dont £3.000 millions au titre des achats de pétrole. En réalité, la balance des échanges de produits non pétroliers s'est quelque peu améliorée, malgré les répercussions de la réduction à trois jours de la semaine de travail, puisque le rythme annuel des décaissements nets est, entre les quatre derniers mois de 1973 et les quatre premiers de 1974, tombé de £2.500 millions environ à £1.900 millions. L'excédent des transactions invisibles s'est établi, en taux annuel, à £1.000 millions, chiffre légèrement supérieur à celui des quatre premiers mois de 1973, de sorte que le déficit des paiements courants, calculé sur une base annuelle, a été de £4.000 millions.

Allemagne fédérale. Une fois de plus, les réévaluations successives du deutsche mark n'ont apparemment pas réussi en 1973 à orienter l'évolution du commerce extérieur dans le sens souhaité. L'excédent des échanges visibles est en effet passé de DM 26,5 milliards en 1972 à la somme considérable de DM 40,3 milliards. La balance des paiements courants a ainsi dégagé, malgré une augmentation de DM 4,7 milliards des décaissements nets au titre des services et des transferts, un solde favorable plus élevé que jamais: DM 12,4 milliards, soit presque le quadruple de celui de l'année précédente. Les entrées nettes de capitaux à long terme se sont fortement contractées, mais le déficit enregistré en 1972 dans les transactions à court terme identifiées a fait place à un excédent, l'écart d'une année sur l'autre atteignant DM 11,8 milliards. Aussi la balance générale s'est-elle soldée par un surplus de DM 31,6 milliards, contre DM 16,1 milliards l'année d'avant.

Près de la moitié du solde positif des paiements extérieurs a été enregistrée au premier trimestre de l'an passé. Les transactions courantes ne sont intervenues qu'à raison d'un peu plus du dixième dans ce résultat, qui a été dû en majeure partie aux entrées de capitaux à court terme (y compris le poste « Erreurs et omissions »). Pendant le reste de l'année, la situation s'est renversée, en ce sens que près des deux tiers de l'excédent global a été imputable aux opérations courantes.

Alors qu'en 1972 l'accroissement du solde actif de la balance commerciale s'était concentré sur les transactions avec un petit nombre de pays, Etats-Unis en particulier,

l'amélioration enregistrée en 1973 a été plus largement répartie. Le surplus à l'égard des partenaires de la C.E.E. s'est accru de DM 7,8 milliards pour s'établir à DM 8,6 milliards, les gains les plus accentués ayant été réalisés dans les relations avec la France (+DM 3 milliards) et l'Italie (+DM 2,3 milliards). Les excédents avec la Suisse et l'Autriche, qui ont encore progressé de DM 0,9 milliard et DM 0,7 milliard respectivement, ont atteint au total, l'an dernier, DM 11,4 milliards, soit plus du tiers du surplus commercial global de l'Allemagne fédérale. Un autre bond spectaculaire (+DM 1,9 milliard) a été enregistré dans l'excédent à l'égard des pays à économie planifiée, qui a quadruplé au cours des deux années écoulées pour atteindre DM 4,2 milliards.

Si l'on considère la répartition des échanges commerciaux par catégories de produits, il est intéressant de noter que les exportations de biens d'équipement ne se sont accrues que d'un sixième, tandis que les ventes de denrées agricoles et de produits des industries alimentaires, de même que celles de matières premières et de biens de production ont augmenté respectivement de plus d'un quart et d'un tiers.

Les déficits au titre des services et des transferts ont continué à s'aggraver l'an dernier, atteignant respectivement DM 11,8 milliards et DM 16,1 milliards, contre DM 9,2 milliards et DM 14 milliards en 1972. L'expansion des décaissements nets au titre des services a été imputable à une aggravation de DM 2,9 milliards du solde négatif de la balance du tourisme, qui a atteint DM 11,5 milliards. Les recettes ont légèrement fléchi pour la première fois depuis plus de dix ans, tandis que les dépenses se sont accélérées. Cette évolution corrobore l'impression générale selon laquelle les dépenses touristiques ont une plus grande élasticité à court terme, par rapport aux prix, que les échanges commerciaux. La progression de DM 2 milliards des paiements nets au titre des transferts a été due essentiellement à l'augmentation des envois de fonds des travailleurs étrangers (+DM 1 milliard) et à celle des contributions nettes à la C.E.E. (+DM 0,7 milliard).

Les recettes nettes provenant des opérations en capital à long terme ont atteint DM 8,1 milliards en 1973 – soit DM 6,8 milliards de moins qu'en 1972, mais DM 1,8 milliard de plus qu'en 1971. Les afflux de fonds ont été contenus par les mesures administratives mises en vigueur en 1972 et dont la sévérité a été accrue en février et en juin 1973. Ces mesures visaient particulièrement à endiguer les mouvements spéculatifs revêtant la forme d'opérations sur titres. Les ressources nettes obtenues par ce canal – essentiellement au cours des trois premiers trimestres – sont tombées à DM 2,9 milliards, contre DM 14,8 milliards en 1972. La source principale des entrées de capitaux identifiées a donc été l'an dernier les prêts et avances directs, qui ont atteint DM 7,7 milliards, soit DM 5,7 milliards de plus qu'en 1972. Dans ce cas, trois considérations ont sans aucun doute joué simultanément: la disponibilité, le rendement immédiat et l'évolution prévisible du taux de change. Les mêmes facteurs (bien que le dernier ait été prépondérant) sont à l'origine des entrées considérables de capitaux à court terme (y compris les erreurs et omissions) enregistrées pendant les trois premiers trimestres de 1973, notamment entre janvier et mars. Elles ont surtout pris la forme de crédits de fournisseurs qui figurent en grande partie au poste « Erreurs et omissions ».

Après avoir accusé en 1973 des excédents appréciables, dont le volume a cependant déchu d'un trimestre à l'autre, la balance générale a été pratiquement en équilibre pendant

Allemagne fédérale: Balance des paiements.

Postes	1970	1971	1972	1973	1973	1974
					1er trimestre	
en millions de deutsche marks						
Commerce extérieur (f.o.b.)						
Exportations	124.850	136.555	149.535	178.995	41.600	55.205
Importations	103.630	113.260	122.995	138.680	33.685	41.005
Balance commerciale	+ 21.220	+ 23.295	+ 26.540	+ 40.315	+ 7.915	+ 14.200
Services et transferts	- 17.635	- 20.180	- 23.190	- 27.910	- 6.115	- 7.360
Balance des paiements courants	+ 3.585	+ 3.115	+ 3.350	+ 12.405	+ 1.800	+ 6.840
Mouvements de capitaux à long terme	- 935	+ 6.295	+ 14.840	+ 8.090	+ 2.720	- 700
Balance de base	+ 2.650	+ 8.410	+ 18.190	+ 20.495	+ 4.520	+ 6.140
Mouvements de capitaux à court terme	+ 8.025	+ 3.055	- 3.335	+ 8.540	+ 5.305	+ 270
Erreurs et omissions	+ 3.310	+ 2.720	+ 1.155	+ 2.540	+ 4.465	- 6.425
Balance générale*	+ 13.985	+ 15.185	+ 16.110	+ 31.575	+ 14.290	- 15

* Pour faciliter les comparaisons, il n'a pas été tenu compte des allocations de D.T.S. de 1970, 1971 et 1972, soit DM 738, 827 et 620 millions respectivement, ni des ajustements comptables apportés à la position nette des autorités.

les trois premiers mois de 1974. Cette évolution résulte d'un changement de sens massif des mouvements de capitaux. Le courant d'entrées spéculatives noté en 1973 s'est renversé dans une certaine mesure au début de 1974, avec le dénouement des opérations de termaillage. Les sorties de capitaux à court terme (y compris les erreurs et omissions) se sont élevées à DM 6,2 milliards, et les opérations en capital à long terme ont également laissé un solde négatif de DM 0,7 milliard; ces mouvements se sont produits malgré l'assouplissement des contrôles sur les importations de capitaux et la décision de libérer les sorties de fonds prise par les Etats-Unis à la fin de janvier.

La balance des opérations courantes a continué en revanche de faire état d'un excédent croissant, qui a atteint DM 6,8 milliards. Les opérations commerciales ont de nouveau constitué l'élément le plus dynamique, les ventes à l'étranger s'étant développées d'un tiers par rapport à l'année précédente, tandis que les achats, malgré l'incidence de la hausse des prix du pétrole, ont progressé d'un peu plus de 20% seulement. Les importations en provenance d'Italie et du Royaume-Uni ont été freinées par les obstacles dans les approvisionnements, principalement en raison des grèves. L'excédent commercial s'est élevé à DM 14,2 milliards, soit DM 6,3 milliards de plus que pendant la période correspondante de 1973; quant au chiffre obtenu après correction des variations saisonnières, il dépasse de plus de moitié celui du trimestre précédent. Le déficit des transactions invisibles a, en revanche, continué de s'élargir, pour atteindre DM 7,4 milliards, soit DM 1,2 milliard de plus qu'au premier trimestre de 1973. Les résultats favorables des échanges commerciaux n'ont pas tardé à entraîner des entrées

nettes de capitaux et à provoquer, à partir d'avril, une nouvelle pression à la hausse du deutsche mark.

France. La balance des transactions courantes étant devenue légèrement déficitaire et les décaissements nets au titre des opérations en capital à long terme s'étant fortement accélérés, la balance générale s'est soldée l'an dernier par un déficit de FF 3,6 milliards, après avoir été en excédent de FF 1,2 milliard en 1972 et de FF 10,3 milliards en 1971.

Le renversement de la situation des opérations courantes a été dû entièrement à la contraction des recettes nettes provenant des services, qui sont tombées de FF 2,8 milliards en 1972 à FF 0,9 milliard. Le surplus de la balance du tourisme a été notamment presque réduit de moitié, s'établissant à FF 1 milliard, tandis que le déficit des transports et frais accessoires sur marchandises a atteint FF 2,1 milliards, augmentant ainsi de plus de 50%. Il se peut que la diminution des recettes touristiques ait été provoquée en partie par l'appréciation du franc par rapport aux monnaies des concurrents de la France dans ce secteur. La hausse du coût des transports et des services auxiliaires a résulté à la fois d'un fort relèvement des tarifs et de l'expansion du volume des échanges commerciaux. Ces derniers ont continué à évoluer de façon très satisfaisante, dégageant un excédent de FF 6,5 milliards, soit à peu près autant qu'en 1972. Achats et ventes se sont accrus de 20% environ, dont plus de la moitié en volume. Tant à l'exportation qu'à l'importation, les produits agricoles, les matières premières et les produits semi-ouvrés ont enregistré un développement relativement rapide. En ce qui concerne la répartition du commerce par zones géographiques, la tendance à la diversification, recherchée par les autorités, a eu pour effet de réduire légèrement la part des échanges avec les pays partenaires de la C.E.E.

L'année dernière a surtout été marquée par l'importance des sorties nettes de capitaux à long terme, qui ont presque triplé pour atteindre FF 9,5 milliards. Quatre facteurs ont concouru à cette évolution: les mouvements effectifs et prévisibles du taux de change, les niveaux relatifs des taux d'intérêt, une politique de stricte limitation des emprunts à long terme des entreprises françaises sur l'euro-marché et, en particulier, les transformations d'échéances auxquelles ont procédé les établissements de crédit. Ces opérations des banques françaises se sont en effet traduites par FF 7,1 milliards de sorties nettes, soit près du double du chiffre de 1972, correspondant pour la plus large part à un développement des prêts à long terme en devises accordés aux non-résidents, ces concours étant financés par des emprunts à court terme sur le marché des euro-monnaies. Le revirement de la balance des transactions du secteur privé non bancaire, qui a fait apparaître un déficit de FF 1,4 milliard après avoir enregistré un excédent de FF 0,5 milliard en 1972, est imputable essentiellement aux opérations de portefeuille effectuées tant par des résidents que par des non-résidents, mais surtout par ces derniers. Les résidents ont intensifié leurs achats sur les bourses étrangères, notamment au troisième trimestre, tandis que les non-résidents ont, au contraire, réduit considérablement leurs acquisitions de valeurs françaises. Les comptes font également ressortir, par rapport à 1972, une vive progression du déficit des mouvements de capitaux à long terme du secteur public, qui s'explique entièrement par le fait que ce poste s'était trouvé gonflé cette année-là d'un montant de FF 1,1 milliard, correspondant à la remise de dette consentie par la France à certains pays africains.

France: Balance des paiements.

Postes	1971	1972	1973	1972		1973	
				1er semestre	2ème semestre	1er semestre	2ème semestre
en millions de francs français							
Commerce extérieur (f.o.b.)							
Exportations	114.460	131.885	159.985	65.100	66.785	78.510	81.475
Importations	108.325	125.365	153.445	62.860	62.505	74.985	78.460
Balance commerciale	+ 6.135	+ 6.520	+ 6.540	+ 2.240	+ 4.280	+ 3.525	+ 3.015
Services et transferts							
Services	+ 3.690	+ 2.790	+ 930	+ 1.600	+ 1.190	+ 785	+ 145
Transferts	- 6.905	- 7.855	- 7.645	- 3.225	- 4.630	- 3.655	- 3.990
Total	- 3.215	- 5.065	- 6.715	- 1.625	- 3.440	- 2.870	- 3.845
Balance des paiements courants	+ 2.920	+ 1.455	- 175	+ 615	+ 840	+ 655	- 830
Capitaux à long terme							
Secteur public	- 975	- 235	- 1.130	- 835	+ 600	- 755	- 375
Secteur privé non bancaire	+ 1.065	+ 540	- 1.350	+ 1.140	- 600	+ 345	- 1.695
Secteur bancaire	- 75	- 3.660	- 7.065	- 1.980	- 1.680	- 2.185	- 4.880
Total	+ 15	- 3.355	- 9.545	- 1.675	- 1.680	- 2.595	- 6.950
Balance de base	+ 2.935	+ 1.900	- 9.720	- 1.060	- 840	- 1.940	- 7.780
Capitaux à court terme, erreurs et omissions	+ 7.405	+ 3.105	+ 6.145	+ 1.170	+ 1.935	+ 4.225	+ 1.920
Balance générale*	+ 10.340	+ 1.205	- 3.575	+ 110	+ 1.095	+ 2.285	- 5.860

* Pour faciliter les comparaisons, il n'a pas été tenu compte des allocations de D.T. S. de 1971 et 1972, soit FF 891 millions et FF 883 millions respectivement.

Les entrées nettes de capitaux à court terme (y compris les erreurs et omissions) se sont élevées à FF 6,1 milliards pour l'ensemble de l'année. L'excédent a persisté tout au long des neuf premiers mois, malgré les mesures draconiennes prises en mars pour endiguer les afflux de fonds. A partir du 15 septembre, la situation a changé à la suite de la réévaluation du florin, qui s'est accompagnée d'une spéculation à la hausse du franc belge et du deutsche mark, au détriment du franc français. Les mesures de restriction mises en vigueur quelques mois avant ont alors été rapportées.

Par rapport au dernier trimestre de 1973, les exportations se sont, au cours des trois premiers mois de 1974, développées de plus de 20% et les achats à l'étranger de plus de 30%, après ajustements saisonniers. Aussi la balance commerciale a-t-elle enregistré un déficit de FF 3,3 milliards, alors qu'elle s'était soldée par un excédent de FF 0,9 milliard pendant les trois mois précédents.

Italie. Malgré une sérieuse aggravation fondamentale de la situation des paiements italiens, le déficit global a été ramené de LIT 745 milliards en 1972 à LIT 175 milliards l'an dernier. La différence s'explique par la très forte expansion des emprunts compensatoires du secteur public à l'étranger qui ont atteint, en chiffres

nets, LIT 2.570 milliards contre LIT 350 milliards l'année précédente. Ces emprunts ont été effectués en raison du renversement de tendance, à concurrence de LIT 2.575 milliards, de la balance des opérations courantes qui, précédemment excédentaire, s'est soldée par un déficit, bien que ce revirement ait été en partie compensé par une contraction des sorties de capitaux privés.

La détérioration de la situation des paiements courants s'est centrée sur les échanges de marchandises. D'après les données de la balance des paiements, le léger surplus enregistré en 1972 a fait place à un déficit de LIT 2.275 milliards. En raison du développement de la demande interne, les importations se sont accrues de plus de 40%, et les ventes à l'étranger de 20%, cette évolution ayant essentiellement caractérisé la période juillet-décembre, du fait des grèves qui ont marqué le premier semestre. Ces chiffres sont à rapprocher de ceux de l'année 1972, durant laquelle le taux d'accroissement des exportations comme des importations avait été voisin de 15%. En volume, l'expansion des importations (13%) a été légèrement plus forte qu'en 1972, mais celle des exportations, avec 4% environ, a représenté moins du tiers du chiffre de l'année d'avant. La détérioration des termes de l'échange, sous l'effet conjoint de la flambée des cours des matières premières et de la dépréciation de la lire, s'est établie à 10%.

Italie: Balance des paiements.

Postes	1971	1972	1973	1972		1973	
				1er semestre	2ème semestre	1er semestre	2ème semestre
en milliards de lire							
Commerce extérieur (f.o.b.)							
Exportations	9.275	10.755	12.870	5.220	5.535	5.560	7.310
Importations	9.205	10.725	15.145	5.055	5.670	6.635	8.510
Balance commerciale	+ 70	+ 30	- 2.275	+ 165	- 135	- 1.075	- 1.200
Services et transferts	+ 910	+ 1.140	+ 870	+ 590	+ 550	+ 220	+ 650
Balance des paiements courants	+ 980	+ 1.170	- 1.405	+ 755	+ 415	- 855	- 550
Mouvements de capitaux identifiés							
Emprunts compensatoires du secteur public	- 140	+ 350	+ 2.570	- 260	+ 610	+ 555	+ 2.015
Divers	- 235	- 1.920	- 980	- 670	- 1.250	- 670	- 310
Total	- 375	- 1.570	+ 1.590	- 930	- 840	- 115	+ 1.705
Erreurs et omissions	- 115	- 345	- 360	- 150	- 195	+ 55	- 415
Balance des mouvements de capitaux	- 490	- 1.915	+ 1.230	- 1.080	- 835	- 60	+ 1.290
Balance générale*	+ 490	- 745	- 175	- 325	- 420	- 915	+ 740

* Pour faciliter les comparaisons, il n'a pas été tenu compte des allocations de D.T.S. de 1971 et 1972, soit LIT 67 milliards et LIT 66 milliards respectivement, ni des ajustements comptables apportés à la position globale nette des autorités monétaires envers l'étranger.

D'après les statistiques douanières, l'évolution défavorable des échanges de marchandises a affecté tous les grands secteurs: dans celui des produits de base et des ressources énergétiques, le déficit structurel s'est aggravé de LIT 1.085 milliards pour atteindre LIT 3.610 milliards, l'excédent réalisé sur les produits manufacturés et les produits semi-ouvrés, autres que les denrées alimentaires s'est contracté de LIT 820 milliards pour s'établir à LIT 2.645 milliards, et les décaissements nets au titre des produits alimentaires se sont gonflés de LIT 935 milliards, atteignant LIT 2.290 milliards. Ces chiffres montraient clairement la nécessité de réduire le déséquilibre des échanges commerciaux, eu égard notamment aux répercussions de la hausse des prix des approvisionnements en énergie. Le déficit traditionnel du poste des matières premières et des produits énergétiques étant appelé à s'élargir encore, il conviendrait de le compenser dans une certaine mesure par une orientation vers les marchés étrangers d'une partie des produits manufacturés absorbés par le marché intérieur et par une réduction du déficit alimentaire, qui peut être obtenue en développant la production nationale de denrées de substitution des produits étrangers.

Telle est l'évolution qui a prélué à l'institution, en mai 1974, d'un dépôt obligatoire portant sur 50% de la valeur des produits alimentaires et biens de consommation importés. A cette date, en effet, le déficit du commerce extérieur avait atteint des proportions alarmantes; il semble, si l'on se fonde sur les statistiques douanières préliminaires, qu'il ait dépassé LIT 2.500 milliards — les produits pétroliers intervenant pour moitié environ dans ce total — pour les quatre premiers mois de l'année en cours, contre LIT 900 milliards pour la période janvier-avril 1973.

Etant donné qu'il était toujours interdit de porter au crédit des comptes de non-résidents les billets de banque italiens en provenance de l'étranger, on a noté l'an dernier une contraction — après la stagnation en 1972 — des recettes identifiées en devises au titre du tourisme et des envois de fonds des travailleurs émigrés. Pour compenser cette distorsion, la balance des paiements calculée sur la base des transactions comporte maintenant des estimations du montant effectif des recettes invisibles et des sorties de capitaux. D'après ces estimations, qui portent également sur les années antérieures pour permettre les comparaisons, les excédents réalisés au titre du tourisme et des envois de fonds des travailleurs se sont élevés à LIT 1.050 milliards et LIT 860 milliards respectivement en 1973, soit un peu plus qu'en 1972. Malgré ce résultat, l'excédent global au titre des transactions invisibles n'a atteint au total que LIT 870 milliards en 1973, soit LIT 270 milliards de moins qu'un an auparavant. On a, en effet, assisté à une vive expansion des décaissements nets au titre des revenus des investissements, des transports et des transferts officiels, ces derniers prenant principalement la forme de contributions accrues au Fonds européen d'orientation et de garantie agricoles.

En plus des emprunts compensatoires effectués, comme indiqué précédemment, par les organismes publics, on a noté l'an dernier une contraction de LIT 925 milliards des sorties nettes de caractère autonome (y compris les erreurs et omissions), dont le montant a été ramené à LIT 1.340 milliards, en grande partie par suite d'un meilleur équilibre des crédits commerciaux. La balance globale des mouvements de capitaux s'est ainsi renversée, les sorties nettes d'un montant de LIT 1.915 milliards enregistrées en 1972 faisant place en 1973 à LIT 1.230 milliards d'entrées nettes.

Du fait des nouveaux emprunts compensatoires d'un montant élevé effectués au cours des cinq premiers mois de 1974, l'endettement total à ce titre atteint maintenant LIT 5.500 milliards environ, ce qui implique que le service de la dette imposera une charge énorme dans les années à venir.

Union Economique Belgo-Luxembourgeoise. L'évolution de la balance des paiements a été dominée, l'an dernier, par de fortes réductions des sorties nettes de capitaux. Ainsi, malgré un fléchissement des recettes nettes au titre des opérations courantes, la balance générale s'est soldée par un excédent de FB 37,5 milliards, soit FB 17 milliards de plus qu'en 1972.

Le surplus de la balance des transactions courantes s'est contracté de FB 8,3 milliards, pour s'établir à FB 42,9 milliards, essentiellement par suite de l'apparition d'un déficit des transactions invisibles. Les données relatives à la balance des paiements, qui sont calculées en partie sur la base des règlements, font état d'une contraction de FB 0,7 milliard des recettes nettes du commerce extérieur, qui se sont élevées à FB 45,7 milliards. Les statistiques douanières, établies sur une base f.o.b. ajustée, marquent une tendance analogue, mais la réduction de l'excédent atteint alors FB 4,4 milliards et le solde positif s'établit à FB 55,5 milliards. Les importations ont progressé d'un quart en valeur, en raison de l'expansion de la demande interne, et les exportations se sont développées de plus de 20% malgré l'influence des grèves et des goulets d'étranglement qui ont affecté la production pendant le second semestre. Les termes de l'échange se sont détériorés de 4% environ. En ce qui concerne le commerce avec les autres pays de la C.E.E., les exportations nettes à destination des pays à monnaie faible ont fortement progressé, tandis que le phénomène inverse s'est produit dans les échanges avec les pays à monnaie forte. La balance des transactions invisibles est devenue déficitaire à hauteur de FB 2,8 milliards, ce retournement d'une ampleur appréciable ayant été provoqué principalement par l'accroissement sensible des décaissements nets au titre des opérations officielles.

Les sorties nettes de capitaux (dans lesquelles sont comprises les erreurs et omissions) ont fléchi de FB 30,7 milliards en 1972 à FB 5,4 milliards, reflétant surtout, semble-t-il, une confiance accrue dans le franc belge. Les décaissements nets se sont concentrés sur le premier semestre de l'année, pendant lequel ils ont atteint au total FB 18,9 milliards; au second semestre, la situation s'est renversée et FB 13,5 milliards de recettes nettes ont été enregistrées. Les mouvements de capitaux identifiés du secteur privé se sont soldés par FB 8,1 milliards de sorties nettes, contre FB 17,3 milliards - chiffre record - en 1972. Cette contraction s'explique principalement par un accroissement de FB 7,8 milliards des entrées nettes au titre des investissements directs, et par une réduction de FB 7,6 milliards des sorties nettes au titre des opérations sur valeurs mobilières. Les investissements directs étrangers ont fortement progressé, après le fléchissement enregistré en 1972, tandis que les investissements belges à l'étranger n'ont que légèrement augmenté. En outre, les non-résidents ont intensifié leurs acquisitions de valeurs mobilières belges et, fait encore plus significatif, les résidents de l'U.E.B.L. ont témoigné de moins d'intérêt pour les titres étrangers. Enfin, les décaissements nets des autorités ont été réduits de FB 5,6 milliards, s'établissant à FB 7,3 milliards. Ce dernier chiffre ne représente qu'une partie des

Union Economique Belgo-Luxembourgeoise: Balance des paiements.¹

Postes	1970	1971	1972	1973	1973	1974
					1er trimestre	
					en milliards de francs belges	
Commerce extérieur²						
Exportations	495,5	527,9	586,5	730,3	166,7	239,2
Importations	446,9	486,7	540,1	684,8	155,1	230,4
Balance commerciale	+ 38,6	+ 41,2	+ 46,4	+ 45,7	+ 11,6	+ 8,8
Services et transferts	- 2,9	+ 0,1	+ 4,8	- 2,8	+ 3,0	+ 2,5
Balance des paiements courants	+ 35,7	+ 41,3	+ 51,2	+ 42,9	+ 14,6	+ 11,3
Mouvements de capitaux identifiés						
Secteur public	- 2,8	- 12,7	- 12,9	- 7,3	- 1,6	- 2,2
Investissements directs	+ 8,1	+ 13,0	+ 11,2	+ 19,0	+ 5,3	+ 7,4
Valeurs mobilières	- 14,4	- 18,5	- 31,9	- 24,3	- 10,3	- 5,2
Divers	- 10,2	+ 0,9	+ 3,4	- 2,8	- 7,3	- 2,7
Total	- 19,3	- 17,3	- 30,2	- 15,4	- 13,9	- 2,7
Erreurs et omissions	- 1,2	- 0,6	- 0,5	+ 10,0	+ 4,0	- 4,4
Balance des mouvements de capitaux	- 20,5	- 17,9	- 30,7	- 5,4	- 9,9	- 7,1
Balance générale³	+ 15,2	+ 23,4	+ 20,5	+ 37,5	+ 4,7	+ 4,2

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.f. ³ Pour faciliter les comparaisons, il n'a pas été tenu compte des allocations de D.T.S. d'un montant de FB 3,5 milliards pour chacune des années 1970, 1971 et 1972.

versements du Trésor, qui a achevé l'amortissement au début de 1973 de son endettement à court terme en devises et en or.

Les autres mouvements de capitaux, constitués en majorité par des transactions non identifiées de nature spéculative, se sont soldés par FB 7,2 milliards d'entrées nettes, contre FB 2,9 milliards l'année précédente. Un important afflux a été enregistré au début de 1973, avant la dévaluation du dollar et immédiatement après. Des sorties nettes lui ont succédé mais, à partir de l'été, de nouvelles entrées se sont produites, à une allure de plus en plus rapide, surtout vers la fin de l'année.

Au premier trimestre de 1974, l'excédent de la balance commerciale a accusé une légère contraction par rapport au trimestre correspondant de l'an passé, et les recettes nettes provenant des transactions invisibles ont également quelque peu fléchi. L'excédent de paiements courants est toutefois resté d'une importance respectable; compte tenu de l'augmentation des prix du pétrole, il s'est élevé à FB 11,3 milliards, soit FB 3,3 milliards de moins qu'au premier trimestre de 1973. Les sorties nettes de capitaux, qui consistent essentiellement en transactions non identifiées, ont atteint au total FB 7,1 milliards, de sorte que la balance générale a fait ressortir un solde actif de FB 4,2 milliards.

Pays-Bas. Après s'être accru durant trois années, l'excédent de la balance générale est retombé à FL 1,1 milliard en 1973. Cette évolution s'explique par l'aggravation de FL 2,4 milliards du déficit des mouvements de capitaux (compte tenu des mouvements non identifiés) provoquée par l'attrait de rendements plus favorables à l'étranger. Les recettes nettes provenant des transactions courantes ont progressé de FL 1,3 milliard, pour atteindre FL 5 milliards.

Malgré une légère détérioration des termes de l'échange, le surplus dégagé par le commerce extérieur (FL 2 milliards) s'est amélioré de FL 0,7 milliard, intervenant ainsi à raison des trois-cinquièmes dans l'augmentation de l'excédent des opérations courantes. L'expansion des exportations a été d'environ 20%; des résultats particulièrement brillants ont été obtenus en dehors des marchés traditionnels – essentiellement avec les pays en voie de développement. Les importations, après avoir progressé assez mollement au cours des deux années précédentes, ont également augmenté de près d'un cinquième, principalement sous l'effet de la reprise des investissements et de la reconstitution des stocks dans l'industrie.

Les recettes nettes au titre des transactions invisibles se sont encore améliorées l'an dernier, atteignant FL 3 milliards. Ce résultat a été dû pour une bonne part à une progression sensible des revenus nets des investissements – et plus particulièrement des ressources placées sur les marchés monétaires étrangers – étant donné qu'en contrepartie, le déficit de la balance touristique s'est encore aggravé et que les recettes nettes provenant des transports et des assurances de marchandises ont fléchi.

Pays-Bas: Balance des paiements.

Postes	1971	1972	1973	1972		1973	
				1er semestre	2ème semestre	1er semestre	2ème semestre
en millions de florins							
Commerce extérieur (f.o.b.)							
Exportations . . .	44.215	50.225	61.500	24.315	25.910	30.090	31.410
Importations . . .	46.390	48.950	59.500	24.145	24.805	28.910	30.590
Balance commerciale	- 2.165	+ 1.275	+ 2.000	+ 170	+ 1.105	+ 1.180	+ 820
Services et transferts	+ 1.570	+ 2.425	+ 2.955	+ 915	+ 1.510	+ 1.690	+ 1.265
Balance des paiements courants . .	- 595	+ 3.700	+ 4.955	+ 1.085	+ 2.615	+ 2.870	+ 2.085
Mouvements de capitaux à long terme . .	+ 1.400	- 2.595	- 4.515	- 900	- 1.695	- 2.025	- 2.490
Balance de base . .	+ 805	+ 1.105	+ 440	+ 185	+ 920	+ 845	- 405
Mouvements de capitaux à court terme, erreurs et omissions	+ 1.210	+ 1.105	+ 630	+ 815	+ 290	+ 380	+ 250
Balance générale*	+ 2.015	+ 2.210	+ 1.070	+ 1.000	+ 1.210	+ 1.225	- 155

* Pour faciliter les comparaisons, il n'a pas été tenu compte des allocations de D.T.S. de 1971 et 1972, soit FL 271 millions et FL 269 millions respectivement.

Les mouvements de capitaux à long terme se sont soldés par un déficit de FL 4,5 milliards, soit FL 1,9 milliard de plus qu'en 1972. Cet accroissement a été imputable pour les trois-quarts aux transactions sur valeurs mobilières. En même temps que les résidents développaient leurs achats d'actions étrangères, les non-résidents renversaient notablement leur position et devenaient vendeurs nets d'actions néerlandaises, de sorte que le solde négatif des opérations sur valeurs à revenu variable est passé de FL 1 milliard en 1972 à FL 2,3 milliards. En outre, les achats d'obligations étrangères par les résidents se sont intensifiés et on a même enregistré un léger rapatriement net d'obligations néerlandaises, après la forte contraction, en 1972, des ventes aux non-résidents, consécutive à la mise en vigueur du «circuit fermé des obligations» en septembre de l'année précédente. Ce système a été en fait supprimé en février 1974, en même temps que certains autres pays prenaient des mesures analogues. Les sorties nettes au titre des crédits et des prêts à long terme se sont accrues de FL 0,6 milliard par suite des remboursements nets d'emprunts extérieurs. Les investissements directs, au contraire, ont changé de sens et se sont soldés par un excédent de FL 0,4 milliard, les placements étrangers s'étant accrues après le fléchissement enregistré en 1972, tandis que les investissements néerlandais à l'étranger plafonnaient.

Les transactions en capital à court terme, qui comprennent principalement des mouvements non enregistrés liés aux opérations de termaillage, ont dégagé un excédent de FL 0,6 milliard, soit environ la moitié seulement du chiffre de 1972, ce qui s'explique par le fait que les taux d'intérêt ont été plus élevés à l'étranger, et que certaines pressions spéculatives se sont exercées sur le florin au printemps et à la fin de l'automne à la suite de l'embargo sur le pétrole.

Danemark. Contrairement à ce qui s'était produit en 1972, le déficit des paiements courants s'est sensiblement aggravé l'an dernier, tandis que les entrées nettes de capitaux, après la brusque réduction de l'année précédente, ont repris de plus belle, de sorte que l'excédent global s'est accru de KRD 0,9 milliard pour s'établir à KRD 2 milliards.

Bien que la progression en valeur des exportations de marchandises ait atteint 22%, contre 13% en 1972, le déficit du commerce extérieur a plus que doublé, passant à KRD 7,1 milliards, sous l'effet d'un gonflement de 33% des importations, qui n'avaient augmenté que de 3% l'année d'avant. L'amélioration des ventes à l'étranger a été due pour un tiers à l'accroissement en volume tandis que, dans le cas des achats, la proportion a été de trois-cinquièmes. Les termes de l'échange se sont légèrement redressés, en raison de la part importante que prennent les produits agricoles dans les exportations danoises. La forte augmentation de la valeur des produits importés et la progression relativement plus faible des ventes s'expliquent surtout par le niveau très élevé d'activité de l'économie interne et par la pression intense de la demande; les importations ont également été influencées par le rythme accéléré de reconstitution des stocks, alors que ceux-ci s'étaient fortement dégarnis en 1972. Enfin, elles ont encore été stimulées au second semestre de 1973 par l'élimination progressive, à partir du printemps, de la surtaxe temporaire à l'importation. En ce qui concerne les exportations, les conflits sociaux qui ont éclaté au printemps de 1973 ont fait assez longtemps sentir leurs effets sur la production industrielle, et les industries exportatrices

ont éprouvé des difficultés pour satisfaire la demande. En devenant membre de la C.E.E., le Danemark a de plus en plus concentré ses échanges commerciaux sur ses partenaires européens. La valeur totale des ventes à la C.E.E. a progressé de 30% l'an dernier, celle des produits agricoles augmentant à elle seule de quelque 40%.

Les recettes nettes au titre des transports maritimes n'ayant guère varié par rapport à l'année précédente, et celles provenant du tourisme s'étant contractées de KR D 0,3 milliard, l'amélioration de KR D 1,7 milliard de l'excédent des transactions invisibles a été due en grande partie aux versements nets, d'un montant de KR D 2 milliards, reçus de la C.E.E. dans le cadre du dispositif de soutien des prix agricoles.

Les entrées nettes de capitaux ont atteint au total KR D 5 milliards en 1973, en augmentation de KR D 3,4 milliards sur l'année précédente. Les emprunts du secteur public à l'étranger ont continué de fléchir l'an dernier, avec un total inférieur de KR D 1 milliard à celui de 1972, mais les mouvements de capitaux privés (y compris les erreurs et omissions) se sont soldés par KR D 4,5 milliards d'importations nettes alors que, l'année précédente, ce poste était presque équilibré. Ce changement a été en grande partie imputable à la politique monétaire restrictive, qui a empêché la demande de crédit d'être satisfaite intégralement par les emprunts sur le marché intérieur.

Le déficit de la balance commerciale s'est fortement accru au cours du premier trimestre de 1974, atteignant KR D 4,5 milliards, soit environ le double du chiffre de la période correspondante de l'an passé. Les exportations se sont développées de 30%, tandis que les importations ont augmenté de près de moitié; comme on s'y attendait, ce sont les achats de produits pétroliers qui ont marqué la croissance la plus rapide, mais on a aussi noté une très forte expansion des importations de biens de consommation. Le déficit des opérations courantes, traduisant également le fléchissement des recettes nettes dégagées par les transports maritimes, a progressé à KR D 3,2 milliards, soit KR D 0,2 milliard de plus que sur l'ensemble de l'année 1973.

Autres pays de la C.E.E.: Balances des paiements.

Pays et années	Commerce extérieur (f.o.b.)			Services et transferts	Balance des opérations courantes	Mouvements de capitaux en chiffres nets ¹	Balance générale ²
	Exportations	Importations	Balance				
Danemark (en millions de couronnes)							
1971	26.995	32.310	- 5.315	+ 2.145	- 3.170	+ 4.000	+ 830
1972	30.440	33.440	- 3.000	+ 2.535	- 465	+ 1.615	+ 1.150
1973	37.210	44.355	- 7.145	+ 4.200	- 2.945	+ 4.980	+ 2.035
Irlande (en millions de livres)							
1971	525	740 ³	- 215	+ 130	- 85	⁴	⁴
1972	635	825 ³	- 190	+ 125	- 65	+ 25	- 40
1973	855	1.125 ³	- 270	+ 175	- 95	+ 125	+ 30

¹ Y compris les erreurs et omissions. ² Allocations de D.T.S. non comprises. ³ Importations c. a. f. ⁴ Chiffres non disponibles par suite de la grève des banques en Irlande.

Irlande. La demande tant intérieure qu'étrangère ayant été particulièrement soutenue pendant toute l'année, les exportations et les importations visibles se sont accrues d'environ un tiers, c'est-à-dire à une cadence beaucoup plus rapide qu'en 1972 et approximativement trois fois plus élevée que leur taux moyen de croissance à long terme. Le déficit du commerce extérieur est passé de £190 millions en 1972 à £270 millions en 1973, mais cette aggravation n'a pas été due à l'évolution des termes de l'échange. En effet, la hausse des prix, tant pour les ventes que pour les achats, a été d'environ 20%, ce qui a permis de maintenir l'amélioration de 8½% enregistrée en 1972 dans les termes de l'échange. Comme l'année précédente, les ventes à l'étranger de produits industriels ont fait preuve d'un dynamisme nettement plus grand que celles des produits agricoles. La progression des importations a en revanche touché à peu près tous les secteurs. La détérioration de £80 millions des échanges visibles a été compensée en grande partie par l'amélioration de £50 millions de l'excédent des transactions invisibles, due surtout aux premiers transferts, d'un montant de £30 millions, effectués par la C.E.E., et aussi à une certaine reprise du tourisme.

Le total des entrées nettes de capitaux a progressé l'an dernier, principalement en liaison avec le financement de nouveaux projets industriels: les recettes nettes se sont élevées à £125 millions, contre £25 millions en 1972. La balance générale s'est ainsi soldée par un excédent de £30 millions, après avoir enregistré un déficit de £40 millions en 1972.

Dans les quatre premiers mois de 1974, les exportations ont dépassé de plus de 80% leur niveau de janvier-avril 1973, mais les importations se sont accrues à un rythme près de deux fois plus rapide que les ventes à l'étranger. Le déficit du commerce extérieur a atteint £190 millions, contre £105 millions pour la période correspondante de l'an dernier.

Autres pays d'Europe.

Autriche. Les SCH 2,5 milliards d'excédent enregistrés en 1972 par la balance générale des paiements ont fait place l'an dernier à un déficit de SCH 4,7 milliards. Ce renversement a été dû essentiellement à un changement de sens du solde des mouvements de capitaux à long terme, qui est devenu déficitaire à raison de SCH 3,8 milliards après avoir fait apparaître un surplus de SCH 1,9 milliard en 1972. Les statistiques révèlent également que le déficit de la balance des paiements courants s'est aggravé de SCH 3 milliards pour atteindre SCH 6,9 milliards l'an dernier. Etant donné toutefois que les erreurs et omissions correspondent surtout, semble-t-il, à des transactions courantes non enregistrées, les autorités considèrent que la balance des opérations courantes n'a accusé qu'un solde passif de SCH 2 milliards environ l'an dernier, et qu'elle était à peu près en équilibre en 1972.

Etant donné la vigueur de la demande tant intérieure qu'extérieure, exportations et importations ont progressé à des taux analogues, soit environ 14% en valeur et 10% en volume. En valeur absolue toutefois, l'augmentation a été de SCH 12,2 milliards pour les ventes et de SCH 16,6 milliards pour les achats. Le déficit de SCH 31,9 milliards enregistré en 1972 par la balance commerciale s'est ainsi élargi de SCH 4,4 milliards. Les recettes nettes au titre du tourisme ne se sont accrues l'an

Autriche et Suisse: Balances des paiements.

Pays et années	Commerce extérieur			Services et transferts	Balance des opérations courantes	Mouvements de capitaux identifiés	Erreurs et omissions	Balance générale
	Exportations (f.o.b.)	Importations (c.a.f.)	Balance					
Autriche (en millions de schillings)								
1971 . . .	79.080	105.780	- 26.700	+ 24.450	- 2.250	+ 15	+ 5.165	+ 2.930*
1972 . . .	89.850	121.765	- 31.915	+ 28.025	- 3.890	+ 1.825	+ 4.570	+ 2.505*
1973 . . .	102.065	138.335	- 36.270	+ 29.340	- 6.930	- 3.055	+ 5.320	- 4.665*
Suisse (en millions de francs)								
1971 . . .	23.620	29.640	- 6.020	+ 6.360	+ 340	- 8.615	+ 17.480	+ 9.205
1972 . . .	26.190	32.370	- 6.180	+ 7.020	+ 840	- 10.990	+ 10.055	- 95
1973 . . .	29.950	36.590	- 6.640	+ 7.640	+ 1.000	- 8.725	+ 9.765	+ 2.040

* Pour faciliter les comparaisons, il n'a pas été tenu compte des allocations de D.T.S. de 1971 et 1972, soit SCH 487 millions et SCH 708 millions respectivement, ni des ajustements comptables apportés à la position nette des autorités.

dernier que de SCH 0,8 milliard contre SCH 4 milliards en 1972. En termes réels c'est-à-dire sur la base du nombre de nuitées de touristes étrangers, on note même un léger fléchissement.

L'apparition d'un déficit dans les mouvements de capitaux à long terme a résulté en partie du niveau relativement bas des taux d'intérêt en Autriche, qui a incité les résidents à accroître fortement leurs placements en obligations étrangères, et en partie des restrictions imposées aux étrangers en ce qui concerne l'acquisition de biens immobiliers et de valeurs mobilières autrichiennes. Les mouvements de capitaux à court terme identifiés ont évolué dans le sens contraire, de légères sorties nettes enregistrées en 1972 ayant fait place en 1973 à SCH 0,7 milliard d'entrées.

En partie par suite des réductions de droits de douane, qui sont entrées en vigueur depuis le 1er janvier dernier entre l'Autriche et les pays de la C.E.E., les exportations comme les importations se sont vivement redressées pendant le premier trimestre de 1974, après la quasi-stagnation qui avait marqué les derniers mois de 1973. Les exportations ont dépassé de 45%, et les importations de plus de 30%, les chiffres de janvier-mars 1973, de sorte que le déficit du commerce extérieur s'est établi à SCH 10,6 milliards, soit à peu près au même niveau qu'au premier trimestre de 1973.

Suisse. La croissance de la demande interne ayant commencé à se ralentir après une période de surchauffe prolongée, les exportations ont progressé, en volume, plus rapidement que les importations, malgré la forte revalorisation effective du franc suisse. Aussi le déficit commercial ne s'est-il élargi que de FS 0,5 milliard, la détérioration intervenant en majeure partie pendant le quatrième trimestre en raison des hausses de prix du pétrole. Cette aggravation a été largement compensée par le solde favorable dégagé par les transactions invisibles - principalement sous la forme de revenus nets des investissements, mais également de recettes touristiques - de sorte que l'on estime l'excédent des opérations courantes de l'an dernier à FS 1 milliard, soit FS 0,2 milliard de plus qu'en 1972. La balance des paiements a toutefois été caractérisée par le revirement du poste des mouvements de capitaux (y compris les erreurs et omissions),

dont le déficit de FS 0,9 milliard enregistré en 1972 a fait place à un excédent de FS 1 milliard en 1973. La balance générale s'est soldée en conséquence par un surplus de FS 2 milliards, alors qu'elle avait été à peu près en équilibre en 1972.

Les mesures de restriction appliquées depuis l'été 1972 pour endiguer les entrées spéculatives de fonds en Suisse et recycler vers l'extérieur les capitaux entrés précédemment n'ont pas empêché un important afflux net pendant le premier semestre de 1973. Ces entrées de capitaux ont été manifestement liées aux perspectives de modification des taux de change, puisqu'elles se sont concentrées sur les périodes d'agitation des marchés des changes, notamment à la fin de janvier et au milieu de février. Au second semestre, la situation a changé et le solde des mouvements de capitaux est devenu déficitaire. Les sorties de capitaux enregistrées s'étant élevées à FS 8,7 milliards, contre FS 11 milliards en 1972, les entrées brutes auraient donc été de FS 9,7 milliards au minimum puisque l'excédent dégagé pour l'ensemble de l'année a atteint FS 1 milliard. La diminution du volume des sorties a essentiellement résulté d'une contraction du montant des placements effectués à l'étranger par les fonds d'investissement.

Les importations comme les exportations progressant d'environ 25% sur une base annuelle, le déficit de la balance commerciale a atteint FS 3,1 milliards, au cours des quatre premiers mois de 1974, contre FS 2,4 milliards pour la période correspondante de 1973.

Finlande. Le revirement qui s'est opéré dans la situation générale des paiements de la Finlande, un excédent de MF 0,5 milliard en 1972 ayant fait place à un solde passif de MF 0,8 milliard l'an dernier, a été imputable essentiellement à la progression des décaissements nets, qui ont presque doublé, au titre des transactions sur marchandises.

L'aggravation de MF 1 milliard du déficit commercial a reflété, d'une part, une conjoncture caractérisée par un excès de la demande interne et un processus accéléré de reconstitution des stocks et, d'autre part, l'insuffisance de capacités productives dans les industries de transformation du bois, de même que la pénurie de main-d'œuvre qualifiée dans l'industrie métallurgique et mécanique, qui ont entravé les exportations. De ce fait, les achats à l'étranger ont augmenté l'an dernier, en valeur, de 26%, contre 11% l'année précédente; cette progression est due pour moitié environ à l'accroissement en volume. Les exportations se sont développées d'environ 20% en valeur, mais de 3% seulement en volume (contre 15% en 1972). Les termes de l'échange se sont améliorés de 6%, grâce notamment à la vive hausse des prix à l'exportation des produits de l'industrie du bois et des métaux.

Afin d'endiguer la progression des importations de produits de consommation, qui se sont accrues l'an dernier de près de 30%, un système de paiement comptant a été adopté en juin 1973. Par la suite, et pour empêcher la poursuite du processus de constitution de stocks spéculatifs, les importations portant sur une gamme étendue de biens durables de consommation ont été soumises, à titre temporaire, à l'octroi de licences.

Le fléchissement, de MF 1,3 milliard à MF 0,4 milliard, des entrées nettes de capitaux à long terme, a été dû à la diminution de MF 1,3 milliard des emprunts à l'étranger, compensée en partie seulement par un revirement de MF 0,4 milliard dans l'évolution des crédits à long terme à l'exportation qui, en 1973, se sont soldés par des entrées nettes. La réduction des emprunts à l'étranger a été la conséquence des conditions relativement favorables régnant sur le marché financier interne. Pendant le second semestre de l'année, un facteur restrictif supplémentaire a été la mise en place, en juin, d'un système de dépôts spéciaux auprès de la banque centrale, frappant les importations de capitaux à moyen et long terme.

Dans l'ensemble, toutefois, les entrées de fonds ont été du même ordre qu'en 1972, étant donné que la balance des mouvements de capitaux à court terme (y compris les erreurs et omissions) qui s'était soldée par MF 0,3 milliard de sorties nettes, a fait ressortir en 1973 un apport net de MF 0,5 milliard. Ce revirement a été particulièrement prononcé vers la fin de l'année, lorsque des emprunts extérieurs de ressources à court terme remplacèrent une fraction des prêts étrangers à long terme.

Au cours des quatre premiers mois de 1974, le solde passif des échanges commerciaux s'est élevé à MF 1,4 milliard, soit MF 0,5 milliard de plus que durant la même période de l'an dernier, et les exportations comme les importations se sont accrues de 50%. Les achats de carburants ont progressé de MF 0,4 milliard pour se monter à MF 1,1 milliard.

Islande. En 1973, importations comme exportations se sont développées en valeur de près de 50%, et le déficit commercial s'est accru de \$10 millions. Les ventes

Pays nordiques: Balances des paiements.

Pays et années	Commerce extérieur			Services et transferts	Balance des opérations courantes	Mouvements de capitaux en chiffres nets ¹	Balance générale ²
	Exportations (f.o.b.)	Importations (c.a.f.)	Balance				
Finlande (en millions de marks)							
1971	9.845	11.760	- 1.915	+ 495	- 1.420	+ 2.140	+ 720
1972	12.010	13.085	- 1.075	+ 595	- 480	+ 985	+ 505
1973	14.525	16.565	- 2.040	+ 355	- 1.685	+ 900	- 785
Islande (en millions de dollars E.U.)							
1971	150	200 ³	- 50	+ 5	- 45	+ 60	+ 15
1972	190	215 ³	- 25	+ 5	- 20	+ 25	+ 5
1973	290	325 ³	- 35	+ 20	- 15	+ 25	+ 10
Norvège (en millions de couronnes)							
1971	19.180	29.115	- 10.935	+ 7.255	- 3.680	+ 4.585	+ 905
1972	21.795	29.230	- 7.435	+ 7.020	- 415	+ 1.200	+ 785
1973	27.280	37.280	- 10.000	+ 8.020	- 1.980	+ 3.735	+ 1.755
Suède (en millions de couronnes)							
1971	38.240	36.190	+ 2.050	- 960	+ 1.090	+ 130	+ 1.220
1972	41.700	38.620	+ 3.080	- 1.800	+ 1.280	+ 1.470	+ 2.750
1973	52.860	46.305	+ 6.555	- 1.610	+ 4.945	+ 695	+ 5.640

¹ Y compris les erreurs et omissions. ² Allocations de D.T.S. non comprises. ³ Importations f.o.b.

à l'étranger ont surtout bénéficié de la hausse des prix mondiaux du poisson et de l'aluminium. La forte croissance des importations a été provoquée à la fois par une expansion très rapide de la demande interne et par des achats, de caractère exceptionnel, de bateaux de pêche. On note cependant un gonflement considérable des recettes nettes au titre des transferts sans contrepartie; ces fonds, provenant essentiellement des autres pays nordiques, représentent l'aide accordée à l'Islande pour la réinstallation des habitants de Vestmannaeyjar après les éruptions volcaniques de janvier 1973, et ils ont largement compensé la détérioration de la balance commerciale. Il en est résulté une réduction de \$5 millions du déficit des opérations courantes, qui s'est élevé en 1973 à \$15 millions. Les entrées nettes de capitaux ont atteint, avec \$25 millions, à peu près le même montant qu'en 1972 et ont revêtu en grande majorité la forme d'emprunts à long terme contractés principalement par le secteur public. En conséquence, la balance générale des paiements a accusé un excédent de \$10 millions, contre \$5 millions en 1972.

Norvège. Le déficit des transactions courantes, après s'être sensiblement réduit en 1972, s'est brusquement aggravé l'an dernier, en raison de la rapide expansion des importations liée à l'exploitation des gisements de pétrole et de gaz naturel en mer du Nord. En effet, en excluant les transactions ayant trait au secteur pétrolier, on aboutit à un excédent des opérations courantes de KRN 0,8 milliard en 1973 contre KRN 0,6 milliard en 1972.

Le pourcentage d'accroissement des ventes comme des achats à l'étranger (navires compris) a atteint 25% environ, mais les augmentations respectives en valeur ont été de KRN 5,5 milliards et de KRN 8,1 milliards, de sorte que le déficit de la balance commerciale s'est aggravé de KRN 2,6 milliards, pour atteindre KRN 10 milliards. Les importations nettes de navires se sont chiffrées au total à KRN 0,7 milliard, contre KRN 0,1 milliard d'exportations nettes en 1972. Même sans tenir compte des achats de navires à l'étranger et des importations liées aux activités pétrolières — qui ont marqué l'expansion la plus rapide — l'élasticité des importations par rapport aux revenus a atteint l'an dernier le coefficient 3, contre 0,2 en 1972. Ce résultat est dû en partie à une accélération rapide de la demande au second semestre, ainsi qu'au besoin croissant, éprouvé par les industries exportatrices norvégiennes, d'importer une partie de leurs fournitures. L'expansion des ventes à l'étranger a porté sur une vaste gamme de produits, mais les variations en volume et en valeur ont été inégalement réparties. Les exportations norvégiennes sont toutefois composées en grande partie de matières premières et de produits alimentaires, qui ont bénéficié de la hausse des cours mondiaux. On a noté une amélioration de 3% des termes de l'échange, provenant essentiellement d'une progression effective, du même ordre de grandeur, du cours de la couronne norvégienne.

L'excédent global des transactions invisibles s'est établi à KRN 8 milliards, contre KRN 7 milliards en 1972. Les recettes nettes en devises au titre des transports maritimes ont progressé de KRN 1,8 milliard, tandis que le solde débiteur du poste «Versements d'intérêts et transferts» a accusé un élargissement de KRN 0,4 milliard environ, imputable à l'accroissement de l'endettement extérieur à long terme du secteur privé et du montant des transferts officiels.

Les entrées nettes de capitaux à long terme ont vivement progressé du fait des ressources collectées pour financer les transports maritimes et l'exploitation pétrolière; elles ont atteint au total KRN 4,8 milliards, contre KRN 1,9 milliard en 1972, de sorte que le solde actif de la balance de base s'est établi à KRN 2,9 milliards, contre KRN 1,5 milliard en 1972. On note en revanche une augmentation des sorties nettes de capitaux à court terme (y compris les erreurs et omissions) qui ont atteint au total KRN 1,1 milliard, de sorte que la balance générale s'est soldée par un surplus de KRN 1,8 milliard, soit KRN 1 milliard de plus que l'année précédente.

Pendant les quatre premiers mois de 1974, le déficit de la balance commerciale a continué de s'aggraver, atteignant KRN 4,3 milliards, contre KRN 2,5 milliards pendant la période correspondante de 1973; les importations ont augmenté de près de moitié, tandis que la progression des exportations a été d'un tiers environ.

Suède. Le large excédent dégagé l'an dernier par la balance générale des paiements a eu pour cause essentielle l'amélioration de la balance commerciale, qui s'est soldée par KRS 6,6 milliards de recettes nettes, soit plus du double du chiffre de 1972. Ce résultat a été dû à l'expansion très rapide des exportations, qui ont progressé de 16% en volume et de 27% en valeur – soit trois fois plus qu'en 1972. En raison de l'existence de capacités productives disponibles pendant une grande partie de l'année 1973, de l'expansion modérée de la demande intérieure et du fait que les chefs d'entreprise se sont montrés disposés à laisser leurs stocks se dégarnir, l'excédent du commerce extérieur est entré l'an dernier pour les deux tiers dans l'accroissement du P.N.B.

Les exportations ont surtout progressé en volume pendant le premier semestre de l'année et en valeur unitaire pendant le second. La performance en valeur la plus remarquable a été celle des ventes de navires et de produits de l'industrie du bois, qui se sont accrues de près de 50%. Les achats à l'étranger ont augmenté de 21% en valeur et de 7,5% en volume. Dans le cas des biens de consommation, l'expansion a été freinée par le peu de vigueur de la demande et par l'allégement des stocks accumulés en 1972. Comme dans le cas des exportations, le secteur le plus dynamique a été celui des navires, dont les achats ont augmenté en valeur de près de moitié.

Malgré un accroissement des décaissements nets au titre des transferts, le déficit des transactions invisibles s'est contracté de KRS 0,2 milliard en raison d'une nouvelle augmentation des recettes nettes provenant des transports maritimes et d'une réduction des sorties nettes au titre du tourisme. L'excédent des opérations courantes a ainsi atteint KRS 4,9 milliards, contre KRS 1,3 milliard en 1972.

La balance des mouvements de capitaux identifiés a été à peu près en équilibre l'an dernier, après s'être soldée par KRS 1,2 milliard d'entrées nettes en 1972. Les recettes nettes à long terme ont baissé de moitié, tombant à KRS 0,4 milliard, tandis que les flux de ressources à court terme sont devenus déficitaires, enregistrant un renversement d'une ampleur de KRS 0,8 milliard. Cette évolution semble refléter l'aisance monétaire qui a régné en Suède l'an dernier, à une époque où la situation était nettement tendue sur les principaux marchés étrangers et internationaux.

L'excédent de la balance générale, compte tenu des ajustements comptables, s'est élevé à KRS 5,6 milliards, soit KRS 2,9 milliards de plus qu'en 1972.

Portugal. L'accroissement de ESC 0,8 milliard de l'excédent de la balance générale a été dû principalement à une contraction des sorties nettes identifiées de capitaux à court terme, compensée en partie seulement par un renversement du poste « Erreurs et omissions », devenu déficitaire.

Le surplus des transactions courantes a été, avec ESC 13,3 milliards, à peu près le même qu'en 1972, l'aggravation du déficit commercial ayant été contrebalancée par une progression de l'excédent des transactions invisibles. Les exportations ont augmenté de ESC 10,5 milliards, mais les importations se sont accrues de ESC 12,1 milliards. La progression des exportations a porté sur un vaste ensemble de produits parmi lesquels on relève en premier lieu les machines et le matériel de transport (avec une augmentation de près de 50%), suivis par les produits de l'industrie du bois (plus de 30%). La recrudescence des importations a trait en premier lieu aux produits agricoles, textiles et chimiques, dont les achats se sont dans chaque cas accrues de plus de 30%. Par contre, l'augmentation n'a pas dépassé 15% pour les machines et le matériel de transport. L'élargissement du déficit de la balance commerciale, imputable en totalité aux transactions avec les pays extérieurs à la zone escudo, aurait été encore plus marqué sans le surplus des échanges avec les provinces d'outre-mer, qui a atteint ESC 4,1 milliards, soit presque le double de celui de 1972.

Les recettes nettes au titre des transferts du secteur privé, consistant essentiellement en envois de fonds des émigrés, ont augmenté de ESC 3,3 milliards. Les transactions officielles avec les provinces d'outre-mer se sont en revanche traduites par une aggravation de ESC 2 milliards des décaissements nets. Au total, les recettes invisibles nettes ont enregistré un gain de ESC 1,7 milliard. Comme le déficit des mouvements de capitaux à long terme n'a guère varié au cours de l'année, l'excédent de ESC 9,8 milliards de la balance de base est resté du même ordre qu'en 1972.

Espagne. L'expansion de l'économie interne se poursuivant à un rythme rapide, l'excédent des opérations courantes s'est contracté de PTA 10,5 milliards l'an dernier, pour atteindre au total PTA 32,3 milliards. La balance commerciale a en effet subi une

Portugal et Espagne: Balances des paiements.

Pays et années	Commerce extérieur (f.o.b.)			Services et transferts	Balance des opérations courantes	Mouvements de capitaux en chiffres nets ¹	Balance générale ²
	Exportations	Importations	Balance				
Portugal³ (en milliards d'escudos)							
1971	29,2	46,3	- 18,1	+ 23,1	+ 5,0	+ 2,7	+ 7,7
1972	36,9	53,1	- 16,2	+ 29,4	+ 13,2	- 5,6	+ 7,6
1973	47,4	65,2	- 17,8	+ 31,1	+ 13,3	- 4,9	+ 8,4
Espagne (en milliards de pesetas)							
1971	208,5	320,4	- 111,9	+ 171,8	+ 59,9	+ 28,2	+ 88,1
1972	245,8	391,1	- 145,3	+ 188,1	+ 42,8	+ 53,5	+ 96,3
1973	313,5	519,2	- 205,7	+ 238,0	+ 32,3	+ 58,2	+ 90,5

¹ Y compris les erreurs et omissions. ² Allocations de D.T.S. non comprises. ³ Balance des paiements entre le Portugal (métropole) et le reste du monde; les opérations avec la zone escudo sont calculées sur la base des règlements.

sérieuse détérioration, partiellement compensée toutefois par la forte progression des recettes nettes provenant des transactions invisibles.

Le déficit commercial s'est accru en 1973 de PTA 60,4 milliards pour atteindre PTA 205,7 milliards. Les importations ont progressé d'un tiers, et se sont fortement développées pendant le second semestre, au cours duquel l'économie a donné des signes de surchauffe; cette expansion des achats a porté sur un large éventail de marchandises. Le taux de croissance des exportations s'est également accéléré, dépassant 25%. Les gains en pourcentage les plus spectaculaires ont été enregistrés par le matériel de transport (navires non compris) et les produits sidérurgiques. Les exportations de navires et de chaussures, les unes et les autres en progrès de près de moitié en 1972, ont légèrement fléchi l'an dernier.

Les recettes nettes provenant des services se sont élevées à PTA 156 milliards, contre PTA 132 milliards en 1972. L'amélioration a été entièrement due au tourisme: si l'accroissement du nombre des voyageurs étrangers a été plus faible qu'en 1972, on a constaté une progression des dépenses par touriste. L'augmentation de PTA 26,1 milliards du surplus dégagé par les transferts s'explique par un phénomène analogue. En effet, malgré une réduction nette du nombre des émigrés, les envois de fonds ont marqué un gonflement de PTA 14,3 milliards, imputable à la fois aux augmentations de salaires dans les pays d'accueil et à la hausse des cours du change des monnaies de ces pays à l'égard de la peseta (il convient de rappeler que plus des quatre-cinquièmes des émigrants espagnols travaillent en France, en Allemagne fédérale et en Suisse).

La balance des opérations en capital à long terme s'est soldée par des apports nets d'un montant de PTA 44,5 milliards, soit PTA 14,7 milliards de moins qu'en 1972. Au cours des deux années, mais particulièrement en 1973, la majeure partie de l'excédent a résulté d'investissements directs et de placements immobiliers. Le fléchissement enregistré en 1973 a été largement compensé par un changement de sens, d'une ampleur de PTA 19,4 milliards, du solde des mouvements de capitaux à court terme (y compris les erreurs et omissions), qui est devenu positif. La balance générale des paiements a fait ainsi apparaître un excédent de PTA 90,5 milliards, contre PTA 96,3 milliards en 1972.

Au cours du premier trimestre de 1974, le commerce extérieur de l'Espagne a été déficitaire à concurrence de PTA 95 milliards, soit près du double de la période correspondante de 1973: les exportations se sont accrues de 20% environ, mais les achats à l'étranger ont enregistré une progression de près de 50%.

Grèce. Après s'être soldée en 1972 par un excédent de \$0,5 milliard, la balance générale a été à peu près en équilibre l'an dernier. D'après les statistiques des paiements extérieurs, qui sont établies sur la base des règlements, ce résultat provient de l'aggravation de \$1,2 milliard du déficit commercial, compensée en partie seulement par l'amélioration des recettes nettes au titre des transactions invisibles (+\$0,4 milliard) et des mouvements de capitaux (+\$0,3 milliard).

La forte progression de la demande intérieure pendant la majeure partie de 1973, à la suite d'une longue période d'expansion soutenue, a amené de nombreux secteurs

de l'économie à la limite de leur capacité. Pour cette raison, et à cause de la forte accélération de l'inflation, en Grèce comme à l'étranger — qui s'est traduite par une plus forte propension à dépenser et par une sensible accélération du mouvement de reconstitution des stocks — les règlements d'importations de marchandises ont accusé l'an dernier un gonflement de près de 70%, dû en grande partie à l'accroissement du volume des achats. Les données disponibles en matière de paiements font ressortir une augmentation considérable de \$0,5 milliard des importations de denrées alimentaires, dont le total a atteint \$0,8 milliard; cette évolution est imputable à la libéralisation des achats à l'étranger de produits alimentaires et à la stagnation de la production agricole nationale. Les importations de biens d'équipement sont également montées en flèche — passant de \$0,6 milliard à \$1,1 milliard. Les exportations visibles ont progressé de près de moitié; en particulier, les ventes de coton brut et de textiles ont presque doublé. L'expansion a été particulièrement prononcée au second semestre, lorsque les répercussions de la politique restrictive ont commencé à se faire sentir sur la demande interne et qu'il a été possible de consacrer un volume proportionnellement plus grand de ressources à l'exportation.

L'accroissement des recettes invisibles nettes s'explique pour une moitié environ par l'augmentation de \$0,2 milliard des envois de fonds des émigrés, qui ont atteint en 1973 un total de \$0,7 milliard et, pour l'autre moitié, à peu près à égalité par un excédent accru au titre des transports d'une part et du tourisme d'autre part.

Les entrées nettes de capitaux ont atteint \$1,2 milliard, contre \$0,9 milliard en 1972. Cette progression traduit principalement un recours plus large du secteur public et des entreprises nationales à l'emprunt à l'étranger.

Turquie. Les recettes invisibles ayant presque doublé, principalement grâce aux envois de fonds des travailleurs émigrés, la balance des paiements courants, qui avait enregistré un léger déficit en 1972, s'est soldée l'an dernier par un excédent de \$500 millions. Ce renversement s'est toutefois accompagné d'une diminution de \$365 millions des entrées nettes de capitaux, qui ont atteint au total \$190 millions. Le surplus de la balance générale (mesuré par la variation des réserves officielles) s'est ainsi établi à \$690 millions, en augmentation de \$145 millions par rapport à 1972.

Le déficit du commerce extérieur a atteint \$780 millions, contre \$680 millions l'année d'avant, bien qu'en valeur relative les exportations aient progressé de moitié et les importations d'un tiers. En ce qui concerne les ventes à l'étranger, le secteur le plus dynamique (avec une expansion des deux tiers environ) a été celui des produits industriels, les livraisons de produits agricoles ayant été affectées, dans une certaine mesure, par les restrictions imposées en septembre 1973 pour freiner l'inflation des prix intérieurs. Auparavant, en mars 1973, les importations avaient été assujetties à des limitations temporaires. En ce qui concerne les transactions invisibles, l'excédent laissé par les envois de fonds des travailleurs émigrés a atteint \$1.180 millions, soit \$440 millions de plus qu'en 1972. Les recettes nettes au titre du tourisme ont également poursuivi leur progression, mais elles ne s'élèvent encore qu'à \$80 millions.

Pendant le premier trimestre de 1974, les exportations comme les importations ont dépassé de plus de 50% le niveau de la période correspondante de 1973. Le déficit

Pays méditerranéens: Balances des paiements.

Pays	Années	Commerce extérieur			Services et transferts	Balance des opérations courantes	Mouvements de capitaux en chiffres nets ¹	Balance générale ²
		Exportations (f.o.b.)	Importations (c.a.f.)	Balance				
en millions de dollars E. U.								
Grèce ³	1971	625	1.945	- 1.320	+ 980	- 340	+ 525	+ 185
	1972	635	2.440	- 1.605	+ 1.200	- 405	+ 905	+ 500
	1973	1.230	4.045	- 2.815	+ 1.625	- 1.190	+ 1.180	- 10
Turquie	1971	675	1.170	- 495	+ 385	- 110	+ 435	+ 325 ⁴
	1972	885	1.585	- 680	+ 670	- 10	+ 555	+ 545 ⁴
	1973	1.320	2.100	- 780	+ 1.280	+ 500	+ 190	+ 690 ⁴
Yougoslavie	1971	1.815	3.250	- 1.435	+ 1.080	- 355	+ 130	- 225
	1972	2.240	3.230	- 990	+ 1.410	+ 420	- 10	+ 410
	1973	2.925	4.400	- 1.575	+ 2.010	+ 435	+ 325	+ 760

¹ Y compris les erreurs et omissions. ² Allocations de D.T.S. non comprises. ³ Balance des paiements sur la base des règlements. ⁴ Correspond à la variation des réserves officielles.

croissant du commerce extérieur a toutefois continué d'être compensé par la progression soutenue des envois de fonds des travailleurs émigrés.

Yougoslavie. L'excédent de la balance des paiements courants s'est légèrement accru en 1973, pour atteindre \$435 millions. Cette évolution traduit une forte progression des recettes nettes au titre des transactions invisibles, qui a largement compensé l'aggravation du déficit du commerce extérieur. D'autre part, en raison d'emprunts à long terme d'un montant élevé, qui n'ont été contrebalancés qu'en partie par des sorties de fonds à court terme, on a enregistré des entrées nettes de capitaux d'un montant de \$325 millions, alors que l'année 1972 avait été marquée par des décaissements nets d'un faible montant. La balance générale des paiements s'est soldée, par conséquent, par un excédent de \$760 millions, contre \$410 millions en 1972.

Les importations ont augmenté de \$1.165 millions, soit de plus d'un tiers, par suite de la politique plus libérale suivie dans ce domaine et en raison d'une plus grande facilité d'obtention des devises, malgré une certaine atonie de la demande interne et la forte dépréciation subie par le dinar depuis 1971. Tous les grands secteurs ont été touchés dans des proportions identiques. On relève une expansion particulièrement marquée des achats aux pays en voie de développement et à l'U.R.S.S. Les ventes à l'étranger ont été en progrès de \$585 millions, soit de 25% environ. Les secteurs les plus dynamiques ont été ceux des matières premières et des produits semi-ouvrés, les progressions les plus fortes ayant été réalisées dans les transactions avec les pays en voie de développement, l'Italie et les Etats-Unis. Vu la place importante tenue par les produits agricoles et par les matières premières dans les exportations yougoslaves, les termes de l'échange se sont bien maintenus l'an dernier, les prix à l'importation s'étant relevés d'environ 15% et les prix à l'exportation d'un pourcentage légèrement supérieur. Au total, le déficit du commerce extérieur a été de \$1.575 millions l'an dernier, contre \$990 millions en 1972.

Pendant le premier trimestre de 1974, exportations et importations se sont accrues à un rythme extrêmement élevé, dépassant des deux tiers environ le niveau du trimestre correspondant de 1973; en valeur, les progressions ont été respectivement de \$360 millions et de \$690 millions. Le déficit commercial s'est élevé à \$730 millions, contre \$400 millions et \$210 millions respectivement pour les périodes correspondantes de 1973 et de 1972.

L'excédent au titre des transactions invisibles s'est élevé à \$2.010 millions en 1973, soit \$600 millions de plus qu'en 1972. Cette progression s'explique pour plus des deux tiers par un accroissement des envois de fonds des émigrés, qui ont atteint au total \$1.310 millions. Les recettes nettes au titre du tourisme ont augmenté de \$130 millions, principalement à cause de la progression du nombre des touristes étrangers.

Pays de l'Europe de l'Est. En 1973, le montant des importations s'est accru à un rythme largement supérieur à 15% dans la plupart des pays du Comecon. L'Union Soviétique a été le seul dont les importations aient progressé un peu moins qu'en 1972, année au cours de laquelle une mauvaise récolte avait provoqué un accroissement exceptionnel des achats de céréales à l'étranger. Le taux de croissance des exportations a été à peu près le même qu'en 1972 dans la plupart des pays, tandis qu'en Union Soviétique et en Roumanie, les ventes à l'étranger ont progressé beaucoup plus rapidement. Par suite de ces modifications, la balance commerciale s'est détériorée en Bulgarie, en Pologne, en République démocratique allemande et en Tchécoslovaquie, mais elle s'est améliorée en Union Soviétique, en Roumanie et en Hongrie.

Les échanges entre les différents pays à économie planifiée se sont apparemment moins développés qu'en 1972. A l'intérieur du total, il semble que les ventes de l'Union Soviétique aux pays du Comecon se soient redressées et que ses achats se soient ralentis. On constate néanmoins que, dans le commerce à l'intérieur de la zone, l'Union Soviétique est restée le principal importateur net, tandis que la République démocratique allemande, la Hongrie et la Tchécoslovaquie ont été de nouveau les

Europe de l'Est: Echanges commerciaux.

Pays	Exportations		Importations		Balance commerciale	
	1972	1973	1972	1973	1972	1973
	pourcentage de variation annuelle des montants exprimés en monnaie nationale*				en millions d'unités de monnaie nationale*	
Bulgarie	11,1	12,7	11,8	13,9	65	40
Hongrie	21,2	18,1	— 2,9	9,4	1.490	4.740
Pologne	17,1	17,2	21,4	31,1	— 1.480	— 4.464
République démocratique allemande	12,2	9,4	9,7	19,6	1.080	— 1.159
Roumanie	14,0	29,2	14,7	20,4	— 92	1.155
Tchécoslovaquie	8,3	12,9	7,1	15,8	1.678	997
U.R.S.S.	2,5	24,5	18,4	16,5	— 569	350

* Pour la Hongrie, la Pologne et la République démocratique allemande, en unités de compte utilisées dans le commerce extérieur.

principaux exportateurs nets. Ces positions commerciales nettes peuvent s'expliquer en partie par l'association de pays du Comecon à des entreprises communes d'exploitation des sources de matières premières et d'énergie en Union Soviétique.

La Banque internationale d'investissement, institution qui fait principalement appel aux ressources des gouvernements des pays du Comecon, a joué un rôle de plus en plus important dans le financement de ces projets communs d'investissement dans l'ensemble de la zone. Après trois ans d'activité, les encours de ses prêts se sont accrus de près de RBL 0,6 milliard, dont plus de la moitié a été accordée l'an dernier. Les activités de la Banque internationale pour la coopération économique, dont l'objet principal est de faciliter les règlements entre pays membres, se sont également développées rapidement. En 1973, le volume des règlements effectués par l'intermédiaire de cette institution s'est élevé à RBL 47,5 milliards et le total représenté par les « crédits de règlement » octroyés par la banque pour faire face à des fluctuations de paiements à court terme et par les « crédits à terme » qu'elle accorde pour des durées allant jusqu'à trois ans a atteint un niveau de RBL 3,8 milliards.

Les transactions des pays d'Europe de l'Est avec le reste du monde, notamment avec les pays industrialisés à économie de marché, ont connu l'an dernier une expansion supérieure à celle de leurs échanges réciproques. Les taux de croissance du commerce d'exportation comme d'importation avec les autres pays ont en général dépassé 20% et, dans la plupart des cas, les achats ont enregistré une plus forte progression que les ventes. L'augmentation la plus rapide a été celle des importations en provenance des pays industrialisés, et a porté surtout sur les biens d'équipement lourd et les produits de consommation très élaborés au point de vue technique. Les achats de denrées alimentaires, bien qu'ayant encore tenu une grande place, ont été comparativement moins importants qu'en 1972, année où il avait fallu recourir à l'étranger pour parer à de graves pénuries internes. Tous les pays ont enregistré de nouveau un déficit, généralement plus élevé que l'année précédente, dans leur commerce avec les pays industrialisés à économie de marché.

La balance commerciale du groupe des pays du Comecon qui, après avoir dégagé un excédent d'environ \$1 milliard en 1971, était devenue déficitaire en 1972 de plus de \$350 millions, a encore accusé un solde défavorable l'an dernier. Bien qu'incomplètes, les données dont on dispose permettent de penser que les importations nettes de la zone, en provenance du reste du monde, se sont élevées à plus de \$1 milliard. Cette évolution, qui est intervenue en dépit du revirement qui s'est opéré dans la balance globale de l'Union Soviétique, laquelle a fait apparaître un excédent, traduit, dans une large mesure, le recours croissant aux ressources extérieures pour favoriser le développement des économies internes. Les hausses de prix à l'étranger ont toutefois joué également un rôle dans cette évolution. Le déficit persistant à l'égard des pays industrialisés à économie de marché a été beaucoup plus élevé que le déficit global à l'égard du reste du monde; les importations nettes en provenance des pays industrialisés se sont élevées à plus de \$2 milliards en 1972 et se sont poursuivies en 1973, au point qu'elles dépassaient déjà ce montant pour la période janvier-septembre. Ces chiffres permettent de conclure que les pays d'Europe de l'Est sont devenus d'importants exportateurs nets à destination des pays non industrialisés. Les excédents à l'égard de ces pays auraient apparemment atteint un total supérieur à \$1,5 milliard

en 1972 et bien davantage en 1973, et ont probablement donné lieu à des octrois de crédit pour un montant appréciable.

Les ressources financières nécessaires pour couvrir les déficits à l'égard des pays industriels à économie de marché ont été obtenues en partie au moyen d'accords de coopération, dont il a été fait un plus large usage en 1973 que par le passé. Il importe toutefois davantage de noter que les pays du Comecon ont plus largement recouru aux marchés financiers des pays occidentaux ainsi qu'aux organismes de financement des exportations ou aux gouvernements des pays à économie de marché. On peut évaluer à environ \$1,7 milliard le montant net des emprunts effectués l'an dernier sur le seul marché des euro-monnaies, contre \$0,7 milliard en 1972. Le service de la dette ayant entraîné pour certains pays des charges de plus en plus lourdes, les gouvernements ont cherché à lier une part plus importante des emprunts effectués dans le cadre de projets déterminés à des accords prévoyant l'achat des biens qui seront produits grâce à la réalisation de ces projets.

IV. OR, RÉSERVES MONÉTAIRES ET CHANGES.

Or: production, marchés et réserves.

Pour la troisième année de suite, 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) a fléchi en 1973, pour se situer à 1.095 tonnes contre 1.175 tonnes l'année précédente, accusant ainsi une baisse de 15% par rapport au chiffre record atteint en 1970.

Sur le fléchissement total de 80 tonnes intervenu l'an dernier, 57 tonnes correspondent au recul, de 909 à 852 tonnes, de la production de l'Afrique du Sud. Le volume du minerai traité a été en 1973 supérieur de 4% à celui de l'année précédente mais, à la suite de la hausse des cours du métal, cette progression a été plus que compensée par une nouvelle diminution de 10% de la teneur moyenne en or du minerai extrait. Le prix moyen payé à l'industrie sud-africaine par once de métal s'est accru de R 25,32 pour atteindre R 65,16, tandis que les coûts de production progressaient de R 7,09 pour se situer à R 28,63. En conséquence, le bénéfice par once de fin a pratiquement doublé (de R 18,23 à R 36,53). Le renchérissement d'environ un tiers des coûts moyens d'extraction a lui-même été lié à la hausse des cours du métal car, mis à part la réduction de la teneur en or du minerai, il a été provoqué par l'octroi d'importantes améliorations de salaires.

En Afrique du Sud, les répercussions négatives de la progression des cours du métal jaune sur la teneur moyenne en or du minerai extrait se trouvent accentuées

Production d'or dans le monde.

Pays	1929	1940	1946	1953	1969	1970	1971	1972	1973
	en tonnes métriques								
Afrique du Sud . . .	323,9	436,9	371,0	371,4	979,0	1.000,4	976,3	908,7	852,3
Canada	60,0	165,9	88,5	126,1	79,2	74,9	70,3	64,7	59,9
Etats-Unis	64,0	151,4	49,0	60,9	53,9	54,2	46,5	44,4	36,7
Ghana	6,4	27,6	18,2	22,7	22,0	21,9	21,7	22,5	22,7
Philippines	5,1	34,9	—	14,9	17,8	18,7	19,8	18,7	18,2
Australie	13,3	51,1	25,6	33,4	21,7	19,4	20,9	23,4	18,0
Rhodésie	17,4	25,7	16,9	15,6	14,9	15,6	15,6	15,6	15,6
Japon	9,3	12,6	1,3	7,1	7,7	8,0	7,9	7,4	7,8
Colombie	4,3	19,7	13,6	13,6	6,8	6,3	5,9	5,9	6,5
Mexique	20,4	27,4	13,1	15,0	5,6	6,2	4,7	4,5	4,7
Zaire	4,9	17,4	10,3	11,5	5,5	5,5	5,4	4,3	3,6
Total	529,0	970,6	607,5	692,2	1.208,1	1.231,1	1.195,0	1.120,1	1.046,0
Autres pays	41,5	194,4	59,0	62,0	52,9	56,8	55,1	52,8	48,0
Estimation de la production mondiale*	570,5	1.165,0	666,5	754,2	1.261,0	1.287,9	1.250,1	1.172,9	1.094,0

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

à la fois par la politique des pouvoirs publics, qui veillent à ce que les ressources aurifères du pays soient exploitées au maximum, et par le barème progressif des impôts sur les bénéfices de l'activité minière. La montée du prix de l'or encourage la mise en exploitation de nouveaux gisements, de même que l'accroissement de la capacité de traitement des mines existantes; de ce fait, il est possible qu'à long terme la progression du tonnage du minerai extrait compense la réduction de la teneur moyenne en métal du minerai. Toutefois, étant donné l'ampleur de la récente hausse des cours de l'or et le délai nécessaire pour la mise en exploitation de nouveaux gisements, le recul de la production d'or d'Afrique du Sud risque de se poursuivre pendant un certain temps encore. De fait, la production se tenait, pendant les quatre premiers mois de 1974, à 10% au-dessous du niveau de l'année précédente.

Trois autres pays producteurs de métal jaune: Etats-Unis, Canada et Australie, ont enregistré en 1973 une baisse de leur production, de 8 tonnes, 5 tonnes et 5 tonnes respectivement. Dans le reste du monde occidental, le niveau de la production n'a guère varié.

Comme en 1972, le fléchissement de la production d'or du monde occidental a été plus qu'compensé par une augmentation du volume de métal commercialisé par les pays communistes. Les ventes de l'U.R.S.S. peuvent être estimées pour 1973 à 330 tonnes, chiffre qui est de loin le plus important depuis 1965. On peut par conséquent chiffrer à 1.425 tonnes le volume total de l'or neuf offert l'an dernier, en augmentation de quelque 4% par rapport à 1972. La progression du tonnage de métal jaune effectivement offert sur le marché a été beaucoup plus rapide: 185 tonnes environ, soit 14%. Cela s'explique par la diminution, estimée à quelque 40 tonnes en 1973, des encaisses officielles des pays occidentaux, succédant à un renforcement de 95 tonnes l'année précédente. L'Afrique du Sud a étoffé ses réserves officielles à concurrence de 35 tonnes seulement l'an dernier, contre 195 tonnes en 1972; ce renforcement des réserves sud-africaines en 1973 semble avoir été largement compensé par les ventes d'or auxquelles ont procédé les autres pays par prélèvement sur leurs stocks.

Origine et utilisation de l'or (estimations).

Rubriques	1969	1970	1971	1972	1973
	en tonnes métriques				
Production	1.280	1.290	1.250	1.175	1.095
Ventes des pays communistes (estimations)	5	50	90	200	330
Total	1.285	1.340	1.340	1.375	1.425
Variation des encaisses officielles des pays occidentaux	110	290	- 130	95	- 40
Ventes sur le marché libre*	1.155	1.050	1.470	1.280	1.465

* Chiffres résiduels.

L'augmentation de l'offre sur le marché n'a pas été suffisante pour faire face à la progression accentuée de la demande d'or aux fins d'investissement sans qu'il en résulte une hausse record du cours qui, dans le courant de l'année, est passé de \$65 à \$113 l'once. Cette ascension du prix du métal a toutefois, semble-t-il, mis un terme à l'utilisation de l'or pour la joaillerie et pour d'autres applications industrielles dans les pays développés et ralenti le flux net de métal à destination des régions où se pratique traditionnellement la thésaurisation, comme le Moyen-Orient et l'Extrême-Orient. En revanche, on a assisté à une vive recrudescence des achats d'or effectués pour compte japonais à des fins non monétaires à la suite de la levée, en avril 1973, des restrictions frappant les importations de métal jaune au Japon. Aux Etats-Unis, les demandes formulées en faveur des citoyens américains aux fins de les autoriser de nouveau à détenir librement de l'or ont amené les autorités à insérer dans la loi de septembre 1973 sur la modification de la parité une clause en vertu de laquelle cette détention serait permise lorsque et dans la mesure où le président déciderait qu'elle ne va pas à l'encontre de l'intérêt national.

En outre, la forte progression des cours du métal jaune a entraîné certains changements dans les dispositions relatives à l'or monétaire. Le 13 novembre 1973, le président du Federal Reserve Board a annoncé que les gouverneurs des banques centrales d'Allemagne fédérale, de Belgique, des Etats-Unis, d'Italie, des Pays-Bas, du Royaume-Uni et de Suisse mettaient fin à l'accord du 17 mars 1968 par lequel ils étaient convenus de s'abstenir de vendre de l'or sur le marché, ajoutant que, dans l'esprit des autorités américaines, les membres du F.M.I. restaient liés par l'article IV des statuts du Fonds, qui fait interdiction aux autorités monétaires d'acheter de l'or à un prix supérieur à la parité. Le 7 décembre, à la demande de l'Afrique du Sud, le F.M.I. a mis fin à l'accord du 30 décembre 1969 (cf. 40e Rapport annuel de la B.R.I., page 149) d'après lequel l'Afrique du Sud pouvait céder du métal au Fonds pour faire face à ses besoins courants en devises toutes les fois où le cours du marché tomberait à un niveau égal ou inférieur à l'équivalent de la parité, tandis qu'en contrepartie elle acceptait de se conformer à certaines obligations concernant la commercialisation de sa production d'or.

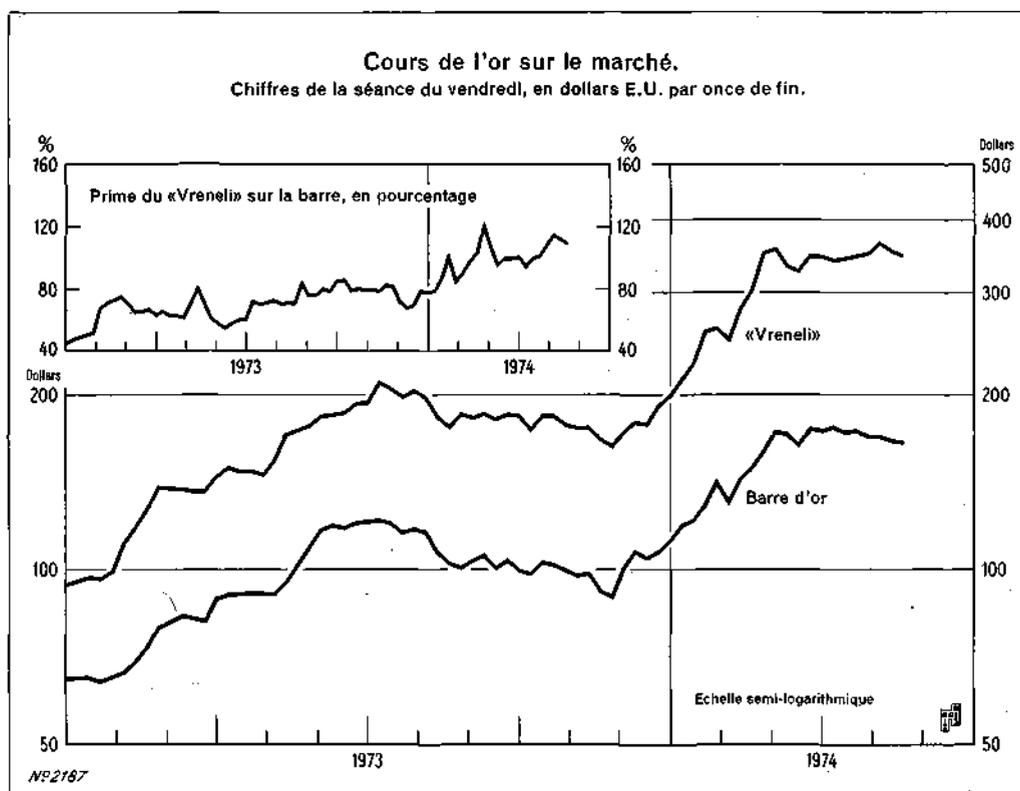
Le 23 avril 1974, les ministres des finances des neuf pays membres de la C.E.E. se sont déclarés favorables à l'idée d'autoriser de nouveau la mobilisation de leurs réserves officielles d'or. Ils ont envisagé des règlements en or entre banques centrales à un prix dérivé du marché et, dans certaines limites, des achats et des ventes officielles sur le marché libre.

Au cours de la période sous revue, le cours de l'or sur le marché libre a parfaitement rempli son rôle d'instrument de mesure du degré de perturbation économique dans le monde. L'importance sans précédent de l'agitation sur les marchés des changes et de l'inflation, de même que les incertitudes quant à l'évolution du prix des produits pétroliers ont, en février 1974, porté les cotations à un niveau qu'il n'était guère possible de prévoir au début de 1973.

En vérité, l'année 1973 avait débuté assez calmement, le cours de l'once d'or au fixing de Londres s'étant maintenu au voisinage de \$65 durant la majeure partie de janvier. Lors de la crise des changes de février, toutefois, les cotations se sont rapidement

redressées jusqu'au niveau record de près de \$90 l'once. Après être revenues aux environs de \$80 l'once à la mi-mars, elles ont repris leur progression sous l'influence des achats effectués pour compte japonais, touchant le palier de \$90 l'once à la fin du même mois. La fermeté de la demande durant ces deux mois apparaît à l'évidence si l'on considère que le mouvement de hausse est intervenu à une époque où l'approvisionnement du marché en or neuf, tant par l'Afrique du Sud que par l'U.R.S.S., atteignait un volume considérable. Cette situation s'est maintenue pendant le deuxième trimestre et, en avril comme au début de mai, les cours sont demeurés plutôt stables à près de \$90 l'once. La période de calme relatif sur les marchés des changes, qui avait aussi contribué à cette stabilisation, n'a cependant pas duré. Vers la mi-mai, le dollar a commencé à subir les assauts renouvelés de la spéculation, qui se sont poursuivis par à-coups jusqu'à la deuxième semaine de juillet. Pendant ces deux mois, le prix de l'or sur le marché est de nouveau monté en flèche pour s'établir au niveau record de \$127 l'once (soit le double du cours coté au début de l'année) dans les premiers jours de juin et également au commencement de juillet.

Par la suite, l'amélioration du climat sur le marché des changes et le redressement progressif du dollar ont amené une détente des cotations. A la fin de septembre, le cours était retombé aux environs de \$100 l'once et, en octobre et au début de novembre, il s'est situé la plupart du temps quelque peu en deçà de ce niveau. L'annonce, le 13 novembre, de la dénonciation de l'accord sur l'or conclu en 1968 entre les membres de l'ex-pool de l'or, a été apparemment interprété tout d'abord par le marché comme



l'indice de l'imminence de ventes, sur le marché libre, de métal provenant des réserves officielles et, pendant une séance de la seconde quinzaine de novembre, on a pu voir le cours tomber au-dessous de \$90. A ce moment, le prix de l'or sur le marché et le cours effectif de change du dollar étaient à peu près revenus au niveau où ils se tenaient avant la crise de mai-juillet.

A partir de ce moment, cependant, malgré le vif redressement du dollar pendant deux mois encore, le prix de l'or a recommencé presque immédiatement à monter. La raison essentielle de ce regain d'intérêt pour l'or s'explique par l'intensification des tensions inflationnistes dans le monde, qui a incité de façon croissante les investisseurs à se détourner des valeurs exprimées en termes nominaux au profit des actifs réels, et cela à une époque où le marché des titres à revenu variable subissait le contrecoup des incertitudes planant sur la situation pétrolière et du malaise politique qui régnait en général. Dans la seconde quinzaine de novembre, le niveau relativement peu élevé des cours du métal n'a pas tardé à attirer de nombreux acheteurs et, à la fin du mois, l'once atteignait de nouveau \$100 environ; en décembre, la perspective d'un changement d'attitude des autorités en matière d'or monétaire a déclenché une fois de plus une poussée des cours au-delà de \$110 l'once. Vers la fin du même mois, la nouvelle hausse massive des prix affichés du pétrole est venue renforcer les perspectives d'inflation, et l'éventualité de futurs achats officiels d'or par les pays exportateurs de pétrole a pris corps. Il en est résulté une accélération de la progression des cours du métal. A la suite de la décision des autorités françaises de laisser flotter le franc commercial et des appels lancés par certains milieux officiels en faveur d'un relèvement du prix de l'or applicable aux règlements entre banques centrales, le cours coté à Londres par opposition a, durant la séance mouvementée du 24 janvier, atteint \$141. Il a fléchi ensuite pendant une brève période avant de reprendre sa rapide ascension dans les premiers jours de février et, le 26 de ce mois, il battait un nouveau record à \$185, faisant ainsi plus que doubler en l'espace de trois mois. L'intérêt soulevé par l'or a, semble-t-il, reposé sur des bases très larges et, comme le prix des pièces a même augmenté plus vite que celui de la barre, on peut penser que les «petits» épargnants ont également été très actifs sur le marché. Plus important encore est peut-être le fait que, bien que les cours aient cessé de progresser à la fin de février, ils n'ont, depuis lors, amorcé aucun recul très prononcé. Vers la fin de mai, l'once cotait un peu plus de \$160.

Évalués en dollars courants, les stocks d'or officiel du monde occidental se sont gonflés de \$4,9 milliards en 1973, passant de \$44,9 milliards à \$49,8 milliards. Cette progression s'explique en totalité par la réévaluation de 11,1% du métal en termes de dollars. Sur la base de \$42,22 l'once, on estime que l'ensemble des avoirs officiels en or des pays occidentaux ont légèrement diminué l'an dernier, revenant de \$49.840 millions à \$49.795 millions. Le transfert à ses réserves de \$45 millions, auquel a procédé l'Afrique du Sud par prélèvement sur sa production courante, a été à peu près compensé par les ventes d'or monétaire effectuées sur le marché libre par d'autres pays. Les avoirs en or des institutions monétaires internationales se sont contractés de \$55 millions, ce fléchissement ayant été dû en grande partie à la liquidation du Fonds européen et à la rétrocession, aux ex-pays membres, de son encaisse métallique. La réduction de \$40 millions du stock d'or officiel de la Belgique a surtout reflété le remboursement, à la B.R.I., d'un prêt de métal jaune.

Réserves monétaires globales.

En 1973, et pour la quatrième année de suite, les réserves monétaires globales, exprimées en dollars E.U., se sont accrues à un rythme rapide. Le total des avoirs officiels de l'ensemble des pays en or, devises et droits de tirage spéciaux, ajouté à celui de leurs positions créditrices au F.M.I., a augmenté de \$24,4 milliards dans l'année, soit de 15% environ, contre \$25,8 milliards, soit tout près de 20%, en 1972. Le renforcement des réserves globales s'est produit en majeure partie pendant le premier trimestre, tandis que les trois derniers mois de l'année passée ont été marqués par une contraction.

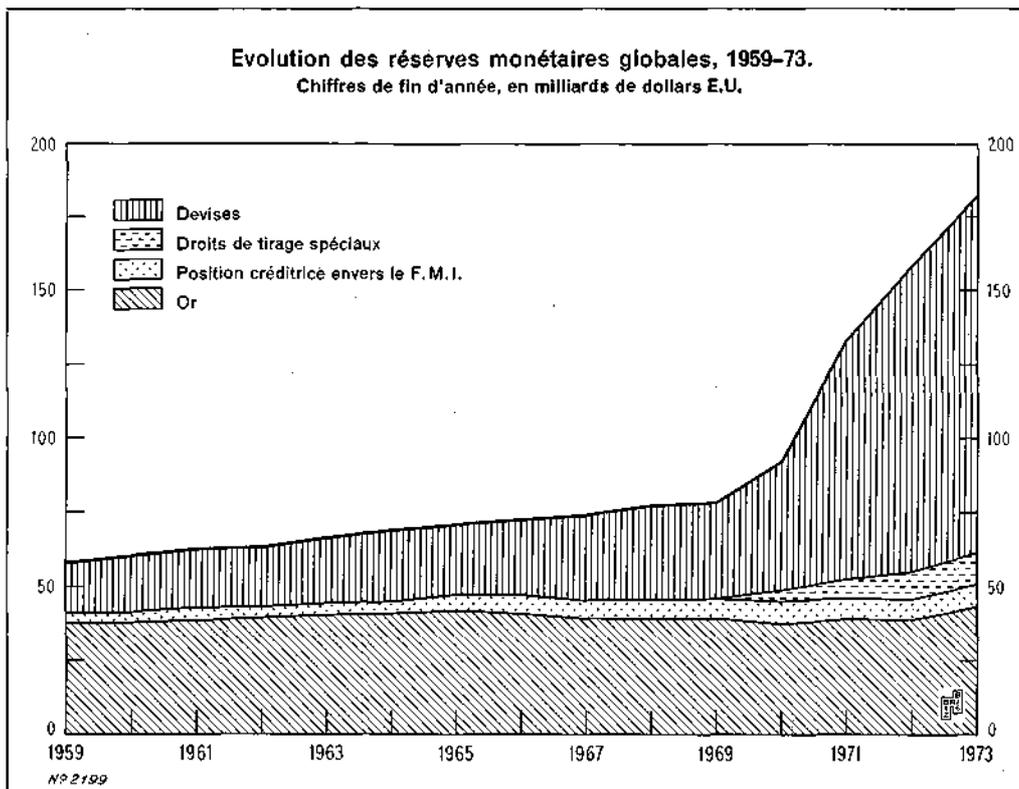
Contrairement à 1972, année au cours de laquelle l'accroissement global a résulté entièrement du renforcement des avoirs officiels en devises et de l'allocation annuelle de D.T.S., une fraction importante de la progression enregistrée l'an dernier a été imputable aux changements intervenus dans la valeur en dollars des actifs de réserve autres que les avoirs en monnaie américaine. Ainsi, la quasi-totalité de l'augmentation des avoirs en or, D.T.S. et positions créditrices au Fonds, qui s'est élevée à \$6,1 milliards, a été la conséquence de la réévaluation du prix officiel de l'or exprimé en dollars. En outre, une fraction du gonflement de \$18,3 milliards des réserves de change s'explique par la dépréciation du dollar par rapport aux principales autres monnaies. Bien que l'importance exacte de cette fraction ne soit pas connue, on peut l'évaluer à environ \$1,5 milliard. Tout compte fait, les modifications comptables ont, semble-t-il, représenté l'an dernier à peu près le tiers de l'augmentation du volume global des réserves monétaires.

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					
1971	+ 1.670	+ 26.095	- 840	+ 2.470	+ 29.395
1972	- 675	+ 7.380	- 80	+ 2.065	+ 8.690
1973	+ 3.490	+ 4.090	+ 105	+ 740	+ 8.425
Montants à fin 1973 . . .	34.900	61.720	5.020	7.610	109.250
Autres pays développés					
1971	+ 65	+ 5.395	+ 30	+ 270	+ 5.760
1972	+ 290	+ 7.650	+ 45	+ 400	+ 8.385
1973	+ 480	+ 3.645	+ 165	+ 155	+ 4.445
Montants à fin 1973 . . .	4.390	23.530	1.115	1.125	30.160
Pays en voie de développement					
1971	+ 215	+ 4.215	+ 10	+ 515	+ 4.955
1972	- 5	+ 8.210	- 45	+ 590	+ 8.750
1973	+ 345	+ 10.535	+ 355	+ 300	+ 11.535
Montants à fin 1973 . . .	3.840	36.625	1.305	1.890	43.660
Ensemble des pays					
1971	+ 1.950	+ 35.705	- 800	+ 3.255	+ 40.110
1972	- 390	+ 23.240	- 80	+ 3.055	+ 25.825
1973	+ 4.315	+ 18.270	+ 625	+ 1.195	+ 24.405
Montants à fin 1973 . . .	43.130	121.875	7.440	10.625	183.070

* Compte tenu des modifications comptables.

Abstraction faite de ces mouvements, la progression des réserves globales a donc été, l'an dernier, sensiblement moindre qu'en 1972. La raison doit en être recherchée dans l'amélioration de la balance des paiements des Etats-Unis. Calculé sur la base des règlements officiels, le déficit des paiements américains a fléchi de \$9,3 milliards à \$4 milliards entre 1972 et 1973 et, sur l'augmentation totale des avoirs de change, celle des créances en dollars détenues aux Etats-Unis pour le compte d'autorités étrangères n'a plus représenté que \$5,3 milliards en 1973, contre \$10,3 milliards un an auparavant. Les réserves en sterling détenues au Royaume-Uni ont marqué, sur l'ensemble de l'année, un recul de \$0,3 milliard, après avoir enregistré une vive progression au cours du premier semestre. Les avoirs officiels en deutsche marks conservés en Allemagne ont également diminué en termes de dollars, l'an dernier, de près de \$0,5 milliard. Au total, sur l'accroissement global de \$18,3 milliards des réserves de devises en 1973, un montant d'environ \$14 milliards ne peut faire l'objet d'aucune répartition précise ni par monnaies ni par pays dans lesquels ces fonds ont été placés. Il ne fait aucun doute que la plus grande partie de ce reliquat — peut-être quelque \$8 milliards à \$10 milliards — est, comme les années précédentes, allée grossir les avoirs officiels en dollars et en d'autres monnaies sur l'euro-marché. Au surplus, il n'est pas exclu que, durant l'année 1973, les autorités monétaires aient renforcé leurs avoirs sur les marchés nationaux en monnaies autres que le dollar, le deutsche mark et la livre sterling, et qu'elles aient effectué certains placements en valeurs à revenu fixe à échéance relativement lointaine, et peut-être même en actions, à l'aide de fonds comptabilisés comme réserves



de change. L'extension prise par ces éléments d'actif que l'on pourrait qualifier d'avoirs de change non traditionnels, en particulier les placements en euro-monnaies, a été essentiellement le fait de pays extérieurs au Groupe des Dix.

En ce qui concerne la répartition, entre les différents groupes de pays, de l'accroissement accusé l'an dernier par les réserves globales, la part des pays du Groupe des Dix est, avec 35%, restée la même qu'en 1972. Près de la moitié de ce pourcentage a eu son origine dans la réévaluation, en termes de dollars, du stock d'or et des créances sur le F.M.I. de ces pays. Leurs avoirs en devises, reflétant la réduction du déficit de la balance des paiements des Etats-Unis, se sont accrus à un rythme beaucoup plus lent qu'en 1972 (de \$4,1 milliards contre \$7,4 milliards). Les gains de réserves des autres pays développés au titre de 1973 n'ont guère été supérieurs, avec \$4,4 milliards, à la moitié du chiffre enregistré l'année précédente. Là encore s'est fait sentir l'influence de la diminution du déficit des paiements des Etats-Unis. Dans les pays en voie de développement, en revanche, la hausse des prix des matières premières a porté le gain total de réserves à \$11,5 milliards, soit près d'un tiers de plus qu'en 1972. Cette évolution a bien entendu contribué à accroître la part prise par les placements officiels sur l'euro-marché à l'expansion des réserves monétaires globales en 1973. Si l'on considère les variations des réserves dans les divers pays, ce sont l'Allemagne et les Pays-Bas qui, au sein du Groupe des Dix, ont enregistré les accroissements les plus marqués — \$9,4 milliards et \$1,8 milliard respectivement — suivis par la Belgique (\$1,2 milliard) et la Suède (\$1 milliard). Les avoirs du Royaume-Uni et de l'Italie se sont accrus de \$0,8 milliard et \$0,4 milliard. En revanche, ceux du Japon ont fléchi d'un tiers (—\$6,1 milliards), et ceux de la France se sont contractés de \$1,5 milliard. Dans le groupe des autres pays développés, c'est encore l'Espagne, dont les réserves se sont gonflées pour la deuxième année de suite de \$1,8 milliard, qui a accusé l'augmentation de loin la plus forte. La Turquie, la Yougoslavie et le Portugal ont également enregistré des gains substantiels de \$0,7 milliard, \$0,6 milliard et \$0,5 milliard respectivement.

La progression des réserves des nations en voie de développement ne s'est pas concentrée particulièrement sur les pays exportateurs de pétrole. En effet, la part de ces derniers dans l'augmentation globale accusée par le groupe, soit \$11,5 milliards, est ressortie à \$3,4 milliards, contre \$2,5 milliards sur une expansion totale de \$8,8 milliards en 1972. Dans les zones productrices de pétrole, le pays dont les réserves se sont le plus renforcées a été une fois de plus l'Arabie Saoudite (\$1,4 milliard), suivie de l'Irak et du Venezuela (\$0,7 milliard chacun). Par contre, les réserves de la Lybie ont diminué de \$0,8 milliard en 1973. En dehors du groupe des pays pétroliers, le Brésil, bénéficiant d'un afflux considérable et persistant de capitaux, a reçu plus du quart de l'ensemble des gains de réserves des autres pays en voie de développement, ce qui lui a permis d'accroître ses avoirs officiels de quelque \$2,2 milliards. Les \$5,9 milliards restants se sont répartis sur un très grand nombre d'autres Etats, en tête desquels vient l'Argentine (\$0,9 milliard), suivie par Israël (\$0,6 milliard), les Philippines (\$0,5 milliard) et la Malaisie (\$0,4 milliard).

Si l'on considère l'évolution intervenue au cours de l'année, on constate que l'accroissement des réserves globales s'est produit en majeure partie avant l'adoption quasi générale des taux de change flottants. C'est ainsi qu'au cours du premier

trimestre, les réserves globales ont progressé de \$20,5 milliards. Le lourd déficit des paiements extérieurs des Etats-Unis s'est accompagné d'un gonflement de près de \$10 milliards des avoirs en dollars détenus aux Etats-Unis pour le compte d'autorités étrangères; de plus, c'est pendant ce trimestre que les effets de la dévaluation du dollar sur l'or et les éléments de réserve autres que le dollar se sont principalement fait sentir. Après avoir encore augmenté aux deuxième et troisième trimestres, respectivement de \$4 milliards et \$4,6 milliards, les réserves globales ont fléchi de \$4,7 milliards pendant les trois derniers mois. Le groupe des pays en voie de développement a été le seul à continuer de renforcer ses réserves au cours de ce trimestre, avec un gain de \$2 milliards; dans les pays développés, l'ensemble des réserves a diminué de \$6,7 milliards, dont \$6,2 milliards au titre du Groupe des Dix. Le total des réserves des pays développés a encore baissé au premier trimestre de 1974 d'un peu plus de \$2 milliards; cette contraction a toutefois été largement compensée par la progression de quelque \$4,5 milliards des réserves des pays en voie de développement, de sorte que les réserves globales ont augmenté de \$2,4 milliards.

Fonds monétaire international.

Les opérations intervenues au compte général du Fonds en 1973 ont de nouveau revêtu une importance relativement modeste. Les tirages des pays membres se sont élevés à \$883 millions et les rachats à \$733 millions. Pour ce qui concerne les tirages, trois pays européens — la France, les Pays-Bas et la Roumanie — ont prélevé respectivement \$112 millions, \$253 millions et \$115 millions, soit \$480 millions, c'est-à-dire plus de la moitié du total; une fraction considérable du reste a été tirée par trois pays en voie de développement — l'Egypte, le Pakistan et les Philippines. Les rachats ont surtout été le fait de pays d'Asie, d'Amérique latine et du Moyen-Orient. Treize monnaies différentes ont été utilisées dans les tirages et quatorze pour les rachats. La principale monnaie dans laquelle ont été effectués les tirages a été le deutsche mark (\$390 millions), suivi par le franc français (\$99 millions), le yen (\$74 millions) et la couronne danoise (\$72 millions). Les rachats de monnaies ont porté en premier lieu sur le deutsche mark également (\$225 millions), puis sur le yen (\$102 millions), le dollar canadien (\$71 millions), le florin (\$71 millions) et le franc français (\$61 millions). La livre sterling et, pour la deuxième année de suite, le dollar des Etats-Unis, n'ont fait l'objet d'aucun tirage ni de rachat. Les tirages et les rachats de D.T.S. ont porté sur un montant de \$54 millions.

Aucune nouvelle distribution de D.T.S. n'a eu lieu au début de 1973 et, depuis, rien n'a été décidé en matière de nouvelles allocations. Par une décision ayant pris effet le 23 janvier 1974, le Conseil des gouverneurs du Fonds a autorisé la B.R.I. à détenir des D.T.S., ce qui signifie qu'un pays membre adhérent au système des D.T.S. peut acquérir des devises contre D.T.S. auprès de la B.R.I., à la condition que l'opération soit dénouée dans les six mois.

Afin de faciliter l'utilisation de D.T.S. dans des transactions conclues après accord entre les deux parties intéressées, le Conseil d'administration du Fonds a décidé, début novembre 1973, de permettre que ces transferts s'effectuent sur la base des parités déclarées ou des taux centraux des monnaies en cause. Auparavant, ils

devaient obligatoirement être exprimés en dollars des Etats-Unis, la référence à la parité étant appliquée pour les conversions de dollars en D.T.S., tandis que les conversions de dollars en d'autres monnaies avaient lieu aux cours du marché. Cette dernière procédure continue de s'appliquer pour toutes les autres transactions en D.T.S.

En chiffres bruts, les cessions de D.T.S. en 1973 se sont élevées à \$1.423 millions. Le facteur le plus important, et de loin, a été les transferts directs entre pays membres de la C.E.E., pour un montant de \$1.032 millions. Les avoirs en D.T.S. de la France et des Pays-Bas ont fléchi de \$ 613 millions et \$210 millions respectivement, alors que ceux de l'Allemagne et de la Belgique se sont accrus, pour la première de \$682 millions et, pour la seconde, de \$125 millions. Les avoirs du Fonds en D.T.S. se sont contractés de \$146 millions durant l'année. Les transferts effectués par le Fonds au profit des pays participants ont totalisé \$242 millions, dont \$210 millions destinés spécialement à reconstituer les avoirs d'un certain nombre de pays, tandis que les transferts des pays participants à destination du Fonds ont atteint \$96 millions.

Au cours du premier trimestre de 1974, on a assisté à une nouvelle progression, de \$80 millions, de l'utilisation nette des ressources du Fonds. Les tirages des pays membres se sont élevés à \$329 millions, dont \$85 millions par les Pays-Bas, \$75 millions par l'Inde et \$54 millions par la France; les rachats ont porté sur \$249 millions, dont \$133 millions ont été le fait des Etats-Unis. A la mi-avril, le Fonds a accordé à l'Italie un crédit de confirmation de \$1,2 milliard, correspondant à la quote-part de ce pays.

Mouvements monétaires.

Etats-Unis. Au cours de l'année 1973, un terme a enfin été mis à l'aggravation de la position monétaire des Etats-Unis envers l'étranger, et la tendance a commencé à se renverser. Au premier trimestre, l'évolution de la situation a été très défavorable, avec un déficit global de \$5,5 milliards et une dégradation de \$10 milliards de la position officielle nette. Le quatrième trimestre, en revanche, s'est soldé par un excédent global appréciable, de sorte que, sur l'ensemble de l'année, le déficit extérieur global a été ramené à \$3,4 milliards, contre \$12,6 milliards en 1972 et \$21,4 milliards en 1971.

Ce déficit de 1973 n'est pas très différent de la perte nette de réserves (\$4 milliards). On constate cependant qu'en cours d'année les mouvements monétaires du secteur non officiel ont fortement influencé l'évolution de la position officielle nette. C'est ainsi que l'énorme déficit des règlements officiels au premier trimestre a été dû pour près de moitié à une sortie nette de \$4,5 milliards par le canal du secteur bancaire. L'assaut porté au dollar en février-mars a entraîné une augmentation de \$2,7 milliards des prêts bancaires à court terme aux non-résidents, dont \$1,4 milliard pour le compte du Japon et \$0,6 milliard pour celui du Canada. En outre, les non-résidents autres que les organismes officiels ont prélevé sur leurs avoirs en dollars à concurrence de \$1,8 milliard, dont un tiers a été le fait des succursales à l'étranger des banques américaines.

Au cours des trois derniers trimestres de l'année, les entrées monétaires du secteur non officiel par l'intermédiaire du secteur bancaire ont fortement contribué

Etats-Unis: Mouvements monétaires avec l'étranger.

Postes	1972	Année entière	1er trimestre	1973			1974 1er trimestre
				2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
en millions de dollars (+ = accroissement des avoirs, diminution des engagements)							
Réserves	+ 985	+ 1.225	- 220	- 20	+ 15	+ 1.450	+ 210
dont:							
Or	+ 280	+ 1.165	-	-	-	+ 1.165	-
Avoirs en devises	- 35	- 235	- 235	-	-	-	-
Allocations de D.T.S.	+ 910	+ 275	-	-	-	+ 275	-
Transferts de D.T.S.	- 50	- 70	-	- 10	-	- 60	-
Tranche-or au F. M. I.	- 120	+ 90	+ 15	- 10	+ 15	+ 70	+ 210
Engagements envers des organismes officiels étrangers	- 10.310	- 5.250	- 9.790	+ 630	+ 925	+ 2.985	+ 1.255
dont:							
Engagements liquides	- 9.720	- 4.575	- 8.630	+ 1.085	+ 485	+ 2.485	+ 980
Engagements non liquides	- 590	- 675	- 1.160	- 455	+ 440	+ 500	+ 275
Position officielle nette	- 9.325	- 4.025	- 10.010	+ 610	+ 940	+ 4.435	+ 1.485
Créances à court terme sur l'étranger	+ 2.235	+ 5.050	+ 2.710	+ 435	- 80	+ 1.985	+ 4.945
Engagements liquides envers des institutions étrangères non offi- cielles et des particuliers non-résidents	- 4.775	- 4.435	+ 1.810	- 1.935	- 810	- 3.500	- 4.150
Position nette des banques	- 2.540	+ 615	+ 4.520	- 1.500	- 890	- 1.515	+ 795
Total, y compris les allocations de D.T.S.	- 11.865	- 3.410	- 5.490	- 890	+ 50	+ 2.920	+ 2.260
Total, à l'exclusion des allocations de D.T.S.	- 12.575	- 3.410	- 5.490	- 890	+ 50	+ 2.920	+ 2.260

Note: Dans ces chiffres, il est tenu compte de l'incidence de la dévaluation du dollar sur les réserves et sur les engagements officiels en devises.

au redressement de la situation des réserves nettes. Au deuxième trimestre, pendant lequel le dollar avait presque constamment cédé du terrain sur les marchés des changes, le fléchissement noté le trimestre précédent dans les balances dollars des non-résidents du secteur privé avait déjà été largement compensé par un mouvement en sens opposé. Et lorsqu'au dernier trimestre le dollar s'est fortement redressé par rapport à la quasi-totalité des autres grandes monnaies, ces balances ont encore progressé de \$3,5 milliards.

La détérioration de \$4 milliards de la position officielle nette en 1973 s'explique, et au-delà, par l'accroissement de \$5,3 milliards des engagements envers des organismes officiels étrangers. Ce mouvement a été en partie compensé par la progression de \$1,2 milliard des réserves monétaires qui correspond grosso modo à l'incidence de la réévaluation de 11,1% en octobre 1973 de l'encaisse-or et des créances sur le F.M.I. rattachées à l'or. Malgré le raffermissement du dollar pendant les quatre derniers mois de l'année, il y a eu peu de progrès dans la réduction de l'endettement

du Système de Réserve fédérale, sous forme de crédits croisés, dont l'encours est revenu de \$1,6 milliard à \$1,4 milliard, du fait en grande partie de remboursements à la Banque Nationale de Belgique.

Pendant le premier trimestre de 1974, l'excédent des règlements officiels est retombé à \$1,5 milliard. Ce fléchissement est lié sans aucun doute à l'affaiblissement du dollar, qui a eu principalement son origine dans l'expansion de \$4,9 milliards des prêts bancaires à court terme aux non-résidents. Ce développement des concours bancaires, qui est intervenu presque exclusivement en février et en mars, à la suite de la suppression, fin janvier, des mesures de contrôle, a toutefois été compensé dans une très large mesure par une augmentation de \$4,2 milliards des avoirs des non-résidents du secteur privé auprès des banques américaines, de sorte qu'en fin de compte, les mouvements monétaires du secteur non officiel se sont soldés par une sortie nette de \$0,8 milliard seulement.

Royaume-Uni. En dépit d'un déficit de \$1,7 milliard de la balance de base, la position monétaire extérieure du Royaume-Uni s'est améliorée de \$1,1 milliard en 1973, dont \$0,8 milliard sont venus renforcer les réserves. L'écart dans l'évolution de ces deux postes a été principalement comblé par les emprunts à moyen et long terme effectués sur le marché de l'euro-dollar par diverses entreprises publiques pour un montant total de \$2,5 milliards, les risques de change étant supportés par le gouvernement. En outre, le renforcement des réserves exprimées en dollars s'explique pour un cinquième par la réévaluation de l'encaisse-or et des créances sur le F.M.I. rattachées à l'or.

Les réserves ont subi des fluctuations assez prononcées en cours d'année, un renforcement de \$1,4 milliard (compte tenu de l'incidence de \$0,2 milliard de la réévaluation comptable) pendant les six premiers mois ayant été suivi par un recul de \$0,6 milliard au troisième trimestre. Ces variations sont liées en partie aux flux bancaires qui, pour l'ensemble de l'année, ne se sont toutefois traduits que par \$0,3 milliard de sorties nettes. Au premier trimestre, des entrées nettes de \$0,2 milliard par le canal des banques expliquent en totalité l'accroissement des réserves, compte non tenu de l'incidence de la réévaluation, les avoirs en livres des pays de la zone sterling ayant progressé, pour des raisons en partie saisonnières, de \$0,4 milliard. Au deuxième trimestre, pendant lequel le renforcement des réserves a résulté principalement d'emprunts à plus long terme sur le marché de l'euro-dollar à concurrence de \$0,7 milliard, on a également noté un nouvel accroissement de \$0,2 milliard des entrées bancaires. Par suite de la faiblesse du dollar et du niveau élevé des taux d'intérêt au Royaume-Uni, les balances sterling des pays extérieurs à la zone sterling ont augmenté de \$0,6 milliard, ce mouvement ayant été en partie compensé par un renforcement des prêts des banques à des non-résidents.

Au troisième trimestre, en dépit de nouvelles ressources collectées par le secteur public sur l'euro-marché pour un montant de \$0,9 milliard, les réserves ont baissé de \$0,6 milliard, le principal responsable en étant le renversement brutal du précédent mouvement d'entrées de fonds bancaires. En particulier, les balances sterling ont accusé un fléchissement de \$1 milliard, dont \$0,8 milliard au titre des autres pays de la zone, en conséquence notamment du mouvement de défiance engendré à la fois par la

Royaume-Uni: Mouvements monétaires avec l'étranger.

Postes	1972	Année entière ¹	1er trimestre ²	1973		
	en millions de dollars E.U. (+ = augmentation des avoirs ou diminution des engagements)					
			2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
Financement officiel						
Réserves d'or et de devises	- 1.080	+ 750	+ 305	+ 980	- 630	+ 95
Allocations de D.T.S. . .	+ 325	+ 120	+ 120	-	-	-
Transferts de D.T.S. . . .	- 310	- 55	- 50	- 5	-	-
F.M.I.	+ 690	+ 15	+ 15	-	-	-
Autres autorités moné- taires	- 2.330	-	-	-	-	-
Total	- 2.705	+ 830	+ 390	+ 975	- 630	+ 95
Autres mouvements monétaires						
Balances sterling (chiffres bruts) des détenteurs des autres pays de la zone sterling:						
détenteurs officiels . .	- 820	+ 95	- 510	+ 65	+ 715	- 175
détenteurs privés . . .	+ 395	+ 560	+ 95	+ 110	+ 100	+ 255
des détenteurs des autres pays:						
détenteurs officiels ² .	+ 95	- 410	+ 20	- 290	+ 145	- 285
détenteurs privés . . .	- 140	- 495	- 5	- 310	+ 85	- 265
Créances en sterling des banques britanniques ³ . .	+ 810	+ 320	- 300	+ 305	+ 275	+ 40
Opérations en devises des banques britanniques ⁴ . .	+ 675	+ 205	+ 460	- 120	+ 130	- 265
Total	+ 1.015	+ 275	- 240	- 240	+ 1.450	- 695
Balance générale . .	- 1.690	+ 1.105	+ 150	+ 735	+ 820	- 600
Balance générale, à l'exclusion des allocations de D.T.S.	- 2.015	+ 1.105	+ 150	+ 735	+ 820	- 600

¹ Y compris l'incidence sur l'encaisse-or, les avoirs en D.T.S. et la position au F.M.I. de la dévaluation du dollar.
² Y compris les réserves en sterling des organismes internationaux autres que le F.M.I. ³ Non compris les crédits à l'exportation. ⁴ Non compris les crédits commerciaux et les emprunts en devises contractés à Londres par des résidents britanniques pour financer des investissements à l'étranger, ainsi que les emprunts en devises des banques britanniques destinés à financer les prêts au secteur public; y compris les opérations (en chiffres nets) des banques britanniques en monnaies des autres pays de la zone sterling.

détérioration continue de la balance des paiements et par l'incertitude qui planait sur l'avenir des garanties - qui devaient expirer en septembre - dont sont assorties les réserves en sterling de la plupart de ces pays. En fait, il fut annoncé, le 6 septembre, que ces garanties seraient prorogées pour une durée de six mois à un taux de change légèrement supérieur à \$2,42. Au quatrième trimestre, on a alors assisté à un revirement partiel des sorties précédentes, avec des entrées nettes de \$0,7 milliard de fonds bancaires. Le montant total des balances des pays de la zone sterling n'a pas augmenté pendant le trimestre. En revanche, la vive progression des taux d'intérêt au Royaume-Uni

en novembre et en décembre a provoqué le gonflement de \$0,6 milliard des avoirs des pays extérieurs à la zone sterling.

Pendant les quatre premiers mois de 1974, les emprunts du secteur public sur le marché de l'euro-dollar ont atteint \$1,5 milliard; de ce fait les réserves se sont accrues de \$0,5 milliard.

Allemagne fédérale. Après s'être considérablement développés pendant trois années de suite, les avoirs monétaires de l'Allemagne fédérale ont encore marqué une vive progression en 1973, du fait essentiellement de l'énorme afflux de devises pendant la crise monétaire de février-mars 1973. Les avoirs officiels nets se sont accrus de \$9,7 milliards, soit de plus de 40%. Ce gonflement a pris essentiellement la forme d'un renforcement de \$7,8 milliards des avoirs en devises. Par ailleurs, les avoirs en D.T.S. ont crû d'un montant de \$0,8 milliard, auquel il faut ajouter \$0,7 milliard du fait de la réévaluation, en termes de dollars, de l'encaisse-or et des créances sur le F.M.I. rattachées à l'or. C'est en juillet 1973 que les avoirs monétaires extérieurs des autorités allemandes ont atteint le niveau le plus élevé, soit un peu plus de \$35 milliards, ce qui représente un accroissement de 80% depuis l'Accord de Washington et de 450% depuis la fin de 1969.

La croissance des réserves en 1973 s'est accompagnée de sorties nettes de \$2,1 milliards par le canal du système bancaire, de sorte que la position monétaire globale envers l'extérieur s'est améliorée de \$11,8 milliards. A noter toutefois qu'en cours d'année, la position extérieure nette des banques a subi un certain nombre de fluctuations importantes.

Après des sorties saisonnières de \$1,8 milliard en janvier on a assisté, en février et en mars, à des entrées nettes de fonds bancaires deux fois plus importantes, résultant essentiellement d'un renforcement des avoirs en deutsche marks des non-résidents — de sorte que, pour l'ensemble du premier trimestre, le secteur bancaire a contribué à raison d'un quart environ à l'augmentation de \$7,9 milliards des réserves. Sur cette somme, un montant de \$1,4 milliard correspond en outre à la progression du solde créditeur en deutsche marks des autorités monétaires étrangères auprès de la Bundesbank. Au deuxième trimestre, on a enregistré des sorties nettes de \$2,1 milliards par l'intermédiaire des banques, qui ont compensé ainsi pour plus de la moitié les entrées de février-mars; les non-résidents ont certes quelque peu réduit leurs avoirs en deutsche marks, mais l'essentiel de ces sorties a résulté d'une forte augmentation du volume des créances extérieures des banques. D'autre part, les avoirs en deutsche marks d'autorités étrangères auprès de la Bundesbank ont fléchi de \$1,1 milliard.

Au troisième trimestre — marqué par les troubles monétaires de juillet et de septembre — la position extérieure des banques n'a connu que de faibles variations, les entrées enregistrées pendant ces deux mois ayant été dans une large mesure compensées par des sorties en août. Puis, en octobre et en novembre, un reflux considérable s'est produit par le canal bancaire pour un total de \$3,3 milliards, par suite de l'affaiblissement du deutsche mark et du raffermissement du dollar sur le marché des changes. En raison cependant de la vigueur de la balance de base des paiements, les avoirs officiels nets n'ont fléchi que de \$1,2 milliard pendant ces deux mois. Ainsi,

malgré trois périodes de l'année caractérisées par des entrées bancaires et un afflux de \$1,1 milliard en décembre lié à des opérations de fin d'année, les flux de capitaux à travers le système bancaire ont au total, durant l'année 1973, entraîné une forte réduction de l'expansion des réserves.

Après un renversement partiel, en janvier, des entrées de fin d'année, le nouveau raffermissement du deutsche mark s'est traduit en mars par un afflux de \$0,9 milliard de fonds par le canal des banques et par un gonflement correspondant des avoirs officiels nets qui, grâce à un accroissement de même ampleur en avril, sont pratiquement revenus à leur niveau maximum de juillet 1973.

France. La position monétaire globale de la France envers l'étranger s'est détériorée de \$0,4 milliard en 1973. Les avoirs monétaires officiels ont diminué de \$1,2 milliard, dont un montant de \$0,8 milliard a eu sa contrepartie dans un fléchissement des engagements extérieurs nets des banques. La baisse des avoirs officiels nets aurait été plus importante sans le bénéfice comptable de \$0,6 milliard résultant de la réévaluation de l'encaisse-or officielle et des avoirs rattachés à l'or. Cela mis à part, les principales variations intervenues dans le secteur monétaire officiel en 1973 ont été une réduction de \$1,3 milliard des avoirs de change et de \$0,6 milliard des avoirs en D.T.S.

L'évolution de la position monétaire officielle en 1973 se divise grosso modo en deux périodes. Au cours de la première, qui va de janvier à juin, les avoirs officiels nets ont progressé (compte non tenu de la réévaluation des actifs) de \$0,9 milliard, ce gonflement étant presque entièrement imputable aux entrées de fonds par le canal bancaire. Pendant ces six mois également, les non-résidents ont renforcé leurs soldes créditeurs en francs de \$0,9 milliard.

En juillet, les avoirs officiels nets ont régressé de \$0,6 milliard et, en septembre, la baisse a encore été plus prononcée (\$2,2 milliards). Les pertes enregistrées en septembre s'expliquent pour la plus grande partie par des sorties de fonds par le canal des banques. Celles-ci ont en particulier acquis un montant net de \$1,8 milliard d'avoirs en devises au comptant, dans une large mesure probablement en contrepartie d'achats à terme de monnaies étrangères par les résidents. Tant en juillet qu'en septembre, les sorties ont été principalement financées par des tirages sur les banques centrales des pays partenaires du serpent européen, de sorte que les réserves brutes n'ont pas enregistré de baisse pendant ces deux mois. En dépit de nouvelles sorties de \$0,3 milliard pendant le dernier trimestre par le canal des banques, les réserves nettes ont légèrement progressé. Les avoirs officiels ont diminué de \$2,3 milliards pendant ce trimestre, en raison essentiellement du remboursement de dettes encourues en juillet et en septembre.

Les nouvelles pertes de réserves enregistrées au début de janvier 1974 ont conduit à la libération du cours du franc commercial vers le milieu de ce mois. Le fléchissement des avoirs monétaires officiels en janvier s'est élevé à \$0,8 milliard en valeur nette, mais il a été largement compensé par une diminution de \$1,4 milliard des engagements extérieurs nets des banques. Les non-résidents ont réduit leurs avoirs en francs; en outre, la position créditrice nette des banques en devises au comptant s'est notablement

accrue, sans aucun doute en contrepartie des achats de devises à terme effectués par leur clientèle. Par la suite, les avoirs monétaires officiels de la France ont peu varié et, fin avril, ils se situaient à \$7,6 milliards.

Union Economique Belgo-Luxembourgeoise. En 1973, la position monétaire globale envers l'étranger de l'U.E.B.L. s'est améliorée de \$0,3 milliard, chiffre presque équivalent à la réévaluation comptable de l'encaisse-or de la Belgique et des créances sur le F.M.I. rattachées à l'or, consécutive à la dévaluation du dollar en février 1973. Ces modifications comptables mises à part, le montant net des avoirs monétaires officiels s'est accru de \$0,9 milliard, ce qui correspond exactement au gonflement en cours d'année des engagements nets des banques envers l'étranger.

Le renforcement des réserves s'est produit en totalité au premier semestre de l'année, où l'on a enregistré des entrées nettes par le canal des banques pour un montant global de \$1,3 milliard. Près de la moitié de ce montant correspond au renforcement des actifs en francs belges de non-résidents, intervenu en dépit de l'imposition, en mars, d'un taux d'intérêt négatif sur l'accroissement de ces avoirs. Après avoir marqué une pause au troisième trimestre, les entrées à ce titre ont laissé la place à des sorties nettes de \$0,5 milliard pendant les trois derniers mois de l'année, les banques ayant renforcé leurs avoirs nets en dollars. Etant donné cependant que la balance des paiements est redevenue excédentaire au second semestre de l'année, après avoir dégagé un solde négatif au premier, les réserves se situaient, à la fin de 1973, au même niveau qu'au milieu de l'année.

Au premier trimestre de 1974, de nouvelles sorties d'un montant de \$0,5 milliard ont eu lieu par le canal des banques, mais elles ont été compensées en majeure partie par une réduction de \$0,4 milliard des actifs monétaires nets des autorités.

Pays-Bas. La position monétaire extérieure des Pays-Bas s'est renforcée de \$0,9 milliard en 1973, la réévaluation comptable des avoirs en or et rattachés à l'or entrant pour \$0,4 milliard dans ce montant. Compte non tenu de ce dernier facteur, l'accroissement net des avoirs monétaires officiels se monte à \$0,8 milliard, les réserves de devises ayant progressé de \$1,9 milliard tandis que les créances sur le F.M.I. fléchissaient de \$0,5 milliard, du fait essentiellement de transferts au profit d'autres participants au serpent européen. En outre, l'endettement des Pays-Bas à l'égard de ces pays atteignait encore \$0,6 milliard à la fin de l'année. Près de la moitié de l'accroissement net des avoirs monétaires officiels (compte non tenu des modifications comptables) a formé la contrepartie de la réduction des avoirs nets en devises des banques.

Comme dans d'autres pays, la crise monétaire de février-mars 1973 a provoqué un gonflement considérable des réserves des Pays-Bas. Compte non tenu des modifications comptables, les avoirs officiels nets ont progressé de \$0,9 milliard pendant le premier trimestre, dont \$0,4 milliard ont eu leur contrepartie dans des entrées par le canal bancaire, les avoirs en florins des non-résidents ayant marqué une forte augmentation. La situation s'est renversée au deuxième trimestre: par suite du niveau relativement faible des taux d'intérêt néerlandais et du dénouement des opérations de termaillage, le montant net des avoirs en dollars des banques s'est fortement développé.

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

Pays	Fin d'année	Or	Avoirs nets en devises	Créances sur le F.M.I.	Total net des avoirs officiels	Position nette des banques commerciales	Total net des avoirs à l'étranger	Variations (+ = augmentation des avoirs, diminution des engagements)	
								Avoirs officiels nets	Banques commerciales (chiffres nets)
en millions de dollars E.U.									
Allemagne fédérale	1972	4.460	17.055	2.130	23.645	-4.620	19.025	+ 5.125	+ 130 ²
	1973	4.965	25.275	3.130	33.370	-2.865	30.505	+ 9.725	+ 2.120 ²
Autriche	1972	790	1.690	235	2.715	- 595	2.120	+ 405	- 250
	1973	880	1.730	255	2.865	- 740	2.125	+ 150	- 145
Belgique-Luxembourg	1972	1.635	1.060	1.130	3.825	-1.065	2.760	+ 440	- 280
	1973	1.780	1.860	1.350	4.990	-1.935	3.055	+ 1.165	- 870
Danemark	1972	70	580	145	795	40	835	+ 125	+ 100
	1973	80	915	285	1.280	- 45	1.235	+ 485	- 85
Espagne	1972	540	4.210	255	5.005	- 195	4.810	+ 1.770	- 25
	1973	600	5.920	280	6.800	- 195	6.605	+ 1.795	-
Finlande	1972	55	560	140	755	35	790	+ 115	+ 85
	1973	35	510	155	700	15	715	- 55	- 20
France	1972	3.825	4.420	1.130	9.375	-4.145	5.230	+ 1.745	- 1.390
	1973	4.260	3.385	545	8.190	-3.330	4.860	- 1.185	+ 815
Grèce	1972	135	830	65	1.030	15	1.045	+ 525	+ 10
	1973	150	825	70	1.045	15	1.060	+ 15	-
Irlande	1972	20	1.020	85	1.125	- 70	1.055	+ 130	- 115
	1973	20	910	95	1.025	- 35	990	- 100	+ 35
Islande	1972	-	55	15	70	- 15	55	+ 10	- 5
	1973	-	60	15	75	- 20	55	+ 5	- 5
Italie	1972	3.130	2.375	730	6.235	- 775	5.460	- 700	- 530
	1973	3.480	2.130	770	6.380	- 955	5.425	+ 145	- 180
Norvège	1972	35	1.100	170	1.305	- 55	1.250	+ 160	+ 10
	1973	40	1.330	185	1.555	- 25	1.530	+ 250	+ 30
Pays-Bas	1972	2.060	1.315	1.305	4.680	220	4.900	+ 925	+ 60
	1973	2.295	2.600	945	5.840	- 75	5.765	+ 1.160	- 295
Portugal	1972	1.020	1.260	30	2.310	215	2.525	+ 445	+ 20
	1973	1.160	1.630	35	2.825	315	3.140	+ 515	+ 100
Suède	1972	215	1.095	210	1.520	290	1.810	+ 470	+ 135
	1973	245	1.885	235	2.465	625	3.090	+ 945	+ 335
Suisse	1972	3.160	3.835	-	6.995	3.235	10.230	+ 65	+ 70
	1973	3.515	4.965	-	8.480	3.640	12.120	+ 1.485	+ 405
Turquie	1972	135	350	70	555	-	-	+ 145	-
	1973	150	775	80	1.005	-	-	+ 450	-
Canada	1972	835	4.270	845	5.950	- 570	5.380	+ 425	- 725
	1973	930	3.815	900	5.645	- 290	5.355	- 305	+ 280
Japon	1972	800	16.160	1.085	18.045	475	18.520	+ 2.915	+ 1.935
	1973	890	9.935	1.155	11.980	-3.485	8.495	- 6.065	- 3.960

¹ Pour la plupart des pays figurant au tableau, les chiffres indiqués ne correspondent pas exactement aux chiffres publiés. En outre, les diverses méthodes adoptées pour convertir en dollars les avoirs et engagements en d'autres composantes que le dollar ne sont pas toutes compatibles entre elles. ² En raison de l'élimination des ajustements comptables et statistiques, ces chiffres ne correspondent pas aux différences entre les positions extérieures nettes des banques allemandes au début et à la fin des années en question.

Au total, on a constaté des sorties nettes par le canal bancaire de \$1 milliard et un fléchissement correspondant des avoirs officiels nets. Alors que, sur l'ensemble du troisième trimestre, la situation ne s'est guère modifiée, le resserrement des liquidités internes a conduit à une réduction de \$0,7 milliard des avoirs nets en devises des banques au cours des trois derniers mois de l'année, les réserves s'accroissant de \$0,9 milliard. Durant ce dernier trimestre, les banques commerciales ont déposé \$0,9 milliard de dollars E.U. auprès de la banque centrale aux termes de crédits croisés contre florins.

Au premier trimestre de 1974, la position monétaire nette envers l'étranger s'est encore améliorée de \$0,3 milliard, cette progression étant imputable à raison des deux tiers au secteur bancaire.

Italie. De même qu'au Royaume-Uni, les variations de la position monétaire extérieure de l'Italie en 1973 n'ont eu qu'un lointain rapport avec la situation de la balance des paiements de base, puisque les autorités ont continué d'apporter leur soutien aux réserves en encourageant les emprunts sur le marché des euro-monnaies. Le montant total de ces emprunts s'est élevé à \$4,2 milliards pour l'année 1973. L'augmentation de \$0,1 milliard du montant net des avoirs monétaires officiels sur l'ensemble de l'année s'explique, et au-delà, par des modifications comptables (\$0,4 milliard) de l'encaisse-or et des créances sur le F.M.I. En plus des effets des interventions massives sur le marché, les réserves ont également, l'an dernier, subi une ponction de \$0,7 milliard motivée par la restitution au système bancaire des dollars que celui-ci avait prêtés au Trésor une année auparavant aux termes de crédits croisés. La position nette en devises des banques a reflété de légères entrées (\$0,2 milliard) en 1973.

La situation s'est sensiblement détériorée au cours des quatre premiers mois de 1974, pendant lesquels les avoirs monétaires officiels ont fléchi de \$0,2 milliard en dépit de nouveaux emprunts à l'étranger pour un montant de \$4,5 milliards, y compris un soutien à court terme de \$1,9 milliard fourni par les partenaires de l'Italie au Fonds européen de coopération monétaire, ainsi qu'un accroissement de \$0,4 milliard des engagements extérieurs nets des banques pendant le premier trimestre. Au total, entre juin 1972 et avril 1974, l'Italie a emprunté un montant global de \$10 milliards à l'extérieur pour renforcer ses réserves et, en outre, les avoirs officiels nets ont fléchi de \$2,3 milliards. C'est dans ce contexte que le système de dépôt à l'importation a été introduit au début du mois de mai 1974.

Suisse. La position monétaire de la Suisse envers l'étranger a fait apparaître un excédent de \$1,9 milliard en 1973 qui a pris la forme, pour la plus grande partie, d'un accroissement de \$1,5 milliard des avoirs monétaires officiels. La progression des réserves s'explique à raison d'un tiers par la réévaluation, en termes de dollars, de l'encaisse-or de la Suisse et de son portefeuille de certificats du Trésor des Etats-Unis libellés en francs suisses; elle est imputable par ailleurs, à concurrence de \$0,4 milliard, à l'accroissement de même ampleur, par rapport à 1972, du montant des dollars retirés des banques suisses par les autorités à la fin de l'année sous forme de crédits croisés et placés auprès d'établissements de crédit situés

en dehors de la Confédération. Le solde de \$0,6 milliard de l'accroissement des réserves de change est la résultante de deux mouvements en sens opposé. D'une part, les autorités ont acquis \$1 milliard de devises sur le marché pendant les deux premiers mois de l'année, dont \$0,3 milliard la veille de la mise en flottement du franc en janvier, et le reste en février à l'effet d'atténuer son appréciation. D'autre part, les avoirs en devises de la Banque Nationale ont baissé de \$0,4 milliard par suite de transactions effectuées en dehors du marché.

Contrairement à ce qui s'est passé dans la plupart des autres pays d'Europe, le système bancaire suisse a enregistré \$0,4 milliard de sorties nettes de fonds en 1973; ce chiffre s'élève cependant à \$0,8 milliard si l'on tient compte de la variation intervenue en fin d'année dans les crédits croisés entre la Banque Nationale et les banques suisses. Pendant les sept premiers mois de l'année, sous l'influence conjuguée du faible niveau des taux d'intérêt et de mesures restrictives de caractère administratif imposées aux entrées de fonds, les banques ont exporté (à l'exclusion des crédits croisés avec la Banque Nationale) pour \$1,1 milliard de capitaux. A la suite du resserrement des conditions d'accès au crédit sur le marché monétaire suisse et de l'assouplissement des restrictions sur les importations de fonds de non-résidents, on a assisté à des entrées (crédits croisés non compris) de \$0,3 milliard pendant les deux derniers mois de l'année.

Au cours des quatre premiers mois de 1974, les avoirs monétaires officiels nets de la Suisse ont fléchi de \$1,1 milliard, essentiellement par suite d'une réduction des avoirs en dollars auprès des banques commerciales au titre des crédits croisés.

Autriche. Evaluée en termes de dollars E.U., la position monétaire globale de l'Autriche envers l'étranger n'a fait apparaître aucune modification en 1973, un renforcement de \$0,2 milliard des avoirs officiels nets ayant été peu ou prou compensé par la croissance des engagements nets des banques envers l'étranger. Les réserves ont subi des fluctuations assez sensibles en cours d'année. Compte non tenu des modifications comptables, les avoirs officiels nets se sont renforcés de \$0,5 milliard pendant les neuf premiers mois – dont un tiers avait sa contrepartie dans des entrées de fonds par le canal des banques – et ont baissé de \$0,4 milliard pendant le dernier trimestre. Ils ont encore légèrement fléchi pendant le premier trimestre de 1974, mais la réduction des engagements extérieurs des banques a quelque peu compensé cette baisse.

Suède. Du fait en grande partie de l'important excédent de la balance des paiements courants, la position monétaire de la Suède envers l'étranger a enregistré une amélioration record (\$1,3 milliard) en 1973. Dans le secteur officiel, le montant net des avoirs monétaires extérieurs a augmenté de près de \$1 milliard, soit des deux tiers environ alors que, dans le secteur bancaire, leur montant a doublé en raison du niveau relativement faible des taux d'intérêt, pour se situer à \$0,6 milliard. Le renforcement des réserves officielles s'est produit presque uniquement pendant les six premiers mois, tandis que la position des banques envers l'étranger s'est améliorée, essentiellement à partir de juillet, sous la forme d'une expansion de leurs avoirs en devises. Les banques ont renforcé par ailleurs leur position envers l'étranger à raison de \$0,3 milliard au premier trimestre de 1974, cependant que les réserves nettes

enregistraient un mouvement de baisse sensiblement plus prononcé, par suite de l'apparition, en mars, d'un déficit élevé dans la balance des paiements. En avril, les réserves nettes ont continué à fléchir, à raison de \$0,2 milliard.

Danemark. En dépit d'un important déficit des paiements courants, la position monétaire du Danemark envers l'étranger s'est fortement améliorée (\$0,4 milliard) grâce à un afflux considérable de capitaux privés. Les avoirs monétaires officiels ont progressé en chiffres nets de \$0,5 milliard au long de l'année, étant donné que des entrées, d'un faible montant, se sont produites par le canal des banques. Au premier semestre, les réserves se sont accrues de \$0,3 milliard, puis les rumeurs de dévaluation de la couronne ont contribué à un renforcement de \$0,3 milliard des avoirs en devises des banques au mois de juillet, ce qui a ramené pendant un certain temps les réserves à leur niveau de fin 1972. Ce mouvement s'est renversé pendant le dernier trimestre, marqué par une progression des réserves de \$0,4 milliard. Au premier trimestre de 1974, la couronne a de nouveau été soumise à des pressions par suite de la sortie du franc français du serpent européen. Les réserves ont marqué pendant cette période un recul de \$0,4 milliard qui a eu pour l'essentiel sa contrepartie dans l'élargissement de la position des banques envers l'étranger.

Norvège. L'amélioration de \$0,3 milliard de la position monétaire de la Norvège envers l'étranger en 1973 a presque entièrement pris la forme d'un renforcement des réserves; celles-ci n'ont pas cessé de s'accroître tout au long de l'année sauf en septembre et, à la suite de la réévaluation de la couronne, en décembre. Tandis que la position nette des banques n'a guère varié sur l'ensemble de l'année, des entrées au cours de la première partie de l'année ont été suivies, comme dans les autres pays, de sorties entre juin et septembre. Après leur fléchissement de décembre, les réserves ont à nouveau progressé pendant les premiers mois de 1974 sous l'effet en partie d'entrées de fonds par le canal des banques.

Finlande. Par suite d'une réduction sensible des importations de capitaux, la position monétaire de la Finlande envers l'étranger s'est détériorée de \$75 millions en 1973, ce qui constitue le premier déficit des paiements depuis 1967. Les réserves ont baissé de \$135 millions pendant les neuf premiers mois de l'année pour rattraper près de la moitié de cette perte au cours du dernier trimestre. Durant les trois premiers mois de 1974, la Finlande a continué d'enregistrer quelques pertes de réserve de faible montant.

Espagne. L'Espagne a dégagé l'an dernier un nouvel et important excédent de paiements, le plus élevé de tous les pays d'Europe à l'exception de l'Allemagne, qui s'est traduit, pour la deuxième année de suite, par un renforcement de \$1,8 milliard des avoirs monétaires nets envers l'étranger. Sur l'ensemble de l'année, la position extérieure des banques n'a pas subi de modification, des entrées de \$0,2 milliard pendant les sept premiers mois ayant fait place ensuite à des sorties de même montant. Pendant les trois premiers mois de 1974, la balance des paiements est redevenue déficitaire, les réserves nettes diminuant de \$0,3 milliard malgré d'importantes entrées de capitaux par le canal du système bancaire.

Portugal. Les réserves du Portugal ont progressé de \$0,5 milliard en 1973; cette croissance est imputable, à raison de \$0,1 milliard, à la réévaluation de l'encaisse-or. En outre, les avoirs nets en devises du système bancaire ont augmenté de \$0,1 milliard pendant le dernier trimestre de l'année. Fin mars 1974, les réserves se situaient à \$0,2 milliard au-dessous de leur niveau de fin 1973.

Autres pays d'Europe. En Grèce, où l'excédent de paiements de l'année précédente a disparu, la position monétaire envers l'étranger n'a pratiquement pas varié en 1973. En Turquie, en revanche, les avoirs monétaires officiels en chiffres nets ont pratiquement doublé en cours d'année, puisqu'ils se sont situés à \$1,0 milliard (compte non tenu des avoirs en monnaies non convertibles). Pendant les trois premiers mois de 1974, ils ont accusé un léger fléchissement. En Irlande, un déficit global de paiements, de même que des sorties de fonds par le canal des banques ont, en 1973, été à l'origine d'une réduction de plus de \$0,1 milliard des réserves. Depuis le début de cette année, celles-ci ont néanmoins marqué une très légère progression.

Canada. En plus d'un léger déficit de la balance générale des paiements en 1973, le Canada a enregistré des sorties nettes de \$0,3 milliard par le canal des banques à charte. L'incidence de la réévaluation de l'or et des actifs rattachés à l'or, à la suite de la dévaluation du dollar E.U., se chiffre à près de \$0,2 milliard. En conséquence, les avoirs monétaires officiels du Canada envers l'étranger ont fléchi durant l'année à raison de \$0,3 milliard en chiffres nets. Pendant les cinq premiers mois de 1973, l'assaut contre le dollar E.U. s'est traduit par des entrées nettes par le canal bancaire de \$0,4 milliard. Ce mouvement s'est nettement renversé au cours des trois mois suivants, marqués par des sorties nettes de \$0,8 milliard, sous l'influence, tout d'abord du durcissement de plus en plus marqué de la situation monétaire aux Etats-Unis et aussi, par la suite, de l'amorce de la reprise du dollar E.U. sur les marchés des changes. Bien que la position des banques envers l'étranger n'ait plus subi de modification, globalement parlant, pendant les quatre derniers mois de l'année, la balance générale des paiements est redevenue excédentaire, de sorte que les avoirs officiels ont progressé de \$0,2 milliard pendant le dernier trimestre. La grande fermeté du dollar canadien ne s'étant pas démentie au début de 1974, les réserves ont marqué une nouvelle progression de \$0,5 milliard pendant les quatre premiers mois de cette année; en outre, des sorties de fonds d'un montant de \$0,3 milliard ont eu lieu par le canal des banques au cours du premier trimestre.

Japon. Par suite du renversement brutal de la situation de la balance des paiements, qui est devenue déficitaire au début de l'année, le Japon a enregistré, en 1973, la diminution des réserves la plus marquée de tous les pays. Les avoirs officiels nets ont fléchi de \$6,1 milliards, en dépit d'entrées à court terme de près de \$4 milliards par le canal des banques et du gain de \$0,2 milliard résultant de la réévaluation de l'encaisse-or et des créances sur le F.M.I. Le recul global des actifs de réserve recouvre une baisse de \$7,4 milliards des réserves de change de premier rang et une progression de \$1,1 milliard des avoirs officiels en titres négociables du Trésor des Etats-Unis et en obligations de sociétés américaines.

Pendant les deux premiers mois de 1973, les avoirs officiels nets ont augmenté de \$0,8 milliard, par suite essentiellement des gains de réévaluation et d'un afflux de fonds à court terme de \$0,5 milliard par le canal des banques — pour s'élever ainsi à \$18,9 milliards. Pendant les onze mois suivants, ils n'ont cessé de s'inscrire en baisse, de \$7,5 milliards au total, pour s'établir à \$11,4 milliards à la fin de janvier 1974. Pendant ces onze mois on a noté, outre de fortes ponctions sur les réserves, une réduction de \$4,8 milliards de la position à court terme des banques envers l'étranger. La plupart des entrées enregistrées par les banques se sont produites après le milieu de l'année, sous l'effet du resserrement de la situation monétaire interne et de l'adoption de mesures administratives destinées à stimuler l'afflux de fonds étrangers.

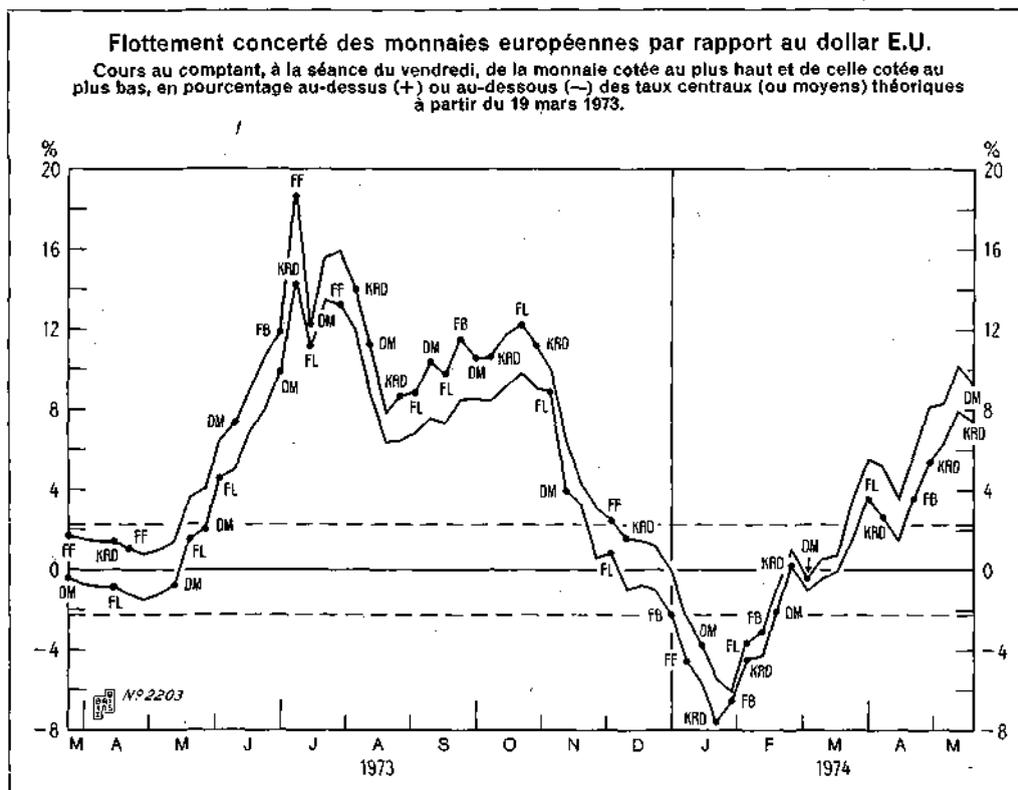
En février 1974, la tendance à la baisse des réserves japonaises s'est renversée, de sorte que les avoirs officiels nets se situaient à fin avril à \$1,2 milliard au-dessus du niveau atteint trois mois auparavant. La balance des paiements est restée déficitaire, mais la position à court terme des banques envers l'étranger s'est très sensiblement contractée — de \$3,1 milliards pour les seuls mois de février et de mars. Ce mouvement s'explique en partie par les retraits de devises opérés par les autorités sur leurs avoirs en compte bancaire.

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. ou 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 autres monnaies.

Flottement concerté de certaines monnaies européennes. Comme il a été décrit dans le 43^e Rapport annuel (voir pages 165–166), le système de flottement concerté des monnaies de l'Allemagne fédérale, de la Belgique, du Danemark, de la France, de la Norvège, des Pays-Bas et de la Suède, par rapport aux autres monnaies, est entré en vigueur le 19 mars 1973. Aux termes de ce système, les pays participants s'engageaient à intervenir dans l'une quelconque de leurs monnaies en vue de maintenir les taux de change à l'intérieur d'une marge de 2¼% de part et d'autre des parités réciproques, et de 1½% en ce qui concerne la relation entre le florin et le franc belge. Les rapports entre les monnaies des pays participants ont subi plusieurs ajustements: le deutsche mark a été réévalué de 5½% le 29 juin, le florin de 5% le 17 septembre et la couronne norvégienne de 5% le 16 novembre. Le 21 janvier 1974, la France s'est retirée du système de flottement concerté.

Depuis le début du flottement concerté, l'écart entre les monnaies participantes a atteint, à plusieurs reprises, toute la largeur autorisée, et des interventions de grande envergure ont été nécessaires à certaines occasions. Les périodes de plus forte tension se situent à la fin du mois de juin, marquée par un important mouvement de fonds vers le deutsche mark, et à la mi-septembre quand, à la suite de la réévaluation du florin, les autorités allemandes et belges absorbèrent des montants considérables de francs français.



Not e : Le franc français a commencé à flotter librement à partir du 21 janvier 1974.

Par rapport au dollar, les monnaies du serpent se situaient, au début du mois de juillet 1973, à l'intérieur d'une bande délimitée à la base par la couronne danoise et la couronne suédoise, qui toutes deux s'établissaient à 14,1% au-dessus de leur taux central théorique du 19 mars par rapport au dollar, et au sommet par le franc français dont la revalorisation ressortait à 18,7%. Lors des six mois suivants, la tendance s'est renversée et les monnaies se sont toutes retrouvées, pendant quelques semaines à la fin de 1973, à l'intérieur de la marge prévue par l'ancien tunnel, soit 2¼% de part et d'autre des taux centraux théoriques contre dollar. A la fin du mois de janvier 1974, la monnaie la plus faible du groupe, à savoir la couronne danoise, se situait à 7,8% au-dessous de ce niveau. A la fin du mois de mai, toutefois, les monnaies du serpent fluctuaient de nouveau à l'intérieur d'une marge de 6½ à 8½% au-dessus de leurs taux centraux théoriques contre dollar. Pendant la période sous revue, différents pays sont intervenus de temps à autre en dollars, selon les nécessités du moment, et après consultation de leurs partenaires.

Deutsche mark. Pendant les deux premiers mois de 1973, le deutsche mark a subi de plein fouet les effets de la fuite devant le dollar, et des interventions massives ont été nécessaires pour maintenir le cours au comptant à l'intérieur de la marge de 2¼% fixée par l'Accord de Washington. Après la dévaluation du dollar en février 1973, et juste avant le début du flottement concerté le 19 mars, le deutsche mark a été réévalué de 3%.

Depuis lors, l'évolution du deutsche mark a suivi en gros celle du dollar, mais en sens opposé, le cours du change deutsche mark/dollar étant considéré, dans une large mesure, comme la relation-clé du marché. Lors de la réouverture des marchés à la mi-mars, le deutsche mark a commencé par réagir en baisse, aussi bien à l'égard du dollar que des monnaies du bloc européen. A la mi-mai, il a cependant amorcé une remontée rapide. Si, dans un premier temps, ce mouvement s'explique principalement par la faiblesse concomitante du dollar, le durcissement sévère de la politique monétaire interne a joué, à partir de la fin mai, un rôle de plus en plus important. La réévaluation de 5 1/2 % décidée le 29 juin, qui a fait suite à des opérations de soutien au profit des autres monnaies du serpent à concurrence de DM 4,6 milliards, a amené une certaine détente au sein du bloc européen; à l'égard du dollar, le deutsche mark a continué de s'apprécier pendant une semaine encore. Il a atteint, le 6 juillet, son cours maximum par rapport au dollar, avec un écart en hausse de 25% sur le niveau enregistré le 19 mars. Sur une base pondérée en fonction des échanges commerciaux, la revalorisation à l'égard des monnaies des principaux partenaires commerciaux de l'Allemagne représentait alors 15% depuis la mi-mars.

A la suite de la publication du communiqué de Bâle le 8 juillet 1973, le deutsche mark a cédé du terrain contre dollar, la Bundesbank et la Réserve fédérale étant intervenues dans certaines limites sur le marché. A noter toutefois que le repli a été, d'une façon générale, plus lent que pour celui des autres monnaies européennes et, à la suite de la réévaluation du florin, on a assisté à un mouvement considérable de conversions de francs français en deutsche marks. Lorsque les opérateurs du marché commencèrent

Taux de change du dollar E.U., 1971-74.

Monnaies ¹	Parité au 5 mai 1971	Modifications intervenues entre			Variation cumulée entre le 5 mai 1971 et le 24 mai 1974	Cours de clôture du marché le 24 mai 1974
		le 5 mai 1971 et l'Accord de Washington	l'Accord de Washington et le 19 mars 1973 ²	le 19 mars 1973 ² et le 24 mai 1974		
	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	+ 14,4	+ 48,0	2,4725
Franc français . . .	5,55419	+ 8,6	+ 11,1	- 6,5	+ 14,3	4,86
Franc belge	50	+ 11,6	+ 11,1	+ 5,8	+ 33,8	37,36
Florin	3,62	+ 11,6	+ 11,1	+ 11,1	+ 38,8	2,6085
Couronne danoise .	7,5	+ 7,4	+ 11,1	+ 6,4	+ 28,3	5,8450
Couronne norvégienne	7,14286	+ 7,5	+ 11,1	+ 11,5	+ 34,0	5,33
Couronne suédoise .	5,17321	+ 7,5	+ 5,5	+ 4,9	+ 21,3	4,2655
Schilling autrichien .	26	+ 11,6	+ 13,6	+ 16,1	+ 46,6	17,73
Livre sterling . . .	2,40 ³	+ 8,6	- 5,6	- 2,5	0	2,40 ⁴
Lire	625	+ 7,5	+ 1,7	- 9,5	- 1,1	632,15
Franc suisse	4,372825	+ 13,9	+ 18,1	+ 10,9	+ 49,2	2,93
Yen	360	+ 16,9	+ 16,7	- 5,6	+ 28,6	279,60

¹ Cours commercial là où existe un double marché des changes. ² Taux centraux ou moyens théoriques pour les huit premières monnaies énumérées; cours de clôture du marché pour les quatre dernières. ³ Cours du marché. ⁴ Dollars E.U. par livre sterling.

à évaluer l'incidence de la crise pétrolière sur la balance des paiements, le deutsche mark marqua un recul sensible contre dollar pendant la première partie de novembre, puis de nouveau à la fin de l'année, et l'on enregistra d'importantes ventes de dollars par la Bundesbank alors que la Réserve fédérale se livrait, dans ce dernier cas, à des opérations de soutien. C'est le 7 janvier 1974 que le deutsche mark a atteint son creux, son cours se situant à ce moment-là à 22% au-dessous du maximum de juillet. Sur une base pondérée, le fléchissement n'a cependant pas dépassé 8%.

Depuis cette date, le deutsche mark n'a cessé de s'inscrire en hausse. A la fin du mois de mai 1974, le cours au comptant s'était apprécié de 17% à l'égard du dollar par rapport à son minimum de janvier alors que, dans le serpent, les autorités allemandes soutenaient certaines autres monnaies. Cette évolution résulte de l'entrée en jeu d'un certain nombre de facteurs: perspectives relativement plus favorables pour le dollar que pour les autres monnaies par suite de la hausse des prix pétroliers, libéralisation des mesures de contrôle sur les mouvements internationaux de capitaux et renforcement de l'excédent commercial de l'Allemagne fédérale. A la fin avril, lorsque certains instituts allemands de recherche économique proposèrent une nouvelle réévaluation, la pression à la hausse sur le deutsche mark s'est intensifiée. En mai, la fermeté du deutsche mark a été renforcée par la faiblesse du dollar, elle-même engendrée, en partie, par une détérioration en termes réels de la balance américaine des paiements et par les difficultés politiques aux Etats-Unis. A la suite du revirement de janvier, la valeur pondérée du deutsche mark s'était, fin mai, accrue de 7%.

Florin. A la suite de la réévaluation de 5% en septembre 1973, la progression de la valeur externe du florin a été, après celle du deutsche mark, la plus forte de toutes les monnaies du bloc européen pendant la période sous revue. De même que d'autres monnaies européennes, le florin a subi d'intenses pressions à la hausse pendant la crise monétaire du début de 1973. En fait, pendant les quatre premiers mois de flottement concerté, le florin, tout en participant à l'appréciation générale à l'égard du dollar, a été, pour des raisons essentiellement de taux d'intérêt, l'une des monnaies les plus faibles du système européen. Il a dû être soutenu de temps à autre, d'abord à l'intérieur de la marge plus étroite de fluctuation entre les monnaies du Benelux (le «ver»), puis au sein du serpent, y compris par des interventions de la Bundesbank pour la contre-valeur de \$400 millions à la fin du mois de juin. La réévaluation allemande a permis à la situation de se détendre à l'intérieur du serpent, tandis que le florin a atteint un cours maximum de FL 2,52 pour un dollar le 6 juillet, ce qui représentait une appréciation de près de 15% depuis la mi-mars.

Pendant la phase de fléchissement du serpent qui s'en est suivie, le florin a d'abord fait partie des monnaies les plus faibles, par suite du resserrement monétaire en Allemagne fédérale. Vers la fin août, sous l'effet d'un durcissement progressif de la situation monétaire interne, il a néanmoins atteint le plafond du serpent et s'y est maintenu de façon presque ininterrompue jusqu'à sa réévaluation. A la suite de cette décision — qui s'inscrit dans le cadre d'un programme de lutte contre l'inflation et qui a été prise en l'absence de fortes pressions sur le marché des changes — le cours du florin a eu tôt fait de remonter au plafond du serpent et de se situer sensiblement au-dessus de son cours record de juillet par rapport au dollar, sous l'effet de la politique

monétaire restrictive appliquée à l'économie interne. Néanmoins, à partir de la fin octobre, la crise pétrolière, aggravée par l'embargo mis par les pays arabes sur les approvisionnements en pétrole à destination des Pays-Bas, a provoqué un repli sévère de près de 19% du cours du florin contre dollar, qui s'est situé au niveau minimum de FL 3,01 le 23 janvier. Des opérations de soutien à l'intérieur du serpent se sont en outre révélées nécessaires en novembre et en décembre.

Depuis la fin du mois de janvier 1974, la situation du florin s'est une fois de plus renversée, tant à l'égard du dollar qu'au sein du flottement concerté. Fin mai, son appréciation ressortait à 15% par rapport au niveau minimum de janvier contre dollar et à 11% par rapport au cours coté lors de la mise en vigueur du flottement concerté; sur une base pondérée, elle atteignait environ 3½% depuis janvier 1974 et 6½% depuis la mi-mars 1973.

Franc belge. Sous l'effet d'entrées massives de capitaux, le franc belge commercial s'est tenu à sa limite supérieure par rapport au dollar pendant la crise monétaire qui a conduit à la fermeture des marchés des changes au début de mars 1973. Lors de la réouverture de ces marchés, il a quelque peu cédé du terrain à l'égard du dollar, du fait en partie de l'application d'une commission hebdomadaire de ¼% sur tout accroissement des avoirs de non-résidents en francs commerciaux. Au sein du système de flottement concerté, en revanche, il a d'abord figuré parmi les monnaies les plus fortes, pour se replier quelque peu ensuite, du fait des opérations de soutien apportées au florin à l'intérieur du «ver» à la fin du mois d'avril. Si à la fin juin le franc, de même que d'autres monnaies du serpent, a bénéficié du soutien de la Bundesbank, il s'est immédiatement porté au plafond du serpent après la réévaluation du deutsche mark. Peu de temps après, le 9 juillet, il a atteint le niveau record de FB 34,50 contre dollar, accusant ainsi une revalorisation de 14½% à l'égard de cette monnaie depuis la mi-mars. Sur une base pondérée en fonction des échanges commerciaux, le cours du franc belge n'a toutefois accusé que de très faibles variations pendant cette période.

Par la suite, le franc s'est replié à l'égard du dollar et, avec un certain décalage, à l'intérieur du serpent. A partir du 10 juillet, la Réserve fédérale a parfois vendu de légers montants de francs commerciaux. Au lendemain de la réévaluation du florin intervenue à la mi-septembre, l'attention des milieux du marché s'est immédiatement concentrée sur le franc belge, du fait en partie de son lien avec le florin à l'intérieur du «ver» et, en partie – tout comme aux Pays-Bas et en Allemagne fédérale – de la vigueur de la balance des paiements courants de la Belgique. Le franc s'est non seulement situé au plafond du serpent, mais il s'est également raffermi par rapport au dollar. Les autorités belges ont ensuite réintroduit la commission (qui avait été abolie au début du mois) sur l'accroissement des avoirs en francs de non-résidents, tout en invitant les banques à réduire leurs engagements nets au comptant envers l'étranger en monnaies négociables sur le marché réglementé. Si le franc a immédiatement cédé du terrain dans le serpent, son cours, jusqu'au début de novembre, est demeuré plus ferme par rapport au dollar qu'avant la réévaluation du florin. Par suite de la crise pétrolière, il est ensuite descendu vers le 22 janvier à 21% au-dessous de son niveau maximum de juillet 1973 par rapport au dollar. A ce moment, à la suite du retrait du

franc français du serpent, le franc belge commercial s'est également retrouvé au plancher dans le bloc monétaire européen.

Par suite de la nouvelle hausse du franc par rapport au dollar, son cours s'est situé, fin mai 1974, à un niveau correspondant à une appréciation cumulative de 6% depuis la mi-mars 1973, c'est-à-dire depuis la mise en vigueur du flottement européen concerté. A ce moment, il se trouvait néanmoins en bas du serpent. Sur une base pondérée, le cours du franc commercial s'établissait, fin mai 1974, à 1% au-dessus du niveau de la mi-mars 1973.

En 1973 et au premier trimestre de 1974, l'évolution du franc financier a généralement été parallèle à celle du franc commercial, l'écart entre les deux cours dépassant rarement 2%. Puis, en raison d'abord des incertitudes politiques en Belgique et ensuite des perspectives d'une nouvelle réévaluation du deutsche mark, le franc financier a fait ressortir une décote de plus de 5% pendant la deuxième semaine d'avril, et cette décote atteignait encore 5% à la fin du mois de mai.

Franc français. L'évolution du franc français sur le marché des changes pendant la période sous revue se divise en deux phases principales. La première couvre la période qui va jusqu'au début du mois de juillet 1973. Tant que le dollar était faible, le franc commercial a fait preuve de fermeté, non seulement sur le marché du dollar, mais également à l'intérieur du serpent européen. Contribuant au mouvement de hausse du serpent, le franc commercial a atteint son point culminant le 6 juillet, avec une progression de 17% contre dollar depuis le 19 mars et de quelque 3½% sur une base pondérée en fonction des échanges de marchandises par rapport aux monnaies de ses principaux partenaires commerciaux. A ce moment, il était même question de réévaluer le franc.

A partir du 9 juillet, le franc commercial s'est non seulement vivement replié par rapport au dollar, mais il a en outre occupé le bas du serpent vers la fin de ce même mois. Il y est demeuré de façon quasi ininterrompue jusqu'à la réévaluation du florin, nécessitant de temps à autre des interventions officielles de soutien. Aux effets du redressement du dollar se sont ajoutés, dans le cas du franc, un niveau relativement bas des taux d'intérêt en France et une accélération de la hausse des prix. A la suite de la réévaluation du florin, la pression sur la monnaie française à l'intérieur du serpent s'est intensifiée du fait des arbitrages de francs contre deutsche marks et francs belges. Grâce à des interventions massives, étayées par une hausse des taux d'intérêt, l'instauration de contrôles sur les prêts extérieurs des banques et l'abolition des restrictions sur les entrées de capitaux, le franc s'est bientôt redressé quelque peu à l'intérieur du serpent. Ce redressement s'est poursuivi en novembre, lorsque les milieux du marché estimèrent que la France serait relativement peu affectée par la nouvelle situation pétrolière et, au début du mois de décembre, le franc a, pendant une courte période, touché le haut du serpent.

Plus tard dans le mois, cependant, la situation s'est une fois de plus inversée et le franc est tombé au bas du serpent. Le 21 janvier, au terme de nouvelles interventions sensiblement moins importantes qu'en septembre, la France décida

de laisser flotter sa monnaie. Dès l'abord, le franc fléchit de 5% sur le marché commercial contre dollar, se situant à FF 5,24. Au total, il s'était ainsi déprécié depuis juillet 1973 de 26% par rapport au dollar et d'environ 13% sur une base pondérée. A la fin mars, peu après la fusion des marchés du franc commercial et du franc financier, la monnaie française était remontée de quelque 10% par rapport au dollar, pour s'établir à FF 4,77½. Il s'est replié à FF 4,91½ à la suite du décès du Président Pompidou et, à la fin mai, il se tenait à FF 4,86. A ce moment, le franc avait, par rapport à la moyenne pondérée des monnaies de ses principaux partenaires commerciaux, baissé de 12% depuis la mi-mars 1973, marquant ainsi, pendant la période considérée, la plus forte dépréciation de toutes les grandes monnaies, lire exceptée.

Lire. En dépit d'importantes et persistantes opérations officielles de soutien, la lire est certainement parmi les grandes monnaies examinées celle qui a accusé la baisse la plus prononcée, soit près de 18½% sur une base pondérée en fonction des échanges de marchandises. Même contre dollar, elle a fléchi entre la fin de 1972 et la fin mai 1974 d'environ 8%, passant de LIT 583 à LIT 632.

La lire a été la première grande monnaie à être soumise à des pressions en janvier 1973. Le 22 janvier, les autorités décidèrent de laisser flotter séparément son cours pour les transactions financières et, à la mi-février, immédiatement après la dévaluation du dollar, elles cessèrent également de soutenir le cours de la lire commerciale. A la suite de l'adoption quasi générale du flottement, la lire a été particulièrement faible pour des raisons à la fois économiques et politiques. Début juillet, au moment où le dollar atteignait le creux de la vague, la lire commerciale cotait approximativement le même cours contre dollar qu'à la mi-mars, malgré les mesures prises en juin en vue de freiner l'expansion du crédit interne, tandis que, sur une base pondérée, elle s'était dépréciée de près de 15%.

A la suite de la formation du nouveau gouvernement, fin juillet 1973, des mesures furent prises en vue de restreindre les sorties de capitaux et les opérations défavorables de termilage. Ces mesures, jointes à l'amélioration saisonnière de la balance des paiements, ont provoqué un raffermissement appréciable de la lire vers la fin du mois d'août. Contrairement à la tendance générale, le cours au comptant contre dollar a progressé de LIT 584 à LIT 566 tandis que, sur une base pondérée, la hausse est ressortie à près de 8%. A partir de ce moment, et jusqu'à la fin du mois de janvier 1974, la lire commerciale s'est néanmoins affaiblie pour se situer à LIT 672 contre dollar sous l'influence combinée d'une nouvelle détérioration de la balance des paiements, de la situation pétrolière et du raffermissement du dollar. Pour cette période, la baisse de la lire ressort à 6% sur une base pondérée. Le cours de la lire financière s'est régulièrement situé au-dessous de celui de la lire commerciale en 1973, la décote atteignant 7% en juillet pour disparaître complètement lors d'une séance de décembre.

Malgré une nouvelle et importante détérioration de la balance des paiements de l'Italie au début de 1974, le cours de la lire commerciale s'est vivement redressé par rapport au dollar, passant de son niveau le plus bas de janvier à LIT 623 le 22 mars, lors de la fusion des marchés de la lire commerciale et de la lire financière. Le nouveau cours unifié est revenu, fin avril, à LIT 638, mais s'est quelque peu raffermi à la suite

de l'annonce de l'application d'un système de dépôt à l'importation, début mai. Sur une base pondérée, la lire a encore accusé une dépréciation de 3% depuis fin janvier.

Livre sterling. Après s'être fortement repliée en juin et en octobre 1972, la livre sterling a débuté l'année 1973 à 10% environ au-dessous du cours établi par l'Accord de Washington par rapport au dollar et à la moyenne, pondérée en fonction des échanges de marchandises, des monnaies des principaux partenaires commerciaux de la Grande-Bretagne. Pendant la période sous revue, le cours de la livre a suivi, en gros, les trois phases qui ont caractérisé l'évolution des autres grandes monnaies européennes par rapport au dollar. Sur l'ensemble de la période toutefois, la livre n'ayant accusé qu'une progression de 2¼% par rapport au dollar, elle a en fait fléchi de 8½% sur une base pondérée.

Durant les cinq premiers mois de 1973, grâce à des taux d'intérêt relativement élevés au Royaume-Uni, et du fait que le secteur public a commencé à se procurer des montants importants de fonds à l'étranger, le sterling s'est apprécié de plus de 9% contre dollar, le cours au comptant atteignant son niveau maximum de \$2,59 au début de juin. Ce raffermissement a permis de contrebalancer un recul par rapport à d'autres grandes monnaies, de sorte qu'à la mi-mai le cours pondéré a fait apparaître une très légère appréciation par rapport au niveau du début de l'année.

A la fin du mois de mai, l'écart de taux d'intérêt en faveur du Royaume-Uni a commencé à disparaître et, peu après, le mouvement de hausse du cours au comptant a pris fin. Le 6 juillet, au moment où le dollar était au plus bas et comme d'autres monnaies européennes s'étaient revalorisées très fortement contre dollar pendant le mois de juin et durant les premiers jours de juillet, le cours de la livre a fait ressortir une dépréciation, par rapport à la troisième semaine de mai, de 8% sur une base pondérée, et les autorités ont dû intervenir massivement. A la suite de la tension du loyer de l'argent au Royaume-Uni, la situation de la livre s'est légèrement améliorée au mois d'août sur une base pondérée, le repli contre le dollar étant moins prononcé que contre la plupart des monnaies européennes; cependant, sous l'effet du nouvel accès de faiblesse en septembre, le cours pondéré est tombé au-dessous de son niveau de juillet. L'écart de taux d'intérêt a été de nouveau défavorable à la Grande-Bretagne, une certaine inquiétude s'est fait sentir au sujet de l'avenir des garanties dont étaient assorties les avoirs officiels en livres des pays de la zone sterling, jusqu'à l'annonce de leur prorogation le 6 septembre et, ce qui était plus grave, la balance des paiements a continué de se détériorer.

En octobre, la livre s'est légèrement redressée, tant à l'égard du dollar que vis-à-vis des autres monnaies; cependant, du début de novembre 1973 jusqu'au milieu de janvier 1974, le cours au comptant par rapport au dollar a fléchi de près de 30 cents, soit de 11%, pour atteindre un creux de \$2,15. A ce moment-là, le cours pondéré s'est établi à 10% au-dessous de celui de la mi-mai 1973 et à près de 20% au-dessous de la parité définie à Washington. A la situation déjà défavorable des paiements extérieurs sont venues s'ajouter, pendant cette période, les répercussions de la situation pétrolière et des conflits sociaux, qui ont atteint leur paroxysme lors de l'introduction de la semaine de trois jours dans un grand nombre de secteurs de l'industrie au début de 1974.

A la fin du mois de janvier et au début de février, la position de la livre s'est assez nettement améliorée. Ce mouvement, interrompu par la période électorale, a repris à la fin du mois de mars, le sterling étant recherché en tant qu'instrument de règlement des achats de pétrole. Fin mai, le cours au comptant par rapport au dollar se tenait à \$2,40 et avait rattrapé le terrain perdu en novembre-janvier, tandis que le cours pondéré dépassait de près de 3% son point le plus bas de janvier.

Sur le marché à terme, la livre a fait ressortir un déport contre dollar tout au long de la période examinée. Le déport maximum à trois mois, noté fin janvier 1974, a atteint 13½% l'an. Sur le marché de la devise-titres — sur lequel les résidents du Royaume-Uni peuvent, d'une part acheter les devises destinées à l'acquisition de valeurs mobilières et, si l'accès au marché officiel leur est interdit, se procurer les fonds nécessaires à leurs autres investissements à l'étranger et, d'autre part, céder 75% du produit de la vente de tels investissements — le cours de la livre a fait ressortir un déport considérable par rapport au cours officiel tout au long de la période examinée, les points extrêmes étant 9% en février 1973 et 34% début mars 1974.

Franc suisse. Après sa mise en flottement le 23 janvier 1973, le franc suisse s'était déjà apprécié de 19% à l'égard du dollar au moment où, malgré des interventions massives des autorités, la fermeture des marchés des changes est intervenue le 1er mars. Après avoir marqué une pause jusqu'à la mi-mai, le franc a participé au mouvement de hausse généralisée des monnaies européennes par rapport au dollar, le cours au comptant atteignant FS 2,68½ le 6 juillet. Ce cours correspondait à une revalorisation de 40% contre dollar depuis le début de l'année et de 21% sur une base pondérée en fonction des échanges commerciaux. Seul le deutsche mark a enregistré des taux de progression plus élevés. En effet, si le franc s'était apprécié d'environ 7% par rapport au deutsche mark pendant les deux premiers mois de l'année il accusait, fin juillet, une dépréciation de 10% à l'égard de la monnaie allemande par rapport au niveau de fin février.

Au cours de la période de raffermissement du dollar, qui va de juillet 1973 à janvier 1974, le recul du franc a d'abord été plus accentué que celui des autres grandes monnaies. A la fin du mois d'août, son cours s'est situé à 11,4% au-dessous de son niveau maximum contre dollar et à 8,4% sur une base pondérée. Cependant, de novembre 1973 à janvier 1974, le repli du franc suisse contre dollar (9,6%) a été moins fort que celui de la plupart des autres grandes monnaies. Le cours au comptant par rapport au dollar a atteint le 7 janvier 1974 son niveau le plus bas, soit FS 3,42¾, ou 22% au-dessous du maximum de juillet 1973. Sur une base pondérée, la dépréciation était légèrement supérieure à 10% par rapport au niveau de juillet.

Depuis lors, le franc suisse a, en compagnie du deutsche mark, accusé par rapport au dollar la hausse la plus prononcée de toutes les autres monnaies. A la mi-mai, sous l'effet de la réapparition de pressions spéculatives, le cours au comptant est monté à FS 2,78, soit un niveau voisin du maximum de juillet 1973 et de 23% au-dessus de celui du début janvier 1974. Dans le courant de la seconde quinzaine, il s'est toutefois replié à FS 2,93.

Yen. Après avoir été soumis à de fortes pressions à la hausse à partir de la fin janvier, le cours du yen a été libéré, en février 1973, à la suite de la dévaluation du dollar. Le cours au comptant s'est immédiatement apprécié de 14%, passant de Y 301 à près de Y 265. Lorsque commença le flottement généralisé, les autorités japonaises, bien que la situation des paiements se fût renversée et fit apparaître un déficit considérable, maintinrent ce cours jusque vers la fin d'octobre en vendant des montants considérables de dollars sur le marché des changes. De fin février à fin octobre 1973, les avoirs monétaires officiels du Japon envers l'étranger ont fléchi de \$5 milliards. Par suite du déclenchement de la crise pétrolière, les autorités japonaises adoptèrent une sorte de système de parité à crémaillère et laissèrent le cours du yen contre dollar fléchir graduellement à Y 280 à la mi-novembre et à Y 300 au terme de la seconde série de relèvements du prix du pétrole, ce qui aboutit à une dépréciation globale de 12%. A la suite des mesures de contrôle appliquées aux sorties de capitaux du Japon et de la levée des restrictions aux sorties de fonds des Etats-Unis, le yen s'est apprécié de 3½% contre dollar en février, puis de 4½% en mars. Son cours n'a plus guère varié depuis lors et, à la fin mai, il cotait au comptant Y 280.

Sur une base pondérée en fonction des échanges commerciaux, le cours du yen s'est replié presque tout au long de la période mai-juillet 1973; en août, il s'est légèrement raffermi pour amorcer un nouveau glissement jusqu'à atteindre le point le plus bas en janvier 1974. A ce niveau, la valeur pondérée du yen se situait environ 11% au-dessous de celle du 19 mars 1973. En mai 1974, le fléchissement n'atteignait plus que 7% environ.

Dollar canadien. Le dollar canadien a continué de flotter sans tendance définie et dans des limites étroites autour de la parité par rapport au dollar E.U. tout au long des onze premiers mois de 1973, les autorités étant intervenues de temps à autre en vue de maintenir des conditions ordonnées sur le marché. Les cours au comptant comme à terme se sont tenus, à de rares exceptions près, à l'intérieur de la fourchette \$E.U. 0,99-1,01. Cette évolution est assez remarquable si l'on tient compte, d'une part des fluctuations exceptionnelles enregistrées pendant cette période par le dollar E.U. à l'égard d'un grand nombre de monnaies européennes et, dans une moindre mesure, vis-à-vis du yen et, d'autre part, de l'importance que représentent les échanges commerciaux canadiens avec les pays des monnaies en question. Le seul mouvement digne d'être signalé, qui ait affecté le cours au comptant avant le déclenchement de la crise pétrolière, consiste en un très léger fléchissement au-dessous de la parité au troisième trimestre, imputable au niveau plus élevé des taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis.

Etant donné la forte position du Canada en ce qui concerne le pétrole, le dollar canadien s'est sensiblement revalorisé contre le dollar E.U. lors du déclenchement de la crise pétrolière. A la fin de 1973, le cours au comptant s'est à nouveau situé au-dessus de la parité par rapport au dollar E.U., et cette tendance s'est poursuivie pendant les premiers mois de 1974. Vers la fin de mai, le cours au comptant se tenait à \$E.U. 1,04, soit le niveau le plus élevé enregistré depuis la fin des années cinquante. Si l'on tient compte de la pondération en fonction des échanges commerciaux, les

fluctuations du cours de change du dollar canadien sont évidemment moins marquées que celles du dollar E.U. et se sont situées entre 1% au-dessous du niveau du 19 mars 1973 en septembre et près de 5% au-dessus de ce niveau en mai 1974.

Schilling autrichien. A la fin du mois de mars 1973, bien que l'Autriche ne participât pas au flottement européen concerté, les autorités décidèrent d'intervenir officiellement sur le marché dans la mesure nécessaire pour maintenir à l'intérieur d'une limite de 2¼% les cours réciproques du schilling par rapport aux monnaies du serpent. Malgré le déficit croissant du commerce extérieur autrichien, le choix de cette politique, ainsi que la décision de réévaluer la monnaie de 2¼% en mars 1973 et de 4,8% au début du mois de juillet, s'explique par le rôle dominant joué par l'Allemagne fédérale dans la situation des comptes extérieurs de l'Autriche. A noter, cependant, qu'au milieu du mois de mai 1974, l'Autriche a décidé, à la suite de fortes pressions sur le schilling, de relâcher les liens officiels qui l'unissaient aux monnaies du serpent en portant les marges de fluctuation à 4,5% dans chaque sens. En même temps, le niveau auquel le schilling est officiellement rattaché, sur une base pondérée, aux monnaies du serpent et au franc suisse, a été ajusté en hausse de 3% environ.

Pendant les trois grandes phases d'évolution du marché des changes depuis le début du flottement concerté, le schilling s'est apprécié de 22% contre dollar, de la mi-mars au début de juillet 1973, pour baisser ensuite de 20% jusqu'au début janvier 1974 et se retrouver, à la fin mai, à plus de 19% au-dessus du niveau le plus bas qu'il avait atteint en janvier. A la mi-mai 1974, la valeur pondérée du cours du schilling s'est accrue de 8% par rapport au milieu de mars 1973.

Autres monnaies. Les monnaies du Danemark, de la Norvège et de la Suède, qui s'étaient toutes les trois portées à leur plafond par rapport au dollar E.U. immédiatement avant la dévaluation de février 1973, et à nouveau à la fin de ce même mois, participèrent ensemble au flottement concerté à partir du milieu de mars 1973. Depuis lors, et jusqu'au début du mois de juillet, elles ont monté, par rapport au dollar, dans des proportions allant de 12½% dans le cas de la couronne suédoise à 15½% dans celui de la couronne norvégienne. A la fin janvier 1974, les monnaies danoise et suédoise étaient tombées de 8 à 9% au-dessous de leur cours de la mi-mars 1973 par rapport au dollar, mais la couronne norvégienne, grâce à la réévaluation de 5% en novembre 1973, n'a guère fléchi. A la fin de mai 1974, la couronne norvégienne se situait à 3½%, et les monnaies danoise et suédoise à environ 7%, au-dessous de leur cours maximum de juillet par rapport au dollar.

Le 4 juin 1973, les autorités finlandaises ont laissé flotter le cours du mark. Après s'être apprécié de 5½% à la fin juillet, celui-ci s'est replié ensuite de 8½% jusqu'à la fin de janvier 1974. Par la suite, il a regagné le terrain perdu entre juillet 1973 et janvier 1974.

La peseta espagnole est restée liée au dollar E.U. tout au long de 1973. Les autorités ont fixé des limites étroites d'intervention — qui furent modifiées de temps à autre — à l'intérieur d'une bande de 2¼% de part et d'autre de la parité par rapport au dollar. Etant donné le glissement du dollar jusqu'en juillet et la vigueur de la balance des paiements de l'Espagne, les autorités ont été amenées à résister aux fortes pressions

à la hausse qui se sont exercées sur la monnaie espagnole jusqu'à ce que la situation soit modifiée par le déclenchement de la crise pétrolière. Le raffermissement du dollar à la fin de 1973 les a conduites à laisser flotter le cours de leur monnaie à partir du 22 janvier 1974 sans abandonner, pour autant, les interventions officielles. Depuis lors, la peseta est demeurée à l'intérieur de l'ancienne marge de 2¼% de part et d'autre de la parité par rapport au dollar.

L'escudo portugais flotte depuis le 19 mars 1973. Après s'être revalorisé de quelque 15% à l'égard du dollar à la fin de juillet 1973, son cours était revenu, en janvier 1974, à 8% au-dessous du niveau de mars 1973. A la fin du mois de mai 1974, l'escudo se tenait à 3% au-dessus de ce niveau.

Autres événements dans le domaine des changes.

En dehors de l'évolution des cours de change, décrite dans la section précédente ainsi qu'au Chapitre I du présent Rapport, la période sous revue a été marquée par d'importants événements dans le domaine du contrôle administratif exercé par les principaux pays industriels sur les mouvements internationaux de fonds. Pendant le premier semestre de 1973, tandis que le dollar E.U. continuait de s'affaiblir, certains pays d'Europe ont renforcé les restrictions aux entrées de capitaux. Par la suite, en revanche, sous l'influence conjuguée du redressement du dollar et de la crise pétrolière, s'est entamé un processus de démantèlement de ces dispositifs, qui s'est poursuivi après la levée, par les Etats-Unis au début de 1974, des restrictions aux sorties de fonds. Un progrès sensible a ainsi été accompli dans le sens d'une plus grande liberté. En même temps, toutefois, certains pays dont la situation des paiements extérieurs s'est détériorée en 1973 et pendant les premiers mois de 1974, ont appliqué de nouvelles restrictions aux sorties de capitaux.

Parmi les diverses mesures prises dans ce domaine, la plus complète a été la suppression, par les *Etats-Unis*, à la fin de janvier 1974, des diverses restrictions imposées en 1963-68 aux exportations de capitaux par les résidents: taxe de péréquation de l'intérêt frappant l'acquisition de valeurs mobilières étrangères par des citoyens américains, limitations imposées aux transferts de fonds à l'étranger aux fins d'investissement direct par des sociétés américaines, et directives aux banques et établissements financiers des *Etats-Unis* sur la modération volontaire des prêts à l'étranger.

Immédiatement après, le *Canada* a rapporté toutes les directives relatives aux exportations de capitaux qui visaient à empêcher que des fonds en provenance des *Etats-Unis* ne soient exportés vers le reste du monde par le truchement du marché canadien. Ces directives s'adressaient notamment aux résidents, qui étaient invités à ne pas acquérir de valeurs mobilières assujetties à la taxe américaine de péréquation de l'intérêt - aux banques à charte et autres établissements financiers - qui devaient éviter d'accroître au-delà de certaines limites leurs positions créditrices nettes en devises à l'égard des résidents de pays autres que le *Canada* et les *Etats-Unis* - et enfin aux sociétés canadiennes autres que les établissements financiers - auxquelles il avait été demandé en 1968 de veiller à ce que leurs investissements hors du *Canada* et des *Etats-Unis* soient «compatibles» avec l'accès illimité du *Canada* au marché américain des capitaux.

En *Allemagne fédérale*, un certain nombre de mesures ont été prises pour restreindre les entrées de fonds en février 1973, c'est-à-dire au début de la période considérée. Elles instituaient une réglementation sur les achats de valeurs mobilières et les investissements directs effectués par les non-résidents, ainsi que sur les emprunts et crédits obtenus à l'étranger par les résidents. En juin, les cessions à des non-résidents d'effets de commerce et titres de créance analogues sur des résidents allemands ont été assujetties à autorisation officielle, ce qui revenait en pratique à les interdire. Immédiatement après la réévaluation du deutsche mark le 29 juin, les emprunts en devises liés à des exportations de biens et de services n'ont plus été permis qu'aux fins de couverture des risques de change. En même temps, le niveau de base au-delà duquel les engagements des banques à l'égard de non-résidents sont soumis à des réserves obligatoires supplémentaires a été réduit de 25%. Au début d'octobre, ce niveau a encore été abaissé de 15%. Dans l'intervalle, à la fin de juillet, les restrictions imposées aux achats de valeurs mobilières allemandes par des non-résidents ont été à nouveau renforcées.

Au début de 1974, les autorités allemandes ont commencé à assouplir les restrictions aux entrées de fonds. A partir du 1er janvier, les réserves obligatoires assises sur l'accroissement des engagements des banques à l'égard des non-résidents ont été supprimées, tandis que les réserves fondées sur les exigibilités ont été abaissées de 5 points dans chaque cas, et ramenées ainsi à 35, 30 et 25% respectivement pour les dépôts à vue, à terme et d'épargne. En même temps, les emprunts à l'étranger destinés au financement des importations ont été exemptés du régime du «Bardepot» (dépôt non rémunéré). Ces mesures ont été suivies, le 1er février, immédiatement après la suppression du contrôle sur les sorties de capitaux des Etats-Unis, de la suppression de la plupart des limitations imposées aux emprunts contractés à l'étranger par des résidents allemands ainsi qu'aux investissements directs et de portefeuille des non-résidents en Allemagne. La retenue à la source qui frappe les revenus des valeurs à revenu fixe acquises par des non-résidents a toutefois été maintenue. En même temps, le coefficient du «Bardepot» a été ramené de 50 à 20%.

En *Suisse*, de nouvelles mesures visant à limiter les entrées de capitaux ont été appliquées immédiatement après la mise en flottement du franc. Au début de mars 1973, les coefficients des réserves assises sur l'accroissement des engagements des banques à l'égard de l'étranger ont été relevés et, en outre, des réserves obligatoires ont été imposées sur l'encours de ces engagements. Les coefficients appliqués, qui variaient selon les catégories d'engagements, et aussi selon que ceux-ci étaient libellés en monnaie nationale ou en monnaies étrangères, s'échelonnaient entre 1 et 3% pour les réserves assises sur les encours et entre 7 et 56% pour tout accroissement des encours au-delà du niveau de fin février. Vers la fin mars, la part maximale des souscriptions de non-résidents aux émissions d'obligations étrangères en francs suisses et à celles de certificats à moyen terme en francs suisses (qui ne sont pas placées dans le public) a été ramenée de 40 à 35%. Enfin, au milieu d'avril 1973, le montant maximum des crédits en francs suisses que les résidents peuvent obtenir à l'étranger sans autorisation officielle a été ramené de FS 1 million à FS 500.000.

A partir d'octobre 1973, les autorités ont commencé à démanteler le dispositif de protection contre les entrées de fonds et à réduire le volume des exportations de

capitaux. Avec effet au 1er octobre, l'intérêt négatif de 2% par trimestre appliqué depuis juin 1972 à l'accroissement des dépôts bancaires en francs suisses de non-résidents a cessé d'être perçu, de même qu'a été supprimée l'obligation faite aux banques d'équilibrer quotidiennement leur position globale en devises (au comptant et à terme), qui avait été remise en vigueur en janvier 1973. En décembre 1973, puis en janvier et en avril 1974, les réserves obligatoires constituées par les banques auprès de la Banque Nationale en contrepartie des engagements à l'égard des non-résidents – qui avaient été relevées de 25% en octobre – ont été réduites (de 55% au total). En novembre 1973, le contingent trimestriel d'émissions d'emprunts étrangers sur le marché financier national a été ramené de FS 900 millions à FS 480 millions. En janvier 1974, le total de ces émissions a été réduit à FS 360 millions pour le premier trimestre de l'année. En même temps, les contingents trimestriels de souscription d'effets à moyen terme par des non-résidents et de prêts autorisés à des non-résidents ont été ramenés à 75% de la moyenne trimestrielle de 1973. Avec effet au 1er février ont été supprimées l'interdiction faite aux non-résidents d'effectuer des placements sous forme de valeurs mobilières suisses et d'hypothèques sur des biens immobiliers, l'obligation de conversion concernant les exportations autorisées de capitaux, et la limitation à 35% de la part des non-résidents dans les souscriptions à des émissions étrangères d'obligations libellées en francs suisses. A la fin de mai, toutes les émissions d'emprunts étrangers sur le marché suisse ont été suspendues, de même que le placement en Suisse, par des non-résidents, d'effets à moyen terme libellés en francs suisses.

En *Belgique* et au *Luxembourg*, après la crise monétaire de février–mars 1973, une commission de 0,25% par semaine a été perçue 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. Cette mesure a été suspendue en août, remise en vigueur à la mi-septembre et de nouveau rapportée dans les premiers jours de 1974. La rémunération des soldes des comptes de non-résidents en francs belges convertibles a de nouveau été autorisée à partir du 1er février 1974. En même temps, le versement des revenus des investissements et l'octroi de crédits bancaires en devises à des non-résidents ont été autorisés par l'intermédiaire du marché réglementé des changes. En septembre, et de nouveau en novembre 1973, les limites assignées aux banques en mars 1972 pour leurs engagements nets au comptant envers l'étranger, tant en francs belges convertibles qu'en devises négociables sur le marché réglementé des changes, ont été réduites.

Aux *Pays-Bas*, lors de l'entrée en vigueur en mars 1973 du régime de flottement concerté, les banques résidentes 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, et un intérêt négatif de 0,25% par semaine a été imposé sur toute augmentation ultérieure des dépôts en florins de non-résidents. Ces deux mesures ont été rapportées en mai 1973, un courant de sorties de fonds ayant alors pris naissance. Le 1er février 1974 ont été levées les restrictions mises en vigueur en septembre 1971 sur les achats à des résidents, par des non-résidents, d'obligations en florins cotées en bourse; de ce fait, le marché des changes séparé du florin (appelé «circuit du florin 0»); où se négociait le produit des cessions de ces obligations par les non-résidents, a été supprimé.

En France, à la suite de la décision de participer au flottement concerté, une série de mesures visant à dissuader les non-résidents de détenir des avoirs en francs au comptant et à terme furent prises en 1973 (voir 43e Rapport annuel, page 179). Ces mesures ont été suivies, en avril, d'un assouplissement de la réglementation sur les achats à terme de devises et sur l'octroi, par les résidents, de crédits à l'exportation. D'autres mesures destinées à décourager les entrées de fonds et à encourager les exportations de capitaux ont été prises en été, alors que le franc était encore relativement fort. Fin juillet, le coefficient des réserves obligatoires assises sur le total des engagements en francs des banques à l'égard des non-résidents a été porté de 12 à 14%. En août, les allocations touristiques aux résidents, ainsi que les transferts autorisés pour des achats d'immeubles à l'étranger et les donations à des parents demeurant à l'étranger, ont été fortement augmentés. En outre, une plus grande liberté a été accordée aux exportateurs et aux importateurs pour les règlements et les opérations de couverture à terme.

Cette tendance s'est toutefois renversée à la suite de la crise des changes qui a éclaté en septembre. En octobre, toutes les restrictions imposées en mars 1973 aux entrées de capitaux ont été supprimées; au début de janvier 1974, les entreprises françaises du secteur de l'énergie ont été encouragées à contracter des emprunts à moyen et à long terme sur les marchés étrangers et internationaux; enfin, à la suite de l'abandon par le franc du régime de flottement concerté, plusieurs autres modifications ont été apportées au contrôle des changes. En particulier, les prêts en francs français à des non-résidents ont été interdits, les réserves obligatoires applicables à l'encours des engagements des banques en francs à l'égard des non-résidents ont été supprimées, les achats de devises à terme ont été limités à la couverture des besoins d'importation pour une durée maximum de trois mois, et le délai-limite de rapatriement des recettes d'exportations a été fixé à six mois à dater de la livraison des marchandises. En même temps, le montant des emprunts que les résidents peuvent contracter à l'étranger sans autorisation préalable a été porté de FF 2 millions à FF 10 millions, et toutes les restrictions imposées aux ventes à terme de devises ont été supprimées.

En Italie, pendant toute la période sous revue, des mesures ont été prises tant en vue de limiter les sorties de capitaux que d'enrayer l'aggravation du déficit des paiements courants. En juillet 1973, les résidents italiens effectuant de nouveaux investissements à l'étranger ont été invités à déposer auprès de la Banque d'Italie, à des comptes non productifs d'intérêt, une somme égale à 50% de leurs investissements, et à laisser ces soldes en dépôt jusqu'à ce que lesdits investissements soient liquidés et le produit rapatrié. En même temps, il a été interdit d'effectuer des règlements anticipés d'importations autrement qu'en devises acquises auprès de banques italiennes. En mars 1974, les importations et les exportations de billets de banque italiens par des résidents et des non-résidents ont été limitées à LIT 20.000 par personne et par voyage; la limite a été portée à LIT 35.000 en mai. Qui plus est, au début de mai, les importations de marchandises autres que les matières premières et les biens d'équipement ont été assujetties, pour la plupart, à l'obligation de dépôt pour six mois, à un compte non productif d'intérêt, d'un montant égal à 50% de la valeur c.a.f. des marchandises en question. Pour renforcer l'efficacité de cette mesure, il a été interdit aux banques italiennes de garantir désormais les crédits accordés par les

fournisseurs étrangers aux importateurs italiens. Simultanément, l'allocation touristique en devises aux résidents italiens a été ramenée de LIT 500.000 par voyage à LIT 500.000 par an.

Au *Royaume-Uni*, les principales mesures prises pendant la période sous revue ont été celles qui visaient à faciliter le financement du déficit des paiements courants. Elles ont abouti à rendre le pays fortement importateur net de capitaux à long terme. A compter de mars 1973, les facilités de couverture de change (supprimées un an auparavant) ont été à nouveau accordées aux organismes du secteur public contractant à l'étranger des emprunts en dollars pour des périodes de cinq ans au minimum. En octobre, ce système a été étendu, dans des cas d'espèce, aux emprunts de même nature libellés en d'autres devises. En même temps, la période minimum pendant laquelle les autres résidents britanniques peuvent emprunter des devises pour régler des dépenses au Royaume-Uni a été ramenée de cinq à deux ans. A la fin de mars 1974, ces mesures ont été renforcées par un nouveau durcissement de la réglementation des investissements directs et de portefeuille effectués à l'étranger par les résidents britanniques. En premier lieu, la possibilité de financer les investissements dans les pays de la zone sterling et de la Communauté économique européenne avec des devises acquises sur le marché officiel des changes a été en général supprimée; les devises doivent être obtenues soit sur le marché du dollar investissement, soit par des emprunts à l'étranger, comme pour les investissements dans les pays n'appartenant ni à la C.E.E., ni à la zone sterling. En second lieu, le produit de la réalisation, par les résidents britanniques, d'investissements directs dans les pays non membres de la zone sterling extérieurs à la Communauté économique européenne, doit être cédé en totalité sur le marché officiel des changes, et non plus à raison de 25% seulement, tandis que le produit des ventes de valeurs mobilières de pays d'outre-mer de la zone sterling libellées en monnaies de ces pays doit maintenant, en règle générale, être négocié, à raison de 25%, sur le marché officiel des changes.

Les accords de garantie des balances sterling, conclus à l'origine en 1968 avec divers pays de la zone sterling et renouvelés par la suite en 1971 avec la plupart d'entre eux pour une durée de deux ans, sont venus à expiration le 24 septembre 1973. Le gouvernement britannique a toutefois proposé unilatéralement de maintenir la garantie pour une durée de six mois, et les pays précédemment liés par un accord ont pour la plupart accepté cette offre. La garantie devait entrer en jeu au cas où, durant ces six mois, la moyenne des cours quotidiens de la livre par rapport au dollar E.U. se situerait au-dessous de \$2,4213 (précédemment \$2,3760). Le 1er avril 1974, il a été de nouveau proposé de la maintenir jusqu'à la fin de l'année en cours. Depuis cette date, toutefois, la garantie est exprimée en fonction de la variation effective du taux de change de la livre (pondéré selon les échanges commerciaux) par rapport à un « panier » de dix monnaies étrangères représentatives. Le cours effectif du sterling, sur lequel est fondée la nouvelle garantie, a été fixé à 18,35% au-dessous du taux défini par l'Accord de Washington; ce dernier chiffre représente le pourcentage moyen de dépréciation de la livre entre le 25 septembre 1973 et le 31 mars 1974 par rapport aux parités ou taux centraux définis par l'Accord de Washington pour les dix monnaies en question. A la même date, la proportion minimum de livres sterling que les pays doivent détenir dans leurs réserves pour pouvoir bénéficier de la garantie a été réduite de 10%.

Au Japon, à la suite du renversement spectaculaire de la balance des paiements, qui s'est amorcé en mars 1973, un nombre considérable de modifications ont été apportées à la réglementation des changes à partir de l'automne, tant pour assouplir le contrôle des entrées de fonds de non-résidents que pour limiter les sorties de capitaux de résidents. En ce qui concerne les entrées de fonds de non-résidents, les étrangers ont été de nouveau autorisés, en octobre 1973, à accroître leur portefeuille de valeurs japonaises à revenu variable et, en décembre, à acquérir librement des valeurs à revenu fixe; en novembre et en décembre 1973, les règles relatives à la conversion de devises en yens pour inscription aux comptes en yens convertibles de non-résidents ont été modifiées dans un sens plus libéral; en décembre, le coefficient de réserves obligatoires appliqué à l'accroissement des comptes en yens convertibles a été ramené de 50 à 10%; en février 1974 les entreprises japonaises, notamment dans le secteur de l'énergie, ont été autorisées à emprunter à l'étranger plus librement qu'auparavant. En outre, à partir de novembre, les non-résidents n'ont plus été tenus de convertir immédiatement en devises 90% du produit des émissions d'obligations privées libellées en yens. Enfin, entre novembre 1973 et février 1974, les restrictions concernant la conversion en yens du produit des règlements anticipés d'exportations par les non-résidents ont été progressivement levées.

En ce qui concerne les sorties, au titre des transactions courantes, de capitaux japonais et la détention par les résidents d'avoirs en devises, il a été institué en décembre 1973 une allocation touristique en devises de \$3.000 par voyage (jusqu'alors, aucune limite n'était fixée au montant des devises que pouvait emporter un résident se rendant à l'étranger). En avril 1974, cette allocation a été réduite à \$1.500, et le montant maximum de billets de banque et de pièces de monnaie que les touristes japonais pouvaient exporter a été ramené de Y 100.000 à Y 30.000. A la fin de février 1974, les avoirs en devises que les résidents sont autorisés à détenir auprès des banques japonaises ont été réduits.

En janvier 1974, le programme de prêts et d'avances institué en septembre 1972 et prorogé en mai 1973 au profit des entreprises japonaises pour leurs opérations commerciales avec l'étranger et leurs investissements extérieurs a été limité aux industries «essentiels», et la fraction en devises de ces prêts, qui est directement prélevée sur les réserves monétaires japonaises, a été ramenée de 90 à 50%. En ce qui concerne également les investissements à l'étranger, des mesures ont été prises en avril 1974 en vue de limiter les sorties de fonds destinées à des projets autres que ceux qui impliquent l'acquisition ou la mise en valeur de ressources naturelles vitales. Auparavant, en décembre 1973, il avait été interdit aux résidents d'emprunter des devises pour acquérir des biens immobiliers à l'étranger, tandis que les sociétés japonaises avaient été autorisées à lancer des émissions de valeurs mobilières à l'étranger pour financer des investissements hors du Japon. Quant aux placements des résidents en titres étrangers à court terme, ils ont été assujettis, en novembre 1973, à des restrictions qui ont été renforcées en janvier 1974.

En Autriche, l'accord-cadre conclu en août 1971 entre les banques et la Banque Nationale d'Autriche, aux termes duquel les banques devaient déposer auprès de celle-ci, en compte non productif d'intérêt, 75% de toute augmentation de leurs engagements en schillings à l'égard des non-résidents, et ne pas accroître leurs liquidités

internes en cédant des avoirs en devises ou en réclamant le remboursement anticipé de prêts consentis à l'étranger, a été reconduit pour six mois à la fin de 1973. Quelques assouplissements lui ont été apportés en mars 1974 sous forme d'une modification de la date de référence pour le calcul de l'augmentation des engagements à l'égard de l'étranger, qui a été reportée du 13 août 1971 au 31 décembre 1973. Ont été également prorogées jusqu'à fin juin 1974 les mesures prises en novembre 1972 pour limiter les achats, par les non-résidents, de valeurs mobilières et biens immobiliers autrichiens, ainsi que les emprunts à l'étranger des résidents, destinés à financer des importations ou des investissements en Autriche.

En *Norvège*, la politique très restrictive suivie jusqu'alors à l'égard des achats d'actions norvégiennes par des non-résidents a été quelque peu assouplie en juillet 1973. Depuis lors, ces achats d'actions (sauf celles de compagnies d'assurance, de sociétés pétrolières et de compagnies de navigation) sont autorisés en principe, à condition qu'ils portent sur des valeurs cotées en Bourse et n'aboutissent pas à des prises de participation majoritaire de non-résidents dans les sociétés norvégiennes.

En *Finlande*, à la suite de la mise en flottement du mark finlandais, un système de paiement comptant a été mis en vigueur en juin 1973 pour les importations de biens de consommation (y compris les automobiles), et les importations de capitaux à long terme ont été assujetties à la constitution d'un dépôt spécial auprès de la banque centrale.

Au *Portugal*, l'allocation touristique, jusqu'alors illimitée, que les résidents se rendant à l'étranger pouvaient obtenir en devises ou en monnaie nationale a été fixée, depuis le début de mai 1974, à ESC 25.000 au maximum par personne et par voyage; en outre, depuis cette date, les résidents sont priés de ne sortir du pays ni bijoux, ni autres objets de valeur.

En *Turquie*, au milieu de mai 1974, la livre a été ajustée en hausse de 3,7% par rapport au dollar E.U., le taux de change de £TQ 14 = \$E.U. 1 en vigueur depuis le réaligement de décembre 1971 passant à £TQ 13,50 = \$E.U. 1.

Parmi les *pays de la zone sterling*, un certain nombre de modifications ont été apportées aux taux de change pendant la période sous revue. En *Australie*, le dollar a été réévalué de 5% en septembre 1973, la nouvelle parité étant fixée à \$A 1 = 1,09578 gramme d'or fin et le cours en dollar a été établi à \$A 0,67 = \$E.U. 1. En octobre, le coefficient du dépôt obligatoire à constituer en contrepartie des nouveaux emprunts extérieurs, revêtant d'autres formes que les émissions d'actions à l'étranger et les crédits commerciaux, a été porté de 25 à 33¼%.

En *Nouvelle-Zélande*, le dollar a été ajusté en hausse, par rapport au dollar E.U., de 3% en juillet 1973, puis de 10% en septembre. Depuis lors, le taux de change du dollar est resté à \$NZ 0,68 = \$E.U. 1.

En *Afrique du Sud*, le cours du rand a progressé par rapport au dollar de 11,1% à la suite de la dévaluation de la monnaie américaine en février 1973. Au début de juin, les autorités ont décidé de ne pas maintenir le taux de change par rapport au dollar à l'intérieur des marges autorisées de part et d'autre de la parité. Des nouveaux cours

acheteur et vendeur du dollar ont été annoncés et correspondent à une hausse supplémentaire d'environ 5% du cours du rand. En septembre 1973, l'Afrique du Sud a accepté les obligations de l'article VIII des statuts du F.M.I.

En *Islande*, la couronne, qui avait été dévaluée en même temps que le dollar en février 1973, a été ultérieurement réévaluée à trois reprises, en avril, juin et septembre 1973, et son taux de change a été porté à KIS 84 = \$E.U. 1. A partir du 1er janvier 1974, les autorités l'ont laissé descendre jusqu'à ce qu'il atteigne KIS 89,10 = \$E.U. 1 le 17 mai, date à laquelle il a été procédé à un nouvel ajustement, qui l'a porté à KIS 92,80 = \$E.U. 1.

D'autre part, *Singapour* et la *Malaisie* ont détaché leur monnaie du dollar et l'ont laissée flotter librement en juin 1973. *Chypre* a suivi le mouvement en juillet et le *Malawi* en novembre. En février 1974, la monnaie des îles *Fidji* a été détachée de la livre sterling et rattachée au dollar, avec un taux de change de \$FIDJI 1,25 = \$E.U. 1.

Dans la zone du franc français, l'Union monétaire d'Afrique de l'Ouest a été prorogée en janvier 1974 avec certaines modifications. A partir de cette date, la France assure aux réserves monétaires en francs français des membres de l'Union (Côte d'Ivoire, Dahomey, Haute-Volta, Niger, Sénégal et Togo) une garantie en or (au prix officiel), en D.T.S. et en unités de compte européennes. De plus, ces pays ne sont désormais tenus que de conserver 60% au moins de leurs réserves auprès du Trésor français, au lieu de 100% précédemment. A la suite de la décision de retirer le franc français du groupe des monnaies européennes flottant conjointement par rapport au dollar, toutes les monnaies de la zone franc sont restées rattachées au franc français.

En *Argentine*, le taux de change officiel est resté fixé à M\$N 5 = \$E.U. 1 et le cours du peso financier à M\$N 9,98 pendant la période sous revue. La fraction des opérations de change qui doit être réglée par l'intermédiaire du marché financier a toutefois continué de s'accroître. Depuis juillet 1973, les résidents doivent céder au marché financier, dans les trente jours de leur encaissement, les recettes en devises autres que celles qui proviennent d'exportations; depuis août 1973, tous les règlements d'importations en provenance de pays membres de l'Association latino-américaine de libre échange doivent être effectués avec des devises achetées sur le marché financier. Au *Brésil*, le taux de change a été ajusté en baisse à six reprises par rapport au dollar depuis fin mai 1973, le pourcentage total de la dévaluation s'établissant à 7%. Vers la fin mai 1974, le taux de change était de \$CR 6,55 pour un dollar. Au *Chili*, le système de taux de change multiples, après avoir été quelque peu simplifié en juillet, a été ramené à un système à double taux. Au début d'octobre 1973, un taux de ESC 280 = \$E.U. 1 a été fixé pour le commerce extérieur et les transactions financières autorisées, et un taux de ESC 850 = \$E.U. 1 pour le tourisme. Depuis lors, le taux de change principal a été dévalué à plusieurs reprises d'un pourcentage total de 58%, et s'est établi à ESC 660 = \$E.U. 1 à la fin mai 1974; le taux touristique, en revanche, a été réévalué de 18% au total et porté à ESC 720 = \$E.U. 1.

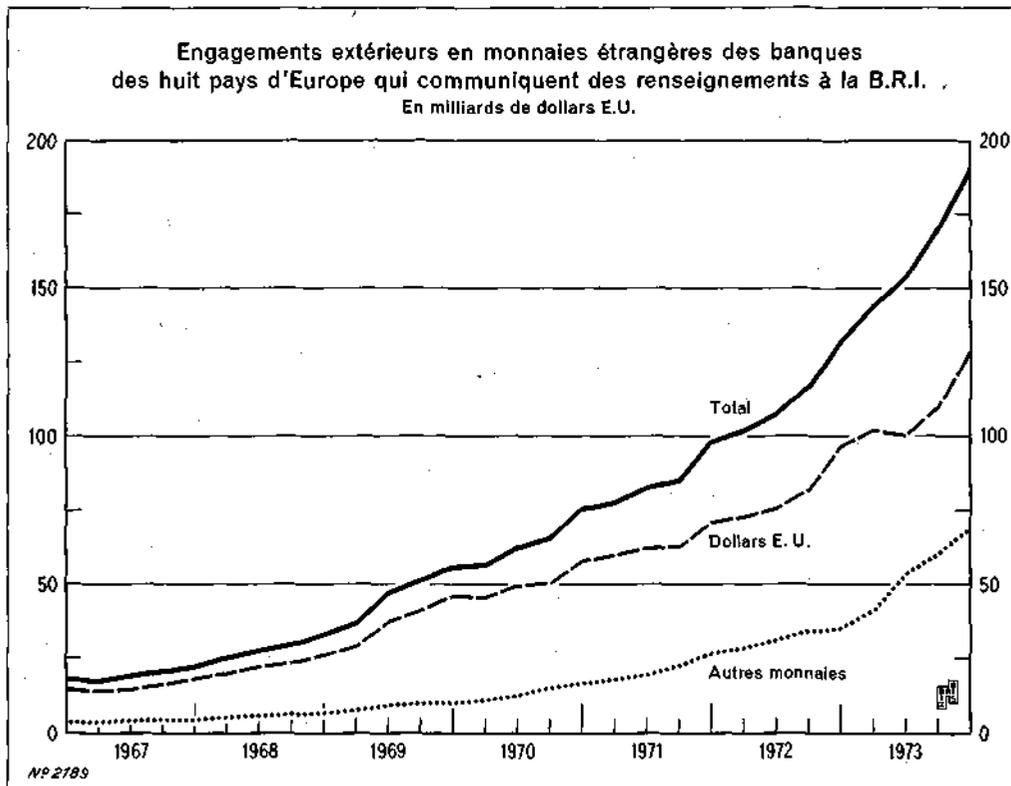
En *Colombie*, la monnaie s'est dépréciée d'environ 9% par rapport au dollar E.U., son taux passant de \$COL 23,4 à \$COL 25,6 pendant la période sous revue. Au milieu de 1973, l'obligation de dépôt préalable de 50% frappant les achats de devises à

des fins touristiques a été levée. A *Costa Rica*, le système du double taux de change a été supprimé en avril 1974, le taux du marché officiel ayant été aligné, par une dévaluation de 23%, sur celui du marché libre, à COLONES 8,6 = \$E.U. 1. En *Uruguay*, le peso a été dévalué dix fois par rapport au dollar entre fin mai 1973 et fin avril 1974; à la suite de ces modifications représentant au total une dévaluation de 20%, son taux de change s'établit à \$UR 1.084 = \$E.U. 1. De cette façon, le cours officiel et le cours du marché libre ont été maintenus la plupart du temps assez près l'un de l'autre.

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

Le marché des euro-monnaies.

Une fois de plus, le marché des euro-monnaies s'est rapidement développé en 1973. Les avoirs et les engagements 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 respectivement de 43% et de 45%, pour atteindre \$189 milliards et \$191 milliards. Cette progression est, en pourcentage, la plus forte qui ait été enregistrée depuis 1969, année pendant laquelle le marché avait connu un essor vigoureux du fait d'emprunts massifs en euro-dollars contractés par les banques des Etats-Unis. En valeur absolue, l'accroissement des avoirs (\$57 milliards) et des engagements (\$60 milliards) n'a jamais été aussi prononcé. Déduction faite de l'incidence des 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 euro-monnaies accordés par les banques recensées s'est accru de près de \$40 milliards, pour s'établir à \$132 milliards; la composante-dollar, en progression de quelque \$26 milliards, peut être évaluée à \$97 milliards. Si l'on tient compte de l'activité des centres d'euro-monnaies situés en dehors de l'Europe, tels que les Bahamas, où les positions extérieures des banques se sont



développées de près de 90% l'année dernière, l'accroissement de l'encours des crédits en devises, déduction faite des duplications d'écritures, s'est élevé à \$155 milliards environ à la fin de 1973, contre un chiffre de près de \$105 milliards au 31 décembre 1972.

Au premier trimestre de 1974, le marché a continué de se développer vigoureusement. Selon des indications préliminaires, on peut penser que le volume des crédits accordés en euro-monnaies par les banques recensées s'est établi à la fin du mois de mars à \$145 milliards - et à \$170 milliards si l'on tient également compte des banques des autres centres.

Principaux facteurs d'expansion. L'essor du marché des euro-monnaies pendant la période sous revue est dû à un ensemble de facteurs exogènes et à la dynamique propre du marché. Au cours des dernières années, l'arrivée d'un nombre croissant de banques sur le marché des euro-monnaies et le renforcement des contrôles des changes appliqués aux emprunts en euro-devises dans plusieurs pays industriels ont provoqué une intensification de la concurrence entre les banques, qui se sont activement livrées à la conquête de nouveaux clients, tout en mettant au point de nouveaux instruments de financement. S'il est un domaine où ces efforts des euro-banques ont été largement couronnés de succès, c'est celui des prêts aux pays en voie de développement. Sur la base d'une estimation approximative, mais assez prudente, les crédits à moyen et à long terme accordés en euro-monnaies à ces pays seraient passés de \$1,8 milliard en 1971 à \$4,5 milliards en 1972 et à \$10 milliards en 1973. Il s'agit dans la plupart des cas de crédits «roll-over» (tacitement renouvelables, à taux flottants).

Ces crédits, dont les taux d'intérêt sont ajustés périodiquement selon l'évolution des taux interbancaires, ont constitué le second domaine dans lequel les euro-banques ont obtenu d'excellents résultats en 1973. Bien que ce système de financement ait été en vigueur depuis de nombreuses années, son application en 1973 a été encouragée par le climat général d'incertitude et d'inflation. Il a permis aux banques d'offrir des rendements assez élevés sur les dépôts à court terme effectués par des investisseurs peu enclins à immobiliser leurs ressources sur de longues périodes à taux d'intérêt fixe. En même temps, les banques ont pu ainsi contracter des engagements de prêt à long terme sans courir le risque d'être elles-mêmes gênées en cas de hausse ultérieure des taux des dépôts. Les emprunteurs ont bénéficié de l'avantage d'être protégés contre le risque de devoir verser des taux d'intérêt excessifs dans l'hypothèse où l'inflation viendrait à se ralentir. Enfin, comme les crédits «roll-over» peuvent en général être dénoués avant terme sans versement de pénalité, les emprunteurs ont toute latitude pour rembourser à la date de leur choix et se refinancer sur le marché des obligations ou par le canal d'une autre monnaie.

Un autre système qui s'est révélé hautement efficace concerne la technique des prêts accordés par des consortiums; il s'agit, en d'autres termes, de répartir le financement d'un prêt entre un nombre assez élevé de banques. De ce fait, le marché est virtuellement en mesure de répondre dorénavant sans limitation à toute demande de prêt quel qu'en soit le volume. Alors que, sur le marché des euro-obligations par exemple, les plus larges émissions n'ont jamais dépassé \$100 millions, le marché des euro-monnaies a été en mesure de faire face à des demandes de prêt de

\$1.000 millions ou plus. Cette capacité d'absorption a été particulièrement importante en 1973 en raison, d'une part, du recours croissant au marché des euro-monnaies d'organismes publics ou semi-publics, dont les besoins d'emprunt étaient très vastes et, d'autre part, des appels au crédit portant sur des montants de plus en plus considérables en vue de financer de grands projets dans le secteur énergétique. On peut estimer que le volume global des facilités de prêt en euro-monnaies octroyées par des consortiums — il s'agit essentiellement de crédits « roll-over » — sont passées d'environ \$11 milliards en 1972 à \$22 milliards l'année dernière, atteignant au seul premier trimestre de 1974 quelque \$14 milliards.

Mis à part ces influences générales, plusieurs facteurs spéciaux permettent également d'expliquer la croissance extrêmement rapide du marché des euro-monnaies en 1973. En ce qui concerne d'abord l'emploi des ressources, le dollar a parfois fait l'objet d'une demande intense à des fins spéculatives ou de couverture, notamment pendant le premier trimestre de 1973. Il convient également de signaler que la faiblesse des bourses de valeurs mobilières, et plus particulièrement des marchés des euro-obligations, a eu pour conséquence de développer sensiblement le recours des emprunteurs aux marchés du crédit bancaire. Par ailleurs, en Italie et au Royaume-Uni, des entreprises publiques ont été encouragées par les autorités, pour des raisons de balance des paiements, à couvrir leurs besoins financiers par des emprunts en euro-monnaies. Le montant des fonds collectés sous cette forme par ces deux pays s'est élevé à \$6,7 milliards en 1973. Enfin, par suite de la vive expansion du commerce mondial, et en raison de la hausse des cours des matières premières, le financement du commerce international s'est effectué dans de plus fortes proportions en euro-devises.

En ce qui concerne l'origine des ressources du marché, la montée en flèche des taux des dépôts a une fois de plus permis, sans difficulté aucune, d'attirer de nouveaux fonds. Ont également contribué à cette évolution le nouveau resserrement du dispositif de contrôle appliqué aux entrées de capitaux étrangers dans divers pays d'Europe continentale et le fait que, dans plusieurs pays, le niveau des taux d'intérêt des dépôts en monnaie nationale n'a, en raison des rigidités institutionnelles ou des restrictions officielles, reflété qu'en partie la hausse accélérée des prix. Comme les années précédentes, les dépôts effectués par des autorités monétaires officielles ont encore constitué, avec un total de près de \$8 milliards à \$10 milliards, un facteur important d'expansion des ressources. Celle-ci s'explique essentiellement par la progression assez vive des réserves des pays en voie de développement, elle-même attribuable en partie à des emprunts effectués par ces pays sur l'euro-marché. Enfin et surtout, la poursuite de la croissance rapide des agrégats monétaires dans plusieurs pays industriels a contribué, à n'en pas douter, à une nouvelle et forte extension du marché.

Contre toute attente, l'adoption de taux de change flottants et le changement de sens du solde de la balance des paiements des Etats-Unis qui, de déficitaire est devenue excédentaire, ne semblent pas avoir sensiblement entravé le développement du marché. On constate en effet que, même après correction pour tenir compte de l'influence de facteurs purement saisonniers, son rythme de croissance s'est accéléré au second semestre de 1973.

Au premier trimestre de 1974, on a assisté à une nouvelle intensification des forces expansionnistes opérant sur le marché. Du côté des emplois, la nécessité de financer les

déficits de paiements auxquels s'attendaient les autorités par suite de la hausse du prix du pétrole a multiplié les emprunts du secteur public. Les lignes de crédit ouvertes par les consortiums des euro-banques aux gouvernements ou organismes publics de France, d'Italie et du Royaume-Uni se sont ainsi élevées, à elles seules, à \$8,0 milliards, bien qu'il n'ait été effectivement utilisé qu'un peu moins de la moitié de cette somme. D'autres emprunteurs ont obtenu environ \$6 milliards de nouvelles facilités de prêt à moyen et à long terme en euro-monnaies, dont, près de \$3 milliards pour le compte des pays en voie de développement. Au Japon, ce sont les banques qui ont été amenées à emprunter à l'étranger; leurs engagements extérieurs en chiffres bruts ont progressé de \$5 milliards au premier trimestre de cette année, dont une large part semble avoir été collectée sur le marché des euro-monnaies. Un autre facteur expansionniste important, lié également en partie aux répercussions de la hausse du prix du pétrole sur les balances des paiements, a été la suppression ou l'atténuation des mesures de contrôle appliquées aux entrées de capitaux dans les pays d'Europe continentale. Cette évolution peut avoir quelques effets positifs sur la qualité des crédits en euro-devises, étant donné qu'elle tend à faire revenir vers les euro-banques le petit noyau de clientèle industrielle de première catégorie des pays d'Europe, dont l'importance relative dans les bilans des banques avait fléchi ces dernières années.

En ce qui concerne l'origine des ressources du marché des euro-monnaies, on relevait déjà certains indices d'un accroissement des entrées de fonds en provenance des pays exportateurs de pétrole. La suppression des restrictions appliquées par les Etats-Unis au titre de la balance des paiements a été un autre événement d'une grande portée. Cette mesure semble avoir donné naissance à un important apport de fonds américains à l'euro-marché, en particulier sous forme de certificats de dépôt à moyen terme en dollars à Londres, les engagements à ce titre des banques britanniques s'étant accrus, entre le 15 janvier et le 15 avril, de \$3,0 milliards, soit de près de 30%. D'une façon plus générale, l'abolition des mesures américaines de contrôle sur les mouvements de capitaux conduira à une plus grande interdépendance du marché des euro-monnaies et des marchés financiers des Etats-Unis. Les taux des euro-dollars auront tendance à s'aligner encore plus étroitement que jusqu'à présent sur l'évolution des taux d'intérêt aux Etats-Unis. En d'autres termes, toute offre ou demande excédentaire d'euro-dollars, imputable par exemple à l'investissement des surplus des pays pétroliers ou aux emprunts des pays déficitaires, sera vraisemblablement compensée par des flux en direction ou en provenance des Etats-Unis, sans que les taux des euro-dollars subissent d'importantes fluctuations par rapport aux taux d'intérêt américains.

Evolution trimestrielle en 1973. Etant donné que le développement du marché a subi d'importantes modifications de structure au cours de 1973, il n'est pas sans intérêt d'examiner la situation trimestre par trimestre.

Au premier trimestre de 1973, le marché des euro-monnaies a été dominé par les événements survenus sur le marché des changes. L'effondrement de la confiance dans le dollar a provoqué une forte demande de ressources en euro-dollars — en particulier par les banques elles-mêmes — à des fins de conversion en monnaie nationale ou en monnaies tierces. En même temps, les détenteurs de dollars ont eu tendance à retirer leurs fonds ou à les convertir en d'autres monnaies. L'accroissement de la demande et

la réduction simultanée de l'offre d'euro-dollars ont provoqué une montée en flèche des taux d'intérêt des euro-dollars qui, par elle-même, a eu tendance à freiner les emprunts en euro-dollars aux fins de spéculation et de couverture ainsi que les retraits nets par les déposants. En fait, si la hausse des taux d'intérêt n'avait pas eu d'autres répercussions, le marché n'aurait pas contribué de façon sensible à la pression générale à la baisse du dollar qui s'est exercée sur les marchés des changes. Or, par suite de la hausse des taux des euro-dollars, la prime qu'ils faisaient ressortir par rapport aux taux comparables obtenus aux Etats-Unis allait en s'élargissant. En conséquence, les emprunteurs ont eu tendance à se détourner de l'euro-marché et à s'adresser aux Etats-Unis pour se procurer des fonds en dollars alors que, parallèlement, les résidents américains, ainsi que des non-résidents – privés et officiels – détenteurs de monnaie américaine, ont eu tendance à transférer leurs avoirs en dollars des Etats-Unis vers le marché de l'euro-dollar. Bien que ces sorties nettes de capitaux des Etats-Unis, engendrées par les écarts de taux d'intérêt, aient contribué à rétablir l'équilibre sur le marché de l'euro-dollar, elles ont encore accentué la faiblesse de la monnaie américaine sur les marchés des changes.

Les mouvements décrits ci-dessus se sont reflétés en partie dans les statistiques sur les euro-monnaies: le trait le plus frappant qui s'en dégage est le revirement de \$5,2 milliards de la position nette en dollars des banques recensées qui, de créditrice, est devenue débitrice. Comme l'augmentation des créances en dollars des banques sur les résidents peut être estimée à \$0,7 milliard, ces dernières ont dû vraisemblablement convertir près de \$4,5 milliards de dollars en d'autres monnaies. Ce mouvement semble s'être produit entièrement aux mois de février et mars 1973. Une partie de ces conversions ont probablement été effectuées de la propre initiative des banques qui ont, semble-t-il, pris elles-mêmes des positions courtes en dollars ou procédé, par suite du déport important coté par la monnaie américaine, à des arbitrages couverts, en d'autres devises, pour profiter de l'écart des taux d'intérêt. Il est possible cependant que ce phénomène s'explique bien davantage par le fait que les banques se sont vu offrir par leur clientèle un volume abondant de dollars à terme et qu'elles ont couvert ces achats en empruntant du dollar pour le vendre au comptant.

En revanche, les statistiques ne font guère ressortir une accélération des emprunts en euro-dollars par le secteur non bancaire, ce qui s'explique probablement par la vive hausse des taux d'intérêt et par les politiques suivies par les banques en matière de prêts. Il se peut toutefois que les fonds en euro-dollars collectés par le secteur non bancaire pour des raisons de couverture et de spéculation aient compensé une contraction des emprunts en euro-dollars à d'autres fins, ce que les chiffres globaux ne reflètent pas. De même, l'accroissement persistant des dépôts en euro-dollars du secteur non bancaire est à coup sûr dû au fait que les retraits de dollars opérés par la clientèle des banques, en raison des incertitudes liées au taux de change, ont été largement compensés par l'apport de nouveaux fonds attirés vers le marché par le niveau élevé des taux d'intérêt. Il ne fait en effet aucun doute que des fonds ont été acheminés des Etats-Unis vers le marché de l'euro-dollar, les engagements des euro-banques à l'égard de ce pays s'étant accrus de \$2 milliards, soit de 25%. Ce chiffre ne correspond toutefois pas au flux total, puisqu'il ne comprend pas les capitaux américains qui ont pu venir sur le marché par l'intermédiaire de pays tiers, ni les fonds transférés des Etats-Unis

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

A la fin de	Dollars		Autres monnaies étrangères						
	Total	Dont à l'égard du secteur non bancaire	Total	Dont					Francs français
				à l'égard du secteur non bancaire	Deutsche marks	Francs suisses	Livres sterling	Florins	
en millions de dollars E.U.									
Engagements									
1967 décembre	18.120	4.680	4.330	470	1.670	1.400	800	100	150
1968 décembre	26.870	6.240	6.890	1.040	3.010	2.290	800	250	230
1969 décembre	46.200	10.460	10.640	1.320	4.640	4.030	810	350	210
1970 décembre	58.700	11.240	16.590	2.450	8.080	5.720	940	550	420
1971 décembre	70.750	9.980	26.980	2.750	14.630	7.760	2.110	860	440
1972 mars	73.100	10.050	28.490	2.760	14.640	7.560	2.640	880	820
juin	75.930	11.340	31.390	3.670	16.130	8.540	3.030	980	980
septembre	82.130	11.700	34.240	3.940	18.770	8.650	2.420	1.230	1.260
décembre	96.730	11.810	35.200	3.520	19.540	8.910	2.210	1.360	1.080
1973 mars	102.070	12.940	41.860	4.740	21.930	11.280	2.940	1.230	1.740
juin	100.110	13.680	53.620	5.560	29.650	12.940	4.040	2.210	2.260
septembre	109.740	14.480	60.060	5.810	32.480	15.980	4.050	2.510	2.570
décembre	130.470	16.370	60.960	5.610	32.140	17.060	4.790	2.260	2.160
<i>Pour mémoire:</i>									
<i>Position à l'égard des résidents*</i>									
1971 décembre		2.450		1.150					
1972 décembre		3.260		1.720					
1973 décembre		5.020		2.560					
Avoirs									
1967 décembre	19.890	3.430	4.960	850	2.060	1.110	870	230	240
1968 décembre	30.430	5.150	7.400	1.500	3.920	1.820	610	290	240
1969 décembre	47.630	6.090	10.700	2.160	5.990	2.980	580	370	150
1970 décembre	60.370	11.850	17.880	4.670	10.110	5.080	610	560	400
1971 décembre	71.500	14.360	28.630	6.750	16.220	8.180	1.620	700	490
1972 mars	73.750	13.650	29.500	6.770	16.480	8.150	1.620	630	630
juin	77.190	15.030	31.910	7.410	18.130	9.040	1.790	640	720
septembre	84.080	16.290	33.610	8.350	20.240	8.200	1.920	660	880
décembre	98.000	18.340	33.840	8.000	20.390	7.780	2.180	720	700
1973 mars	98.100	19.450	43.100	9.230	27.030	8.910	2.420	1.090	1.190
juin	101.270	20.290	51.330	10.710	32.460	10.180	3.050	1.320	1.470
septembre	111.880	21.160	55.740	12.420	34.140	13.020	2.740	1.300	1.560
décembre	133.760	23.870	54.840	12.000	31.400	14.590	3.150	1.320	1.750
<i>Pour mémoire:</i>									
<i>Position à l'égard des résidents*</i>									
1971 décembre		5.850		1.770					
1972 décembre		5.120		3.530					
1973 décembre		8.830		5.150					
Position nette									
1967 décembre	1.770	-1.250	630	380	390	- 290	70	130	90
1968 décembre	3.560	-1.090	510	460	910	- 470	- 190	40	10
1969 décembre	1.430	-4.370	60	840	1.350	-1.050	- 230	20	- 60
1970 décembre	1.670	610	1.290	2.220	2.030	- 640	- 330	10	- 20
1971 décembre	750	4.380	1.650	4.000	1.590	420	- 490	- 160	50
1972 mars	650	3.600	1.010	4.010	1.840	590	-1.020	- 250	- 190
juin	1.260	3.890	520	3.740	2.000	500	-1.240	- 340	- 260
septembre	1.950	4.590	- 630	4.410	1.470	- 450	- 500	- 570	- 380
décembre	1.270	6.530	-1.360	4.380	850	-1.030	- 30	- 640	- 380
1973 mars	-3.970	6.510	1.240	4.490	5.100	-2.370	- 520	- 140	- 550
juin	1.160	6.610	-2.290	5.150	2.610	-2.760	- 990	- 890	- 790
septembre	2.140	6.680	-4.320	6.610	1.660	-2.960	-1.310	-1.210	-1.010
décembre	3.290	7.500	-6.120	6.390	- 740	-2.470	-1.640	- 940	- 410
<i>Pour mémoire:</i>									
<i>Position à l'égard des résidents*</i>									
1971 décembre		3.400		620					
1972 décembre		1.860		1.810					
1973 décembre		3.810		2.590					

* A l'exclusion de l'Allemagne fédérale.

sur le marché de l'euro-dollar par des détenteurs étrangers — officiels ou privés — de dollars.

L'évolution des marchés des changes s'est également reflétée dans la décomposition par monnaies de la croissance du marché des euro-devises. Alors que les avoirs extérieurs en dollars des banques recensées ne font pratiquement apparaître aucune progression pendant le premier trimestre, leurs éléments d'actif en autres devises ont augmenté de \$9,3 milliards. En ce qui concerne les ressources, la situation est quelque peu différente, en ce sens que les engagements en dollars se sont accrus de \$5,3 milliards et ceux en autres monnaies étrangères de \$6,7 milliards. L'expansion des avoirs et des engagements libellés en d'autres monnaies que le dollar est toutefois due, à raison de \$3 milliards à \$4 milliards environ, à l'incidence de modifications des taux de change.

Les monnaies autres que le dollar ont continué de jouer un rôle important dans l'expansion du marché pendant le deuxième trimestre, pendant lequel les engagements et les avoirs autres que ceux en dollars ont fait ressortir des progressions de \$11,8 milliards et \$8,2 milliards respectivement. Pendant cette période, les engagements en dollars des banques recensées ont fléchi de \$2 milliards tandis que, assez curieusement, leurs actifs en dollars ont augmenté de \$3,2 milliards. Compte tenu de l'augmentation, estimée à \$0,6 milliard, des créances nettes en dollars sur les résidents, ces chiffres donnent à penser que, après avoir arbitré \$4,5 milliards de dollars contre d'autres monnaies au premier trimestre, les banques recensées ont reconverti un montant de \$5,8 milliards en dollars au trimestre suivant. Alors que les euro-banques ont eu tendance à accentuer la faiblesse du dollar au premier trimestre, elles ont en revanche apporté un soutien non négligeable à cette monnaie au cours des trois mois suivants. Il semble en fait que, par suite du flottement des autres principales monnaies, la pression à la baisse sur le dollar se soit déplacée des marchés à terme vers ceux au comptant. Le volume des dollars cédés à terme aux euro-banques par leurs clients a marqué un recul brutal, et les banques ont équilibré leur position par des achats au comptant. En outre, elles ont vraisemblablement dénoué les positions courtes qu'elles avaient prises sur la monnaie américaine pour leur propre compte. Sur la base de données incomplètes, il apparaît que la plupart des reconversions en dollars se sont produites en avril et en juin, tandis qu'en mai on n'aurait assisté qu'à des mouvements de faible ampleur.

Au premier trimestre de 1973, les euro-banques ont enregistré un flux net de \$2,2 milliards en direction de l'Allemagne, alors qu'au deuxième, on a assisté à un mouvement de \$2,0 milliards en sens opposé. On a noté en outre, pendant le deuxième trimestre, d'importantes entrées de fonds sur le marché en provenance de Suisse et des Pays-Bas, et les créances nettes des banques sur les Etats-Unis ont légèrement augmenté.

C'est là que se pose la question de savoir pourquoi le dollar a continué de s'affaiblir par rapport aux autres monnaies au cours du deuxième trimestre malgré l'important mouvement de conversions en cette monnaie effectuées par les euro-banques. On peut en trouver en partie l'explication dans le montant élevé de dollars cédés par les autorités japonaises pour soutenir le yen; il semble qu'il y ait eu également une certaine diversification des réserves des banques centrales au détriment du dollar et au profit de dépôts en euro-monnaies autres que le dollar. Comme ces cessions de dollars n'ont pas eu leur contrepartie dans un excédent de paiements des Etats-Unis et que les principales monnaies flottaient par rapport au dollar, il se pourrait qu'elles aient exercé sur

ce dernier une pression à la baisse. Quoi qu'il en soit, comme la confiance était faible et que les marchés des changes étaient également étroits et instables, un excédent d'offre de dollars, même minime, suffisait pour provoquer une dépréciation relativement forte de la monnaie américaine.

Bien que le rythme de l'expansion se ralentisse généralement en été, la croissance du marché s'est accélérée au troisième trimestre de 1973. Le mouvement net de conversions en dollars par les banques s'est poursuivi, mais dans des proportions plus réduites. Les données mensuelles disponibles font ressortir en effet d'importantes conversions en dollars en juillet et en août, suivies en septembre d'un vaste mouvement de désengagement. En même temps, le dollar a recouvré sa place prééminente dans l'accroissement du marché, puisqu'il a représenté près de 70% de la progression des avoirs et 60% de celle des engagements. Par suite de l'affaiblissement du franc français, un flux de \$3,1 milliards en chiffres bruts s'est dirigé de la France vers le marché. Pour la première fois depuis le resserrement draconien du crédit décidé aux Etats-Unis en 1969, les créances des euro-banques sur ce pays se sont fortement développées (à raison de \$1,5 milliard); ce mouvement reflète dans une certaine mesure les emprunts de précaution effectués par les sociétés américaines par crainte de nouvelles restrictions du crédit. En raison notamment de la forte contraction des émissions sur le marché des euro-obligations, le volume des nouveaux emprunts en euro-devises accordés par des consortiums s'est établi à un chiffre record de près de \$8 milliards, contre quelque \$3 milliards au premier trimestre.

Bien que les nouvelles opérations de prêt par l'intermédiaire des consortiums se soient légèrement ralenties, la croissance du marché des euro-monnaies a connu son accélération saisonnière habituelle au quatrième trimestre. Sous l'effet du raffermissement du dollar sur les marchés des changes, les avoirs des euro-banques en cette monnaie ont progressé de \$21,9 milliards, ce qui représente près de 60% de plus que pendant toute la période des neuf mois précédents. Les actifs en d'autres monnaies étrangères ont fléchi de \$0,9 milliard bien que, sans l'incidence des modifications de taux de change, on eût assisté à un accroissement de \$3 milliards environ. De même qu'au deuxième et au troisième trimestre, il s'est produit un mouvement net de conversions d'autres monnaies en dollars.

Modifications dans la composition du marché. Sur l'ensemble de l'année 1973, les avoirs et les engagements extérieurs des banques des huit pays recensés ont marqué une progression globale de \$62,2 milliards et \$63,9 milliards respectivement. Cette expansion a porté essentiellement sur des monnaies étrangères. Les avoirs et les engagements extérieurs en monnaie nationale n'ont augmenté que de \$5,4 milliards et \$4,4 milliards respectivement. Les banques allemandes, suisses et françaises entrent pour près de 90% dans l'accroissement des créances en monnaie nationale, et à raison des deux tiers dans celui des exigibilités. Les positions créditrices et débitrices en livres des banques du Royaume-Uni envers l'étranger n'ont, en revanche, fait apparaître aucune modification sur l'ensemble de l'année.

Les avoirs et les engagements en dollars se sont développés de \$35,8 milliards et \$33,8 milliards, soit en moyenne de 36%, et ceux en d'autres monnaies étrangères à raison de \$21,0 milliards et \$25,8 milliards, soit de 68%. A noter toutefois que près

**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.	1972 décembre	5.830	3.950	1.870	3.180	- 3.960	- 770	- 4.730
	1973 mars	8.350	4.900	3.170	3.500	- 5.180	- 1.400	- 6.580
	juin	7.280	4.630	4.520	3.850	- 2.760	- 780	- 3.540
	septembre	8.250	5.930	5.080	4.910	- 3.170	- 1.020	- 4.190
	décembre	6.750	5.780	4.140	5.400	- 2.610	- 380	- 2.990
Belgique-Luxembourg	1972 décembre	1.180	14.760	610	14.150	- 570	- 610	- 1.180
	1973 mars	1.520	17.570	910	16.370	- 610	- 1.200	- 1.810
	juin	1.630	20.010	1.030	18.480	- 600	- 1.530	- 2.130
	septembre	1.830	22.160	1.040	20.580	- 790	- 1.580	- 2.370
	décembre	1.850	24.010	1.140	22.640	- 710	- 1.370	- 2.080
France	1972 décembre	3.180	19.170	1.210	16.340	- 1.970	- 2.830	- 4.800
	1973 mars	3.370	20.860	1.390	16.950	- 1.980	- 3.710	- 5.690
	juin	3.620	21.070	1.390	18.150	- 2.230	- 2.920	- 5.150
	septembre	3.480	22.560	1.410	20.600	- 2.070	- 1.960	- 4.030
	décembre	4.520	27.180	1.850	25.700	- 2.670	- 1.480	- 4.150
Italie	1972 décembre	1.540	18.780	840	18.510	- 700	- 270	- 970
	1973 mars	1.340	16.350	480	16.120	- 860	- 230	- 1.090
	juin	1.940	17.830	790	17.170	- 1.150	- 460	- 1.610
	septembre	1.740	18.550	760	18.580	- 980	- 30	- 950
	décembre	1.910	24.080	830	24.000	- 1.080	- 80	- 1.160
Pays-Bas	1972 décembre	910	6.360	870	6.550	- 40	- 190	- 150
	1973 mars	1.090	6.990	740	6.650	- 380	- 340	- 690
	juin	1.200	7.640	1.140	8.080	- 60	- 440	- 380
	septembre	1.200	8.920	1.040	9.320	- 160	- 400	- 240
	décembre	1.180	9.620	910	9.410	- 270	- 210	- 480
Royaume-Uni	1972 décembre	6.100	59.780	1.410	56.400	- 4.690	- 3.380	- 8.070
	1973 mars	6.330	68.130	1.230	64.630	- 5.100	- 3.500	- 8.600
	juin	7.050	73.390	1.450	68.990	- 5.600	- 4.400	- 10.000
	septembre	6.350	82.080	1.490	76.840	- 4.860	- 5.240	- 10.100
	décembre	6.150	90.660	1.440	84.280	- 4.710	- 6.380	- 11.090
Suède	1972 décembre	360	850	170	1.120	- 190	- 470	- 280
	1973 mars	370	880	160	1.380	- 210	- 500	- 290
	juin	340	830	160	1.360	- 180	- 530	- 350
	septembre	410	980	170	1.640	- 240	- 660	- 420
	décembre	460	900	220	1.710	- 240	- 810	- 570
Suisse*	1972 décembre	5.870	8.480	6.030	15.590	- 160	- 7.110	- 7.270
	1973 mars	6.880	8.450	7.020	15.600	- 140	- 7.150	- 7.290
	juin	7.670	8.530	7.820	16.520	- 150	- 7.990	- 8.140
	septembre	7.120	8.620	8.620	15.150	- 1.500	- 6.530	- 8.030
	décembre	6.560	9.200	7.880	15.480	- 1.320	- 6.260	- 7.580
Total	1972 décembre	24.970	131.930	13.010	131.840	- 11.860	- 90	- 12.050
	1973 mars	29.250	143.930	15.100	141.200	- 14.150	- 2.730	- 16.880
	juin	30.730	153.730	18.300	152.600	- 12.430	- 1.130	- 13.560
	septembre	30.380	169.800	19.610	167.620	- 10.770	- 2.180	- 12.950
	décembre	29.380	191.430	18.410	188.600	- 10.970	- 2.830	- 13.800
Canada	1972 décembre	950	8.140	310	8.210	- 640	- 70	- 570
	1973 mars	960	8.370	300	8.120	- 660	- 250	- 910
	juin	960	9.320	300	9.240	- 660	- 80	- 740
	septembre	1.040	10.040	350	10.270	- 690	- 230	- 460
	décembre	1.090	11.530	400	11.940	- 690	- 410	- 280
Japon	1972 décembre	900	7.460	130	9.880	- 770	- 2.420	- 1.650
	1973 mars	860	8.980	150	11.000	- 710	- 2.020	- 1.310
	juin	830	8.460	210	10.050	- 620	- 1.590	- 970
	septembre	820	11.040	260	11.000	- 560	- 40	- 600
	décembre	630	12.840	400	11.180	- 230	- 1.660	- 1.890

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

d'un quart de l'expansion des avoirs et engagements en d'autres monnaies que le dollar est simplement le résultat des modifications comptables provoquées par l'appréciation de ces monnaies par rapport au dollar.

L'accroissement de \$2,0 milliards des avoirs nets en dollars des banques est la résultante d'un fléchissement de \$5,2 milliards au premier trimestre et d'un mouvement de retour vers le dollar, à concurrence de \$7,2 milliards, pendant le reste de l'année. Si l'on fait la somme des avoirs et des engagements, la part du dollar dans les positions en monnaies étrangères des banques est tombée de 74% à la fin de 1972 à 66% en septembre 1973; par suite du redressement du dollar sur le marché des changes, cette part est néanmoins remontée à 70% à la fin de l'année 1973.

Le deutsche mark entre à lui seul pour près de la moitié dans l'expansion des avoirs et des engagements autres qu'en dollars. Par suite en partie des modifications de taux de change, sa part dans les positions globales a fait un bond, passant de 15 à près de 20% pendant les neuf premiers mois de l'année, avant de retomber au-dessous de 17% dans le dernier trimestre. En valeur absolue, les avoirs et les engagements en deutsche marks se sont accrus de \$11,0 milliards et \$12,6 milliards, soit en moyenne de 59%. La position créditrice nette des banques en deutsche marks s'est fortement gonflée, puisqu'elle est passée de \$0,9 milliard à \$5,1 milliards pendant le premier trimestre alors que, pendant le reste de l'année, on a assisté à un mouvement de conversions de deutsche marks à raison de \$5,8 milliards.

A maints égards, l'évolution de la position des banques en francs suisses a été complètement différente de celle en deutsche marks. Sur une base nette, on n'a constaté aucun mouvement de conversions en francs suisses par les banques recensées pendant le premier trimestre; bien au contraire, leurs exigibilités nettes en cette monnaie ont progressé de \$1,3 milliard du fait probablement que le franc suisse flottait déjà dès la fin janvier. Par ailleurs, les avoirs et les engagements bruts des banques en francs suisses ont progressé assez régulièrement tout au long de l'année, et leur taux moyen de croissance (91%) a été sensiblement plus élevé que dans le cas du deutsche mark. La composante-franc suisse du marché a progressé de 6 à 8 %.

Si les engagements extérieurs des banques en sterling ont plus que doublé, leurs avoirs se sont développés à un rythme nettement plus faible. Aussi la position nette des banques en cette monnaie est-elle passée d'un équilibre approximatif à un solde débiteur de \$1,6 milliard. La constitution de cette position courte au comptant correspond probablement à des ventes de livres à terme effectuées par les clients à leurs banques. Les avoirs et les engagements des banques en francs français et en florins se sont fortement accrus, bien que la part de ces monnaies dans l'activité du marché soit demeurée relativement faible.

En ce qui concerne la répartition entre le secteur bancaire et le secteur non bancaire, les crédits directs des banques recensées aux emprunteurs étrangers du secteur non bancaire ont augmenté de 36% alors que leurs créances interbancaires se sont développées de 45%. En valeur absolue, l'accroissement des créances sur le secteur non bancaire ressort à \$9,5 milliards ou, si l'on tient compte des chiffres — incomplets — relatifs aux créances sur les résidents, à \$14,9 milliards. Quoi qu'il en soit, ce montant se situe nettement au-dessous des \$22 milliards auxquels est

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 . . .	1972 décembre	3.560	2.750	- 810	390	430	40
	1973 mars	4.260	2.820	-1.440	640	680	40
	juin	4.010	3.260	- 750	620	590	- 30
	septembre	4.920	4.140	- 780	1.010	770	- 240
	décembre	4.830	4.500	- 330	950	900	- 50
Belgique-Luxembourg . . .	1972 décembre	7.430	7.190	- 240	7.330	6.960	- 370
	1973 mars	8.680	7.250	-1.430	8.890	9.120	230
	juin	8.280	7.830	- 450	11.730	10.650	-1.080
	septembre	9.300	9.180	- 120	12.860	11.400	-1.460
	décembre	10.490	10.870	380	13.520	11.770	-1.750
France	1972 décembre	13.660	11.910	-1.750	5.510	4.430	-1.080
	1973 mars	13.910	11.800	-2.110	6.750	5.150	-1.600
	juin	12.900	11.790	-1.110	8.170	6.360	-1.810
	septembre	13.600	13.880	280	8.960	6.720	-2.240
	décembre	18.040	18.840	800	9.140	6.860	-2.280
Italie	1972 décembre	13.950	13.970	20	4.830	4.540	- 290
	1973 mars	11.080	11.050	- 30	5.270	5.070	- 200
	juin	10.690	10.710	20	6.940	6.480	- 460
	septembre	10.660	11.900	1.140	7.890	6.780	-1.110
	décembre	16.280	16.570	290	7.800	7.430	- 370
Pays-Bas	1972 décembre	3.620	4.220	600	2.740	2.330	- 410
	1973 mars	3.800	3.940	140	3.190	2.710	- 480
	juin	3.540	4.550	1.010	4.100	3.530	- 570
	septembre	3.940	5.030	1.090	4.980	4.290	- 690
	décembre	4.690	5.710	1.020	4.930	3.700	-1.230
Royaume-Uni	1972 décembre	48.230	45.610	-2.620	11.550	10.790	- 760
	1973 mars	54.100	49.760	-4.340	14.030	14.870	840
	juin	55.150	51.410	-3.740	18.240	17.580	- 660
	septembre	61.450	56.850	-4.600	20.630	19.990	- 640
	décembre	69.170	65.460	-3.710	21.490	18.820	-2.670
Suède	1972 décembre	420	800	380	230	320	90
	1973 mars	480	970	490	400	410	10
	juin	400	820	420	430	540	110
	septembre	450	990	540	530	650	120
	décembre	500	1.090	590	400	620	220
Suisse*	1972 décembre	5.860	11.550	5.690	2.620	4.040	1.420
	1973 mars	5.760	10.510	4.750	2.690	5.090	2.400
	juin	5.140	10.900	5.760	3.390	5.620	2.230
	septembre	5.420	10.010	4.590	3.200	5.140	1.940
	décembre	6.470	10.720	4.250	2.730	4.740	2.010
Total	1972 décembre	96.730	98.000	1.270	35.200	33.840	-1.360
	1973 mars	102.070	98.100	-3.970	41.860	43.100	1.240
	juin	100.110	101.270	1.160	53.620	51.330	-2.290
	septembre	109.740	111.880	2.140	60.060	55.740	-4.320
	décembre	130.470	133.760	3.290	60.960	54.840	-6.120
Canada	1972 décembre	7.820	7.830	10	320	380	60
	1973 mars	7.950	7.620	- 330	420	500	80
	juin	8.710	8.580	- 130	610	660	50
	septembre	9.400	9.560	160	640	710	70
	décembre	10.840	11.170	330	690	770	80
Japon	1972 décembre	7.210	9.110	1.900	250	770	520
	1973 mars	8.700	10.170	1.470	280	830	550
	juin	8.100	9.170	1.070	360	890	520
	septembre	10.670	10.120	- 550	370	880	510
	décembre	12.350	10.270	-2.080	490	910	420

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

estimé l'accroissement des prêts en euro-monnaies accordés par des consortiums. Plusieurs facteurs permettent d'expliquer la différence entre ces deux chiffres. En premier lieu, la somme de \$22 milliards se réfère aux transactions en euro-devises des banques du monde entier et non seulement à celles des huit banques européennes recensées. En second lieu, une part importante des prêts accordés par des consortiums à des organismes publics apparaissent dans les statistiques sous forme de prêts aux banques, et les établissements financiers du secteur privé jouent également un rôle important en tant qu'emprunteurs sur les marchés à moyen et à long terme des euro-devises. En troisième lieu, le chiffre de \$22 milliards est un chiffre brut, c'est-à-dire qu'il ne tient pas compte des remboursements d'anciens prêts. Quatrièmement, les prêts accordés par des consortiums prennent partiellement la forme de crédits de confirmation et il est donc possible qu'ils ne soient pas complètement utilisés. En revanche, les \$14,9 milliards couvrent à certains égards un domaine plus vaste, en ce sens qu'ils comprennent également les prêts consentis au secteur non bancaire par des organismes autres que des consortiums.

En ce qui concerne les ressources, les positions des banques à l'égard du secteur non bancaire se sont accrues de \$6,6 milliards, soit environ 150% de plus qu'en 1972. Compte tenu des chiffres disponibles pour les résidents, la progression des engagements envers le secteur non bancaire s'est élevée à \$9,2 milliards.

Evolution par pays. Les banques britanniques ont été responsables à elles seules de la moitié de la progression des positions brutes en devises des banques recensées. De ce fait, leur part dans le volume global des positions, qui était allée en diminuant au cours des années précédentes, est passée de 44 à 46%. En valeur absolue, les avoirs et les engagements se sont accrues de \$27,9 milliards et \$30,9 milliards, soit de 51% en moyenne. L'augmentation de \$3 milliards des engagements extérieurs nets des banques a eu comme contrepartie un renforcement de \$3,1 milliards des créances nettes sur les résidents, et a été étroitement liée, pour une large part, aux emprunts en euro-monnaies du secteur public. Il est à noter, dans ce contexte, qu'au premier trimestre de 1973, un flux net de \$3,5 milliards a transité par les banques britanniques, en provenance des Etats-Unis et du reste de la zone extérieure, et à destination des sept pays recensés d'Europe continentale. Pendant les trois derniers trimestres, au contraire, c'est un flux de \$9,3 milliards qui s'est dirigé des pays recensés d'Europe continentale vers les banques britanniques qui, sur ce total, ont réacheminé \$6,4 milliards vers la zone extérieure. La part des succursales londoniennes des banques américaines dans les positions extérieures en devises des banques du Royaume-Uni, qui s'était élevée à 60% à la fin de 1969, s'est encore réduite, passant de 44 à 40%. Les autres banques étrangères opérant à Londres, notamment les filiales de banques japonaises, ont enregistré des taux de croissance près de deux fois et demie plus élevés que ceux des succursales américaines, et leur part du marché est passée de 21 à 27%.

Les banques belges et luxembourgeoises ont enregistré, en valeur relative, la plus forte progression dans leurs positions extérieures en devises; leurs avoirs et leurs engagements se sont développés, en moyenne, de 61%. L'expansion a été particulièrement marquée pour la composante en monnaies autres que le dollar, et les banques belges et luxembourgeoises sont actuellement les seules banques recensées dont les

Positions en devises des banques britanniques.

Postes	1971	1972	1973			
			Mars	Juin	Septembre	Décembre
en milliards de dollars E.U.						
Avoirs vis-à-vis						
des résidents du secteur non bancaire	3,7	5,5	6,5	7,5	8,7	9,8
du reste de la zone des pays recensés	17,9	21,6	27,1	28,0	30,3	31,7
des Etats-Unis	5,2	5,4	5,5	4,8	6,0	7,0
du reste du monde	20,2	29,4	32,0	36,2	40,5	45,6
Engagements vis-à-vis						
des résidents du secteur non bancaire	1,5	2,3	2,9	2,9	3,3	3,4
du reste de la zone des pays recensés	22,9	27,0	29,0	31,3	37,7	42,9
des Etats-Unis	3,4	3,6	4,8	4,7	4,8	4,9
du reste du monde	19,4	29,2	34,3	37,4	39,8	42,9
Position nette vis-à-vis						
des résidents du secteur non bancaire	2,2	3,2	3,6	4,6	5,4	6,4
du reste de la zone des pays recensés	— 5,0	— 5,4	— 1,9	— 3,3	— 7,4	— 11,2
des Etats-Unis	1,8	1,8	0,7	0,1	1,2	2,1
du reste du monde	0,8	0,2	— 2,3	— 1,2	0,9	2,7

avoirs et les engagements en d'autres devises que la monnaie américaine soient supérieurs à ceux en dollars. Cette particularité s'explique par le volume important d'opérations en deutsche marks traitées par les banques luxembourgeoises. Le rôle spécial des banques belges et luxembourgeoises sur le marché est également illustré par le fait qu'elles sont les seules banques recensées, avec les banques britanniques, dont les créances sur le secteur étranger non bancaire représentent une proportion importante du total de leurs avoirs extérieurs en devises. A la fin de 1973, cette part s'élevait à 33%, contre 28% pour les banques britanniques; dans le cas des banques françaises, qui totalisent les montants les plus élevés en devises après leurs homologues britanniques, le pourcentage correspondant a été de 5% et, en ce qui concerne les banques italiennes, de 1% seulement. En chiffres nets, les engagements en dollars des banques belges et luxembourgeoises sont passés de \$0,2 milliard à \$1,4 milliard au premier trimestre, tandis que, pendant le reste de l'année, leur position s'est renversée, devenant créditrice nette à hauteur de \$0,4 milliard.

Les avoirs et les engagements extérieurs en devises des banques françaises se sont accrus en moyenne de 49%. Leurs engagements nets, après avoir progressé de \$0,9 milliard au premier trimestre pour atteindre \$3,7 milliards, ont fléchi de \$2,2 milliards pendant le reste de l'année, principalement par suite de l'affaiblissement du franc français sur les marchés des changes.

Seules les banques suisses n'ont fait état d'aucune expansion de leurs avoirs extérieurs en devises (à l'exclusion de leurs fonds fiduciaires) en 1973, ce qui s'explique probablement par l'incertitude générale qui planait sur les taux de change. Les engagements ayant poursuivi leur mouvement ascendant, leurs avoirs nets se sont contractés

de \$0,9 milliard, mais cette baisse a été largement compensée par l'expansion de \$1,2 milliard de leurs avoirs extérieurs nets en monnaie nationale.

L'Allemagne est le seul des pays recensés où les positions extérieures des banques sont généralement plus élevées en monnaie nationale qu'en devises. Cette particularité est due principalement à la réglementation en vigueur en Allemagne fédérale, qui diffère de celle qu'appliquent la plupart des pays par l'absence de distinction entre les opérations des banques en monnaie nationale et celles en devises; la seule différenciation porte sur les comptes de résidents et de non-résidents. Les engagements extérieurs nets des banques allemandes en toutes monnaies ont progressé de \$1,9 milliard pendant le premier trimestre de 1973, mais ont diminué de \$3,6 milliards durant le reste de l'année.

Les totaux figurant dans tout le présent chapitre ne comprennent pas les chiffres relatifs aux banques canadiennes et japonaises. Les avoirs et les engagements extérieurs en devises des banques canadiennes se sont accrus en moyenne de 44%. Au premier trimestre, les banques canadiennes ont enregistré \$0,6 milliard d'entrées nettes en provenance des Etats-Unis et \$0,4 milliard de sorties à destination de la zone des pays européens recensés. Elles ont ensuite reçu, pendant le reste de l'année, \$0,8 milliard en provenance de la zone des pays européens recensés, qu'elles ont placés en totalité aux Etats-Unis.

Les engagements extérieurs en devises des banques japonaises ont enregistré une expansion de 72%, tandis que leurs avoirs n'ont progressé que de 13%, en raison du durcissement des conditions d'accès au crédit intérieur et de l'assouplissement progressif des restrictions aux entrées de capitaux. Aussi la position nette des banques est-elle passée de \$2,4 milliards d'avoirs à \$1,7 milliard d'engagements. Ces entrées de fonds provenaient à raison de \$1,7 milliard des Etats-Unis et pour \$2,4 milliards de la zone européenne recensée.

Origines et emplois. En 1973, la répartition géographique des flux de fonds en euro-monnaies a été fort différente de celle de l'année précédente. En ce qui concerne les origines, la zone des pays européens recensés a elle-même été de loin le premier pourvoyeur d'argent frais. Les engagements en devises des banques recensées à l'égard de leur propre zone ont progressé de \$35,2 milliards, soit de \$19,1 milliards de plus qu'en 1972, bien que ces chiffres soient évidemment gonflés par un volume notable de duplications d'écritures, dues à des dépôts successifs entre banques recensées. Cette accélération a résulté en grande partie d'un accroissement des entrées de fonds en provenance de Suisse et d'Allemagne fédérale. Tandis qu'en 1972, les engagements en devises des banques recensées à l'égard de la Suisse ne s'étaient accrus que de \$1,0 milliard, ils ont augmenté l'an dernier de \$7,3 milliards. Comme, d'autre part, les banques suisses semblent n'avoir enregistré qu'une légère augmentation de leurs créances sur les autres banques recensées, il est probable que cette expansion a été due, en majeure partie, aux fonds fiduciaires (c'est-à-dire aux fonds gérés par les banques suisses pour le compte et aux risques et périls de leurs clients), ainsi qu'à d'autres fonds provenant du secteur non bancaire. Les engagements des banques recensées à l'égard de l'Allemagne fédérale, qui étaient restés pratiquement sans changement en 1972, ont progressé de \$4,5 milliards. Ces entrées

**Positions en monnaies étrangères des banques européennes
recensées envers des non-résidents.**

Positions envers	Décembre 1972			Juin 1973			Décembre 1973		
	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>									
<i>Autres pays</i>									
d'Europe occidentale	7.340	4.530	11.870	7.920	5.980	13.800	9.680	6.550	16.230
Europe de l'Est	1.860	1.540	3.400	1.310	2.230	3.540	1.860	2.410	4.270
Canada	4.780	270	5.050	4.730	480	5.210	5.700	540	6.240
Japon	1.440	40	1.480	2.690	70	2.760	3.370	140	3.510
Amérique latine	6.860	890	7.740	8.310	1.440	9.750	10.250	1.490	11.740
Moyen-Orient	5.900	2.070	7.970	5.730	4.060	9.790	6.030	3.870	9.900
Divers	7.360	3.070	10.430	8.550	3.860	12.410	11.400	4.680	16.080
Total	35.540	12.400	47.940	39.240	18.020	57.260	48.290	19.680	67.970
Etats-Unis	7.050	550	7.600	8.980	630	9.610	10.130	460	10.590
Total pour la zone extérieure aux pays recensés	42.590	12.950	55.540	48.220	18.650	66.870	58.420	20.140	78.560
<i>Zone des pays recensés</i>									
Allemagne fédérale	1.740	1.750	3.490	2.020	3.280	5.300	3.610	4.350	7.960
Belgique	3.640	2.190	5.830	3.890	3.700	7.590	6.470	4.070	10.540
France	8.060	2.750	10.810	6.750	4.200	10.950	11.230	5.200	16.430
Italie	9.870	2.960	12.830	7.310	4.060	11.370	11.340	5.120	16.460
Pays-Bas	3.350	1.850	5.200	3.480	2.870	6.350	4.930	3.080	8.010
Royaume-Uni	11.870	3.190	15.060	12.280	6.050	18.330	15.020	6.280	21.300
Suède	580	180	740	550	390	940	750	380	1.110
Suisse	13.560	6.810	20.370	13.330	9.750	23.080	16.080	11.610	27.690
Total pour la zone des pays recensés	52.670	21.660	74.330	49.610	34.300	83.910	69.430	40.070	109.500
Engagements non attribués	1.470	590	2.060	2.280	670	2.950	2.620	750	3.370
Total général	96.730	35.200	131.930	100.110	53.620	153.730	130.470	60.960	191.430
Avoirs									
<i>Zone extérieure aux pays recensés</i>									
<i>Autres pays</i>									
d'Europe occidentale	5.100	2.650	7.750	6.250	4.210	10.460	6.600	4.810	11.410
Europe de l'Est	3.890	1.340	5.230	4.320	2.370	6.690	4.910	2.670	7.780
Canada	2.920	330	3.250	3.400	610	4.010	4.380	710	5.070
Japon	4.510	250	4.760	5.170	500	5.670	7.510	600	8.110
Amérique latine	6.260	680	6.940	8.300	940	9.240	10.280	1.010	11.290
Moyen-Orient	1.440	200	1.640	1.420	590	2.010	2.030	490	2.520
Divers	11.730	1.820	13.550	12.800	2.750	15.550	16.950	3.660	20.610
Total	35.850	7.270	43.120	41.860	11.970	53.830	52.640	14.150	66.790
Etats-Unis	10.440	480	10.920	10.560	580	11.140	13.830	690	14.520
Total pour la zone extérieure aux pays recensés	46.290	7.750	54.040	52.220	12.550	64.770	66.470	14.840	81.310
<i>Zone des pays recensés</i>									
Allemagne fédérale	2.970	8.130	11.100	3.100	10.080	13.180	3.350	9.360	12.710
Belgique	4.380	3.320	7.700	4.870	5.630	10.500	5.740	5.410	11.150
France	9.000	2.790	11.790	8.260	4.670	12.930	11.090	5.310	16.400
Italie	10.660	2.860	13.520	8.680	4.550	13.230	14.490	4.860	19.350
Pays-Bas	2.660	1.750	4.410	2.520	2.550	5.070	3.800	2.910	6.710
Royaume-Uni	17.380	4.540	21.920	16.650	7.150	23.800	23.740	7.870	31.610
Suède	470	550	1.020	630	720	1.350	520	710	1.230
Suisse	4.190	1.700	5.890	4.340	2.720	7.060	4.560	2.870	7.430
Total pour la zone des pays recensés	51.710	25.640	77.350	49.050	38.070	87.120	67.290	39.300	106.590
Avoirs non attribués	—	450	450	—	710	710	—	700	700
Total général	98.000	33.840	131.840	101.270	51.330	152.600	133.760	54.840	188.600

de fonds, libellés pour la majeure partie en deutsche marks, se sont réparties sur l'ensemble de l'année, mais ont été particulièrement élevées pendant le quatrième trimestre.

Le marché a reçu également d'importants apports de fonds en provenance de France (\$5,6 milliards), de l'U.E.B.L. (\$4,7 milliards) et des Pays-Bas (\$2,8 milliards). Dans ces cas, toutefois, l'accélération par rapport à 1972 a été moins marquée et les entrées ont été compensées en grande partie par les sorties. Le seul pays à l'égard duquel les banques recensées aient fait état d'une augmentation des engagements plus faible qu'en 1972 a été l'Italie (\$3,6 milliards contre \$4,4 milliards). Ce fléchissement a été dû en partie au durcissement du contrôle des changes dans ce pays. Il se peut également que le courant des apports italiens à l'euro-marché par le canal des comptes fiduciaires ouverts sur les livres des banques suisses se soit accéléré. L'expansion de \$6,2 milliards des engagements des banques recensées à l'égard du Royaume-Uni s'explique principalement par le rôle d'intermédiaire sur l'euro-marché joué par les banques britanniques, et a été due, dans une large mesure, aux flux en provenance de la zone extérieure aux pays recensés, qui se sont dirigés vers l'Europe continentale pendant le premier trimestre en transitant par Londres, ainsi qu'il a été indiqué précédemment en page 198.

Du côté des emplois, le renforcement des positions à l'égard de la zone des pays recensés s'est élevé à \$29,2 milliards, soit un peu moins que l'expansion constatée du côté des origines. La plus forte augmentation des avoirs s'est produite à l'égard du Royaume-Uni (\$9,7 milliards). Cette progression, qui est intervenue uniquement pendant les trois derniers trimestres de l'année, s'explique essentiellement par des flux venant des pays d'Europe continentale de la zone recensée et se dirigeant, via Londres, tant vers le Royaume-Uni que vers la zone extérieure. L'accroissement de \$5,8 milliards des créances sur l'Italie a été imputable, en grande partie, aux emprunts en euro-monnaies contractés par le secteur public italien.

En ce qui concerne la zone extérieure, l'augmentation des créances et des engagements des banques recensées à l'égard des Etats-Unis a été largement supérieure à celle de 1972, mais assez modeste par rapport à la croissance globale du marché. L'expansion de \$3,0 milliards des engagements à l'égard des Etats-Unis s'est produite pour les deux tiers au premier trimestre, tandis que la quasi-totalité de celle des avoirs (\$3,6 milliards) a eu lieu pendant le second semestre, les taux de l'euro-dollar ayant alors fléchi par rapport aux taux d'intérêt aux Etats-Unis.

Les avoirs à l'égard des autres pays non recensés ont progressé de \$23,7 milliards, soit de \$9,5 milliards de plus qu'en 1972; les engagements ont enregistré un accroissement de \$20 milliards, soit seulement \$3,6 milliards de plus qu'en 1972. Comme ce fut souvent le cas ces dernières années, les progrès les plus marqués ont été enregistrés par la rubrique résiduelle «Divers» (\$7,1 milliards pour les avoirs et \$5,7 milliards pour les engagements), pour laquelle on ne possède pas de répartition géographique plus détaillée, et qui comprend par exemple les Bahamas. Les autres principaux utilisateurs nets de fonds en euro-monnaies ont été les pays d'Europe de l'Est, à l'égard desquels les avoirs et les engagements des banques recensées ont augmenté de \$2,6 milliards et de \$0,9 milliard respectivement, et le Japon, envers lequel les avoirs et les engagements ont progressé de \$3,4 milliards et de \$2,0 milliards. L'accroissement des engagements à l'égard du Japon s'est produit surtout pendant le premier trimestre

(+ \$1,6 milliard), les taux d'intérêt pratiqués sur le marché de l'euro-dollar ayant alors été particulièrement attractifs par rapport à ceux en vigueur aux Etats-Unis. En chiffres bruts, on relève également un volume important (\$4,4 milliards) de nouveaux prêts aux pays d'Amérique latine mais, en chiffres nets, le flux de fonds en direction de cette zone n'a atteint que \$0,4 milliard.

Le Moyen-Orient et les « autres pays d'Europe occidentale » ont continué d'être fournisseurs nets de ressources aux banques recensées, encore que les courants en provenance de ces zones, avec \$1,1 milliard et \$0,7 milliard respectivement, aient été d'un ordre de grandeur bien inférieur à ceux des années précédentes. L'augmentation de \$1,9 milliard des engagements bruts des banques à l'égard du Moyen-Orient est intervenue en majeure partie pendant le premier trimestre de 1973. Au deuxième trimestre, les pays du Moyen-Orient ont prélevé \$1,1 milliard sur leurs dépôts en dollars et renforcé d'autant leurs dépôts en d'autres monnaies. Au troisième trimestre, ils ont réduit leurs dépôts en dollars et en autres monnaies de \$0,9 milliard, mais ils les ont ensuite reconstitués à concurrence de \$1,0 milliard pendant le dernier trimestre. De plus, le Moyen-Orient a, pour la première fois, tenu en 1973 une place assez importante

Estimation des dimensions du marché des euro-monnaies
(encours de 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	15,0	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	38,9	18,1	20,8	9,6	43,1	0,4	92,0
1973	51,3	21,8	29,5	13,2	66,8	0,7	132,0
Origines							
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	35,2	17,4	17,8 ²	6,9	47,9	2,0	92,0
1973	51,5	24,0	27,5 ²	9,5	68,0	3,0	132,0
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	-2,6	-0,1	—
1972	+ 3,7	+ 0,7	+ 3,0	+ 2,7	-4,8	-1,6	—
1973	-0,2	-2,2	+ 2,0	+ 3,7	-1,2	-2,3	—

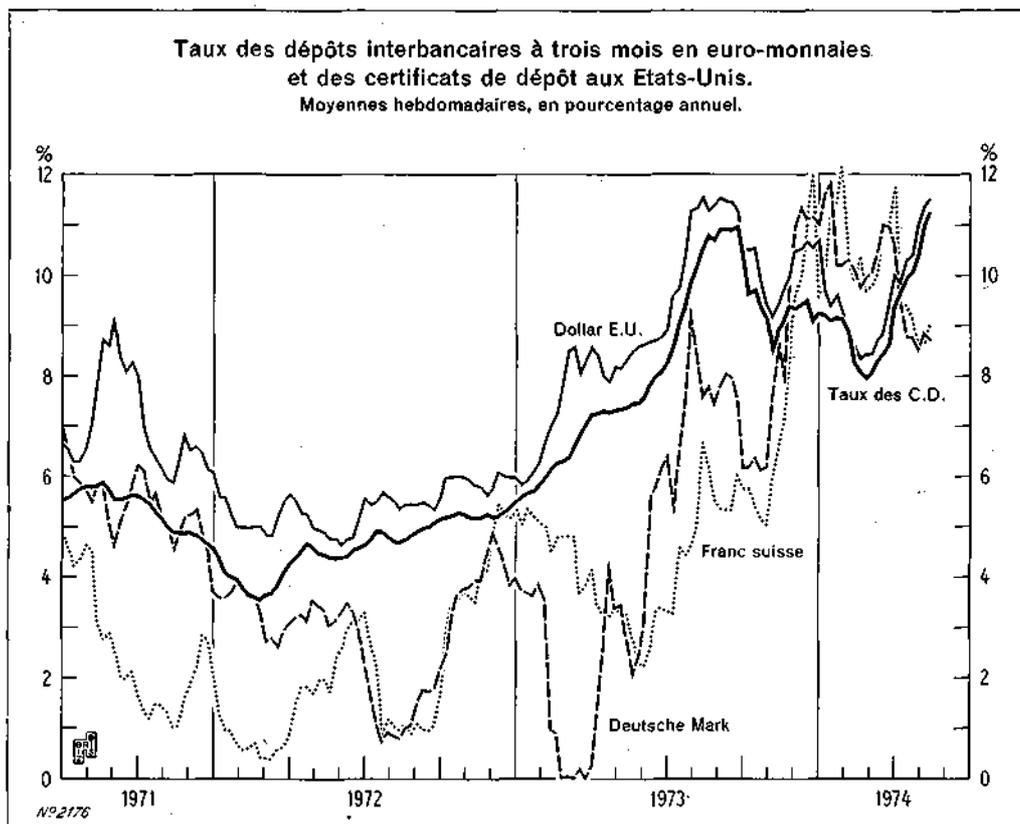
¹ Comprend: a) sous «Emplois»: les conversions par les banques de monnaies étrangères en monnaie nationale, et les ressources en monnaies étrangères fournies par les banques recensées aux banques commerciales du pays d'émission de la monnaie en question (telles que les ressources en deutsche marks déposées auprès de banques allemandes); b) sous «Origines»: les dépôts par les institutions monétaires officielles de la zone recensée, les conversions par les banques de monnaie nationale en monnaies étrangères et les ressources en monnaies étrangères obtenues par les banques recensées auprès des banques du pays d'émission de la monnaie en question (telles que les ressources reçues en deutsche marks de banques allemandes). ² Y compris les fonds 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.

parmi les emprunteurs de fonds en euro-monnaies, les créances des euro-banques sur cette zone ayant en effet progressé de \$0,9 milliard.

Dans le tableau de la page précédente, on s'est efforcé de montrer succinctement comment se sont répartis les origines et les emplois des fonds en euro-monnaies. Les totaux qui y figurent diffèrent de ceux des autres tableaux du présent chapitre parce que l'on a cherché à éliminer les duplications d'écritures dues aux dépôts successifs de banque à banque dans la zone européenne recensée; ce tableau comporte en outre des estimations approchées des positions des banques à l'égard des résidents et de certains autres liens manquant dans les statistiques. Il ressort de ce tableau qu'en 1973 un flux net d'un montant approximatif de \$4 milliards s'est dirigé de la zone des pays européens recensés vers les Etats-Unis et le «reste du monde».

Taux d'intérêt. Par suite des secousses qui ont ébranlé le marché des changes et des variations importantes des taux d'intérêt aux Etats-Unis, les taux des euro-dollars ont enregistré de vives fluctuations en 1973 et pendant les premiers mois de 1974.

Au début de 1973, le taux des dépôts interbancaires à trois mois en euro-dollars à Londres s'établissait très légèrement au-dessous de 5 7/8%, mais il n'a pas tardé à être affecté par le mouvement ascendant des taux d'intérêt aux Etats-Unis. A partir de fin janvier, l'agitation croissante sur les marchés des changes a donné un nouvel



élan aux taux de l'euro-dollar. Les ressources en dollars étant très activement recherchées pour les opérations de couverture et à des fins spéculatives, les cotations ont été portées à un maximum de 9¼% le 2 mars. Dans les premiers jours du mois, le taux des dépôts à trois mois s'est élevé en moyenne à environ 8¼%, dépassant de quelque 1¼ point le rendement des certificats de dépôt à trois mois aux Etats-Unis, alors qu'au début de janvier cette prime n'était pas supérieure à ¼% environ.

En avril, la légère accalmie des marchés des changes a également contribué à détendre quelque peu la situation sur le marché de l'euro-dollar. Par suite du reflux de capitaux vers le dollar, les taux se sont repliés jusqu'à près de 7½% environ vers le milieu du mois. Ils n'ont cependant pas tardé à reprendre leur mouvement ascendant, sous l'influence de la hausse persistante des taux d'intérêt aux Etats-Unis, atteignant un maximum de 11½% dans la première quinzaine d'août. En l'espace de sept mois, les taux de l'euro-dollar avaient ainsi monté de 6 points, pour s'établir à leur niveau le plus élevé depuis la période d'intense resserrement du crédit qui avait marqué l'année 1969 aux Etats-Unis.

Si l'on compare toutefois la période allant de juin à début août 1973 à celle de la crise des changes du premier trimestre, il est manifeste que, l'été dernier, l'influence exercée sur l'euro-marché par la situation sur le marché des changes a été beaucoup moins forte. Cette différence ne ressort pas seulement des statistiques sur la croissance du marché et la décomposition par monnaies, mais également de l'évolution de la prime dégagée par les taux des euro-dollars à trois mois par rapport à ceux des certificats de dépôt américains d'échéances comparables. Cette prime était tombée à moins de 1 point en avril et en mai, et c'est seulement en juillet, au plus fort du rebondissement de la crise des changes, qu'elle a légèrement réagi en hausse. Même alors, elle ne s'est approchée en aucune façon des sommets atteints au premier trimestre. La raison en est qu'à ce moment, contrairement à la situation du premier trimestre, les principales monnaies flottaient par rapport au dollar; la confiance étant au plus bas, même des cessions de dollars d'un faible montant déclenchaient d'amples variations des taux de change, qui atténuaient l'attrait de nouvelles conversions. Les emprunts d'euro-dollars aux fins de spéculation et de couverture semblent donc avoir, en fait, représenté un montant fort restreint, et le manque de confiance dans le dollar s'est plutôt reflété dans les cours de change au comptant que dans les taux d'intérêt des euro-dollars.

A partir de la seconde quinzaine de septembre, le renversement du mouvement des taux d'intérêt aux Etats-Unis et, dans une moindre mesure, le redressement du dollar sur les marchés des changes, ont contribué à une détente sensible des taux de l'euro-dollar et, à la fin d'octobre, les taux des dépôts interbancaires à trois mois étaient redescendus à 9%. Par la suite, un durcissement temporaire des conditions d'accès au crédit aux Etats-Unis et l'influence habituelle de l'échéance de fin d'année ont amené un raffermissement des cotations, qui ont fait remonter les taux jusqu'à 11% à la fin de décembre.

En janvier 1974, les répercussions du dénouement des opérations de fin d'année ont été renforcées par un nouvel infléchissement vers le bas de la courbe des taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis et par la levée, dans ce même pays, des mesures

restreignant les sorties de capitaux; le taux de l'euro-dollar s'est alors replié jusqu'à 8 $\frac{3}{8}$ %. Dans la seconde quinzaine de février, la réapparition de tensions monétaires aux Etats-Unis a déclenché de nouveau un puissant mouvement ascendant qui, durant la seconde quinzaine de mai, a porté les taux à trois mois à un maximum de 12%, niveau le plus élevé depuis juin 1969. Si l'on en juge d'après l'évolution de la prime de l'euro-dollar par rapport aux taux des certificats de dépôt américains, qui a été la plupart du temps sensiblement inférieure à l'écart normal d'un demi-point environ, la baisse du dollar sur le marché des changes n'a pas joué un grand rôle dans cette montée en flèche. En effet, le niveau peu élevé des taux de l'euro-dollar par rapport aux taux d'intérêt américains a parfois incité à retirer des fonds placés sur l'euro-marché pour les mettre en dépôt aux Etats-Unis.

Aux époques d'incertitude en matière de change, l'importance de l'écart entre les taux des fonds en euro-dollars et ceux des euro-deutsche marks, euro-francs suisses et autres euro-monnaies tend à dépendre essentiellement des cours à terme de ces monnaies par rapport au dollar. Etant donné que ces reports ou déports, par suite de l'agitation régnant sur les marchés des changes, ont été sujets à d'amples variations, les fluctuations des taux des autres euro-monnaies, notamment de l'euro-deutsche mark, ont presque éclipsé, pendant la période considérée, celles des taux de l'euro-dollar, qui étaient pourtant déjà considérables.

Au cours des premiers mois de 1973, alors que le deutsche mark avait encore un taux de change fixe, le taux des dépôts en euro-deutsche marks a évolué à l'inverse de celui des dépôts en dollars. En mars, avec la crise de confiance dans la monnaie américaine, le report du deutsche mark s'est élargi à près de 10%, dépassant ainsi le rendement des dépôts en euro-dollars, compte non tenu de la couverture du risque de change à terme. Aussi l'arrivée massive, sur le marché de l'euro-deutsche mark, de fonds attirés tant par les possibilités d'arbitrage de taux d'intérêt que par des raisons spéculatives ou de couverture des risques de change a-t-elle pesé sur le taux de l'euro-deutsche mark au point que, d'un niveau voisin de 4% fin janvier, il est presque tombé à zéro. Par la suite, le flottement du deutsche mark par rapport au dollar a transféré du marché à terme à celui du comptant les pressions exercées sur le taux de change. Le report du deutsche mark est tombé à environ 4 $\frac{1}{2}$ % pendant la seconde quinzaine d'avril, tandis que le taux des dépôts en euro-deutsche marks se relevait jusqu'à environ 3 $\frac{1}{2}$ %. En juin, le taux de l'euro-deutsche mark a subi l'influence de la hausse de l'euro-dollar, d'un brusque resserrement de la situation sur le marché monétaire allemand et d'un nouveau rétrécissement du report du deutsche mark. Il a atteint un maximum de plus de 9 $\frac{1}{2}$ % dans la seconde quinzaine de juillet, pour se replier par la suite à 6% environ fin septembre.

Avec le redressement du dollar sur le marché des changes, la prime dégagée à terme par le deutsche mark sur le dollar a disparu pour faire place à un déport dans les deux derniers mois de 1973. Il en est résulté une brusque progression des taux de l'euro-deutsche mark, qui ont atteint un maximum de 12 $\frac{3}{8}$ % au début de janvier 1974, et ont été cotés bien au-dessus des taux de l'euro-dollar de mi-décembre 1973 à fin mars 1974. A partir de mars toutefois, le nouvel accès de faiblesse du dollar sur les marchés des changes a commencé à se répercuter sur les cours à terme. Le déport du deutsche mark a progressivement disparu, faisant de nouveau place à un report;

malgré le mouvement ascendant des taux de l'euro-dollar, ceux de l'euro-deutsche mark sont retombés à moins de 9% au début d'avril.

Les autorités suisses ayant déjà laissé flotter le franc à la fin de janvier 1973, la crise des changes de février-mars a eu un retentissement moins marqué sur le taux de l'euro-franc suisse. Celui-ci a néanmoins fléchi d'environ 5¼% en janvier à un minimum de 2¼% en juin. Par la suite, il a suivi d'assez près l'évolution du taux des dépôts en euro-deutsche marks, et a atteint un maximum de plus de 13% en janvier 1974.

Le marché des euro-obligations.

Bien que, dans le monde entier, le secteur public et l'industrie privée aient été fortement demandeurs de capitaux aux fins d'investissement, le volume des émissions sur le marché des euro-obligations a enregistré un recul brutal en 1973, tombant de \$6.490 millions en 1972 à \$4.090 millions. Même ces chiffres donnent une idée insuffisante du fléchissement, janvier 1973 ayant été à divers égards un mois exceptionnellement actif. On constate en effet, si l'on fait abstraction de ce mois, que le volume mensuel moyen des nouvelles émissions a représenté à peu près la moitié de celui de 1972; pour les quatre premiers mois de 1974, la proportion est tombée à moins d'un tiers. A certains moments de la période sous revue, les investisseurs privés autres que les banques ont été pratiquement absents du marché, et les nouvelles émissions ont été absorbées en majorité par les banques. En outre, le volume des affaires traitées sur le marché secondaire s'est fortement contracté, et nombre d'opérateurs s'en sont retirés purement et simplement.

Les émissions étrangères sur les marchés nationaux se sont mieux comportées que les émissions internationales, et le volume des nouveaux emprunts a légèrement progressé (de \$230 millions) pour atteindre \$4.460 millions. Le volume des émissions étrangères en dollars lancées aux Etats-Unis a diminué de \$600 millions pour s'établir à \$980 millions, mais celui des émissions en francs suisses lancées dans la Confédération s'est renforcé de \$510 millions, passant à \$1.530 millions. Cette expansion a été due en majeure partie aux emprunts non placés dans le public et matérialisés par des titres de reconnaissance de dette. Avec \$560 millions, les émissions libellées en deutsche marks, qui ont été presque exclusivement souscrites par des non-résidents en raison du rendement beaucoup plus élevé des obligations allemandes, n'ont pour ainsi dire pas varié.

Le malaise du marché des euro-obligations pendant la période considérée a été dû pour une bonne part à quatre éléments plus ou moins liés entre eux: les incertitudes au sujet des taux de change, l'inquiétude croissante devant l'inflation, la montée en flèche des taux d'intérêt à court terme et l'attrait du marché des euro-monnaies. L'influence de l'instabilité du marché des changes s'est fait particulièrement sentir jusqu'à l'été 1973, période pendant laquelle la demande d'obligations en euro-dollars s'est tarie à cause du manque de confiance dans la monnaie américaine. Le volume mensuel moyen des émissions pendant cette période n'a atteint que le quart du chiffre enregistré entre octobre 1972 et janvier 1973, quand le marché s'était montré optimiste à l'égard du dollar et des mesures de lutte contre l'inflation prises aux Etats-Unis. La situation a été aggravée par la progression particulièrement forte des

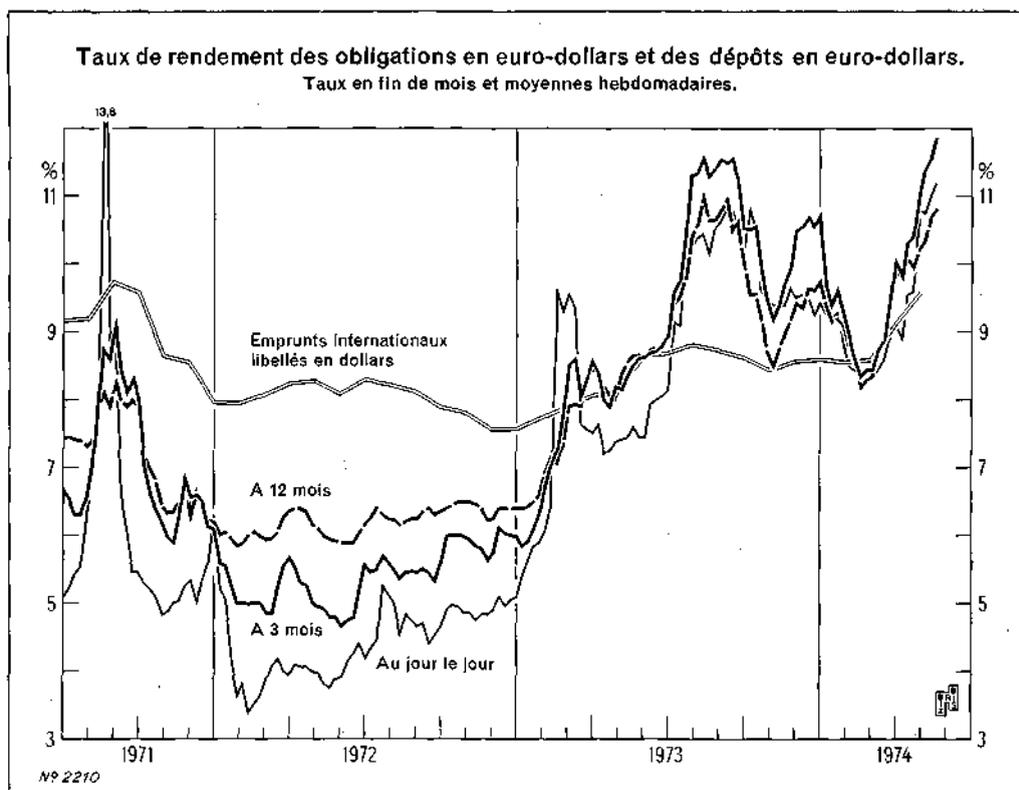
**Emissions d'obligations étrangères ou internationales placées
ou non dans le public.¹**

Pays ou zone d'origine des emprunteurs	Années	Emissions internationales, par monnaies							Emissions étrangères sur les marchés nationaux ²
		Dollars E.U.	Autres monnaies				Total	dont: obligations convertibles ³	
			dont:						
			total	deutsche marks ⁴	florins	autres			
en millions de dollars E.U.									
Europe occidentale	1971	850	870	400	170	300	1.720	40	600
	1972	1.180	1.310	520	240	550	2.490	130	590
	1973	1.110	950	540	160	250	2.060	180	850
Canada	1971	100	110	110	—	—	210	—	640
	1972	20	350	270	—	80	370	—	1.140
	1973	30	170	170	—	—	200	—	960
Etats-Unis	1971	1.000	110	90	20	—	1.110	200	280
	1972	1.770	260	90	80	90	2.030	1.070	240
	1973	710	110	50	10	50	820	360	480
Autres pays développés ⁴ . .	1971	170	340	230	50	60	510	50	50
	1972	220	380	260	70	50	600	—	60
	1973	—	140	140	—	—	140	—	40
Reste du monde ⁵ .	1971	50	30	30	—	—	80	10	300
	1972	420	120	90	—	30	540	20	340
	1973	370	90	70	20	—	460	80	410
Organismes internationaux . .	1971	70	60	—	30	30	130	—	1.480
	1972	250	210	10	90	110	460	—	1.860
	1973	170	240	20	—	220	410	—	1.720
Total des émissions placées	1971	2.240	1.520	860	270	390	3.760	300	3.350
	1972	3.860	2.630	1.240	480	910	6.490	1.220	4.230
	1973	2.390	1.700	990	190	520	4.090	620	4.460

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.

taux des dépôts en euro-dollars qui, pour la première fois depuis le début de 1970, dépassèrent le rendement des euro-obligations. Les investisseurs n'en ont été que davantage incités à réorienter leurs capitaux vers les marchés à court terme. La situation quelque peu inhabituelle des rendements des euro-obligations qui, bien que s'étant relevés, restaient bien inférieurs aux taux d'intérêt à court terme, a été particulièrement néfaste pour le marché secondaire. Non seulement les opérateurs qui recourent principalement au marché des euro-monnaies pour financer leur portefeuille d'obligations ont subi des pertes en capital sur ces placements mais, en outre, ils n'ont pu les conserver qu'au prix d'importantes pertes sur les taux d'intérêt. Le manque d'activité qui en est résulté sur le marché secondaire a été une cause supplémentaire du peu d'intérêt manifesté par les investisseurs pour les nouvelles émissions.

On aurait pu penser qu'une situation défavorable au dollar aurait été favorable aux autres monnaies, notamment au deutsche mark, et que les fonds que leurs détenteurs répugnaient à employer sous forme d'obligations en dollars seraient placés dans les



autres monnaies du marché des euro-obligations. Or, ce déplacement ne s'est produit, en fait, qu'à une très petite échelle. Quoique s'étant bien maintenu entre février et juin, le volume mensuel moyen des émissions en monnaies autres que le dollar n'a représenté que 80% de la moyenne de 1972, de sorte que la forte contraction des émissions en dollars n'a pas été compensée. L'une des principales raisons de cet état de choses a été l'hésitation des emprunteurs à s'endetter en monnaies fortes. De plus, les taux de rendement des obligations non libellées en dollars, après avoir fléchi quelque peu jusqu'en avril (comme dans le cas des obligations en deutsche marks), ont amorcé en mai une très nette remontée, principalement par suite de la hausse des taux d'intérêt nationaux provoquée par l'accentuation des politiques anti-inflationnistes. Aussi les emprunteurs en puissance ont-ils été découragés non seulement par le risque de change, mais également par le niveau très élevé des charges d'intérêt; de juillet à août, la moyenne mensuelle des émissions non libellées en dollars est retombée à moins de 30% de celle de 1972.

En juillet, le renforcement du dispositif de contrôle des sorties de capitaux en Italie a en grande partie coupé du marché les investisseurs italiens, qui comptaient jusqu'alors parmi les principaux pourvoyeurs de fonds subsistant dans le secteur non bancaire. A partir de septembre, en revanche, le marché des euro-obligations, et particulièrement le compartiment dollar, a bénéficié de la légère amélioration du climat du marché des changes et d'une détente temporaire des taux d'intérêt nationaux. Le volume mensuel moyen des émissions est passé de \$130 millions seulement en juillet et en août à \$340 millions pendant la période de trois mois allant de septembre à

novembre. S'il a été néanmoins beaucoup plus faible que pendant les derniers mois de 1972 et qu'en janvier 1973 — période où le dollar avait montré une fermeté analogue — la responsabilité en incombe en grande partie aux perspectives d'évolution de l'inflation, qui n'avaient cessé de s'aggraver depuis le début de 1973. Ne pouvant faire de pronostics sur la tendance future, les prêteurs ne se montraient guère disposés à engager leurs capitaux à des taux d'intérêt qui, bien qu'élevés en termes nominaux, étaient très bas, voire négatifs, en termes réels, et préféraient conserver leurs fonds sous forme liquide sur le marché des euro-monnaies, dont le rendement était même plus élevé. De leur côté, les emprunteurs hésitaient à contracter des dettes assorties de taux d'intérêt qui se révéleraient trop élevés en termes réels en cas de succès de la lutte contre l'inflation, et préféraient par conséquent se procurer des ressources sur le marché des euro-monnaies, à des taux supérieurs mais ajustables. Les taux d'intérêt élevés et les incertitudes inhérentes à l'inflation ont également contribué à la tenue médiocre des marchés des valeurs à revenu variable. De la sorte, les émissions d'obligations convertibles qui, en d'autres temps, auraient procuré aux investisseurs une certaine protection contre l'inflation tout en permettant aux emprunteurs de tourner l'obstacle des taux d'intérêt élevés, n'ont pas été d'un grand secours pour le marché des euro-obligations. Au contraire, leur part dans le total s'est contractée, passant de 19% en 1972 à 15%.

Au cours de l'automne 1973, la nouvelle situation des prix du pétrole a encore aggravé les perspectives d'évolution future de l'inflation et fait naître de nouvelles incertitudes à propos des taux de change. Le volume des émissions est tombé à \$70 millions en décembre et a atteint seulement \$210 millions en moyenne pendant les trois premiers mois de 1974. Contrairement à ce qui s'est passé pendant le premier semestre de 1973, c'est la composante « non-dollar » du marché qui a été particulièrement touchée en raison de la fermeté de la monnaie américaine pendant le second semestre et de la forte hausse des rendements des obligations nationales. Les émissions exprimées en unités de compte composites ont connu un certain regain de faveur, mais il a été émis très peu d'obligations dans les diverses monnaies autres que le dollar, de sorte que la part des titres libellés en dollars s'est élevée à 75% pendant cette période de quatre mois. La suppression de la taxe de péréquation de l'intérêt aux Etats-Unis, le nouvel accès de faiblesse du dollar sur les marchés des changes et, surtout, la reprise de l'escalade des taux des dépôts en euro-dollars, ont toutefois porté de nouveaux coups au marché des obligations libellées en monnaie américaine et, en avril, le volume des nouvelles émissions est tombé à \$40 millions.

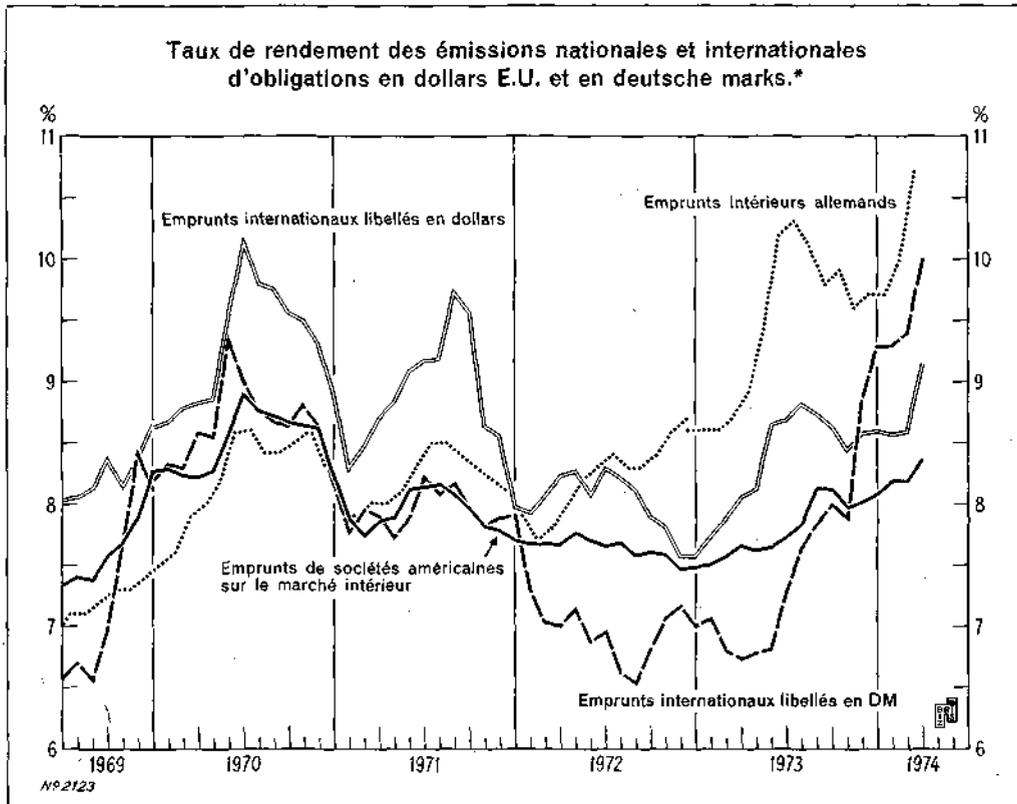
Pour l'année 1973 considérée dans son ensemble, \$2.390 millions d'euro-obligations ont été émises en dollars, \$990 millions en deutsche marks et \$710 millions en d'autres monnaies et en diverses unités de compte, ce qui représente une diminution de \$1.470 millions, \$250 millions et \$680 millions respectivement par rapport à 1972. Le rôle effacé qu'ont joué l'an dernier les émissions libellées en monnaies autres que le dollar et le deutsche mark — leur part dans le total s'est réduite de 21 à 17% — a été principalement imputable à un recul du volume des émissions en florins et en francs français. Comme dans le cas du deutsche mark, les émissions libellées dans ces monnaies se sont bien maintenues pendant la période mars-juin, mais ont fait une chute brutale pendant le second semestre. Celles qui étaient libellées en unités

de compte composites ont au contraire marqué une certaine reprise, passant de \$30 millions seulement en 1972 à \$170 millions l'an dernier. Cette progression a été due en partie à l'introduction d'une nouvelle unité, l'euro, dont la valeur au change est basée sur un assortiment pondéré de toutes les monnaies de la C.E.E.

Les modifications intervenues dans l'importance relative des divers groupes d'emprunteurs ont été encore plus spectaculaires que celles des composantes monétaires du marché. Le trait le plus marquant de l'année 1973 a été la contraction de \$2.030 millions à \$830 millions du volume des émissions lancées par les emprunteurs des Etats-Unis. Trois principaux facteurs sont responsables de cette chute brutale: le fait qu'il devenait plus coûteux, sur le plan des intérêts, de se procurer des fonds en recourant aux euro-obligations qu'en émettant des emprunts aux Etats-Unis; le comportement décevant du marché américain des actions, qui a contribué à une contraction, de \$1.070 millions à \$360 millions, des émissions d'euro-obligations convertibles par les emprunteurs américains; enfin l'annonce officielle, en février 1973, de l'élimination progressive, avant la fin de 1974, de la taxe de péréquation de l'intérêt et du programme de restriction des crédits à l'étranger. Les emprunteurs américains n'ont jusqu'à présent, en 1974, émis qu'un seul emprunt; encore son lancement a-t-il précédé en fait la levée définitive, à la fin de janvier, des mesures restreignant les sorties de capitaux des Etats-Unis.

Le volume des emprunts émis en Europe occidentale n'a diminué que de \$430 millions pour s'établir à \$2.060 millions, ce qui signifie que leur part dans le total est passée de 38 à 50%. Il convient d'ajouter la part des organismes internationaux en Europe, qui s'est élevée à 10%. Le pays qui a absorbé le montant le plus élevé, avec \$970 millions (soit \$180 millions de plus qu'en 1972), a été le Royaume-Uni, où l'emprunt à l'étranger a été encouragé pour des raisons de balance des paiements. Le recours des pays scandinaves au financement par euro-obligations est tombé, en revanche, de \$790 millions à \$310 millions. Les émissions des «autres pays développés» sont revenues de \$600 millions à \$140 millions, et celles des pays en voie de développement de \$540 millions à \$430 millions.

Pour ce qui est de l'évolution des taux d'intérêt, les rendements des obligations libellées en euro-dollars, après avoir baissé pendant le second semestre de 1972, se situaient un peu au-dessus de 7¾% au début de l'année 1973 mais, en février, la disparition de la confiance dans le dollar a déclenché un mouvement ascendant des taux d'intérêt et, en juillet, les taux de rendement ont atteint un maximum de 8¾% environ. En même temps, la prime par rapport au taux de rendement des obligations des sociétés américaines émises sur le marché national, qui s'était rétrécie à ¼ de point à la fin de 1972, s'est élargie jusqu'à près de 1%. Au cours de la même période, toutefois, les rendements des obligations en euro-dollars sont passés d'environ 2 points au-dessus du taux du dépôt des euro-dollars à trois mois à 2 points au-dessous en moyenne. Le redressement du dollar a déterminé une certaine réaction en baisse des taux de rendement des obligations en euro-dollars au second semestre de 1973 mais, avec les perspectives de plus en plus inquiétantes d'évolution de l'inflation, la renaissance des incertitudes sur les taux de change et la faiblesse des marchés secondaires, les taux de rendement sont passés de 8½% en janvier 1974 à plus de 9% en avril et en mai.



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

En réponse au mouvement de fuite devant le dollar, les taux de rendement des obligations libellées en euro-deutsche marks sont revenus de 7% environ au début de 1973 à 6¾% en mars. A ce niveau, ils étaient inférieurs de quelque 2 points à ceux des emprunts intérieurs allemands. La très forte progression des taux d'intérêt en Allemagne fédérale entre mars et juillet a ensuite exercé une pression à la hausse sur les taux de rendement des obligations en euro-deutsche marks, bien que l'écart défavorable de ces derniers par rapport à ceux des emprunts intérieurs allemands se soit parfois élargi jusqu'à 3%. A partir d'août, les taux de rendement des emprunts intérieurs allemands ont amorcé un recul mais, sous l'effet d'un renforcement du dollar et des supputations sur un assouplissement éventuel des mesures allemandes de contrôle sur les entrées de capitaux, les taux de rendement des obligations en euro-deutsche marks ont continué de monter en flèche, pour atteindre 9¼% à la fin de l'année. A ce niveau, ils ont, pour la première fois depuis le début de 1967, dépassé ceux des obligations en euro-dollars, tandis que leur écart défavorable par rapport au taux de rendement des emprunts intérieurs allemands s'était rétréci à moins de ½%. Au début de 1974, la nouvelle poussée de hausse des taux d'intérêt à long terme en Allemagne a contribué à accentuer la hausse des taux de rendement des obligations en euro-deutsche marks, qui ont dépassé 10% en mars, se situant ainsi à 3½ points au-dessus du niveau atteint un an auparavant. Il s'agit en l'occurrence d'une progression exceptionnellement forte pour un marché d'obligations à long terme.

VI. ACTIVITÉS DE LA BANQUE.

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

La Banque a de nouveau joué, 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 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. Les réunions de caractère technique ont été consacrées notamment à des travaux sur un vaste ensemble de sujets concernant le développement de l'utilisation des ordinateurs dans les banques centrales. Ces rencontres n'ont pas seulement permis aux banques centrales d'échanger des informations et de se communiquer leurs expériences sur l'utilisation des matériels et des programmes d'informatique; elles ont aussi traité de sujets aussi variés que la mise au point de normes communes, la création d'une banque de données pour le stockage d'informations monétaires et économiques présentant un intérêt particulier pour les banques centrales, et le fonctionnement d'un système de commutation de messages et d'autres systèmes électroniques de transferts internationaux de fonds.

La Banque a également participé, en qualité d'observateur, aux travaux du Comité du Conseil des gouverneurs du Fonds monétaire international chargé d'étudier la réforme du système monétaire international et les questions connexes; ce Comité, créé en septembre 1972, est généralement connu sous le nom de «Comité des Vingt». La B.R.I. 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 interventions et des règlements mis sur pied par le Comité. Le 21 janvier 1974, le F.M.I. a attribué la qualité de détenteur de droits de tirage spéciaux à la Banque qui est ainsi la première institution ne faisant pas partie du Fonds à être autorisée à accepter, détenir et utiliser des D.T.S.

La Banque a continué d'assurer le secrétariat du Comité des gouverneurs des banques centrales des Etats membres de la Communauté économique européenne et du Conseil d'administration du Fonds européen de coopération monétaire, ainsi que de leurs sous-comités et groupes d'experts, parmi lesquels il convient de citer: le Comité des suppléants des gouverneurs, un groupe spécialisé dans les problèmes techniques soulevés par l'intégration monétaire (système de change de la Communauté, mise en commun des réserves, etc.), un groupe chargé d'examiner périodiquement les conditions d'évolution de la masse monétaire dans les Etats membres, un groupe chargé d'établir le statut du futur personnel du Fonds européen de coopération monétaire.

Ces organismes qui, pour la plupart, se réunissent généralement à Bâle, ont tenu en 1973-74 des séances régulières et nombreuses; leurs travaux ont porté notamment sur le fonctionnement du système de marges fixes de fluctuation maintenues entre les monnaies des pays de la C.E.E., l'aménagement du mécanisme de soutien monétaire à court terme existant entre les banques centrales de la Communauté, les conditions d'une mise en commun progressive des réserves, le problème de l'or et la lutte contre l'inflation.

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 économiques, les données statistiques relatives au financement des excédents ou des déficits des comptes extérieurs des pays du Groupe des Dix. Elle fait encore fonction d'Agent de l'O.C.D.E. pour l'application de l'Accord de garantie de change conclu par dix-huit banques centrales européennes le 1er janvier 1973, immédiatement après la liquidation de l'Accord monétaire européen. Elle a également poursuivi l'an dernier 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 1974, 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 1974 s'établit au chiffre record,	
pour une fin d'exercice, de	F 31.615.466.191
contre, au 31 mars 1973,	F 25.249.615.031
Il enregistre ainsi une augmentation de	F 6.365.851.160
— soit 25% du bilan — qui compense et au-delà la diminution de 14% accusée au cours de l'exercice antérieur.	

Il convient toutefois d'observer qu'une partie de l'augmentation précitée — près de 500 millions de francs — est attribuable d'une part à la réévaluation de 5½% du deutsche mark en juin 1973, d'autre part à l'appréciation de fait d'autres monnaies, du franc suisse en particulier.

* 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 les bases suivantes: pour le dollar E.U., sur la base de la parité officielle, soit \$E.U. 42,22 par once d'or fin; pour les monnaies flottant conjointement, sur la base du cours central; pour les autres monnaies, le cours moyen du marché contre dollars E.U. le 28 mars 1974 a été retenu.

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
1965	7.850	+ 2.072	+ 36
1966	7.882	+ 32	—
1967	8.232	+ 350	+ 4
1968	12.041	+ 3.809	+ 46
1969	14.643	+ 2.602	+ 22
1970	20.699	+ 6.056	+ 41
1971	23.856	+ 3.157	+ 15
1972	29.362	+ 5.506	+ 23
1973	25.250	— 4.112	— 14
1974	31.615	+ 6.365	+ 25

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 1.014 millions de francs au 31 mars 1974 contre 931 millions au 31 mars 1973.

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			
1965	151	7.417	282	7.850
1966	151	7.449	282	7.882
1967	151	7.764	317	8.232
1968	170	11.548	323	12.041
1969	200	14.133	310	14.643
1970	463	20.060	176	20.699
1971	539	23.086	231	23.856
1972*	754	28.401	207	29.362
1973*	849	24.179	222	25.250
1974*	967	30.378	270	31.615

*après répartition.

A. Capital, réserves, provisions et passifs divers.

a) Capital libéré

F 300.703.125

Le capital autorisé est demeuré inchangé; de même le capital émis, qui se subdivise en 481.125 actions libérées de 25%.

b) Réserves

1) *Fonds de réserve légale*

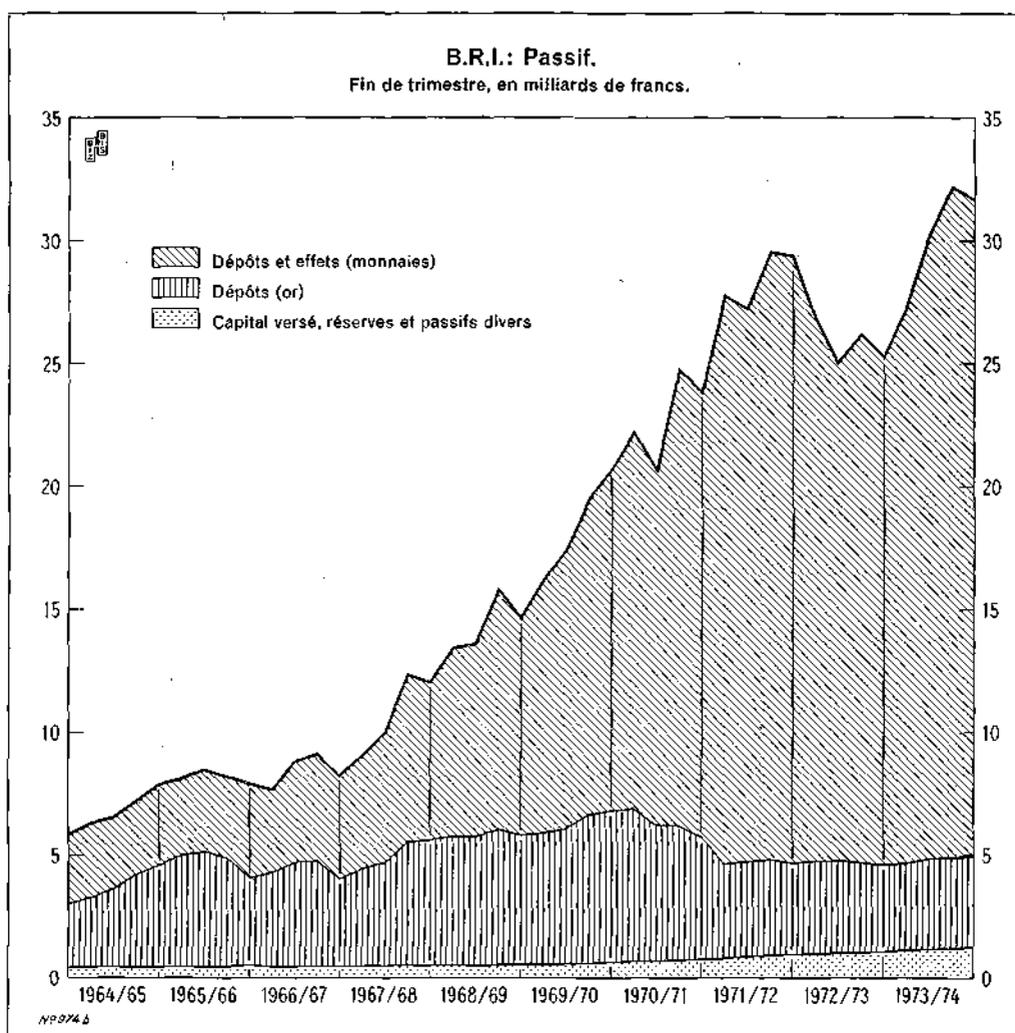
F 30.070.313

Ce montant est sans changement par rapport au 31 mars 1973, date à laquelle il avait déjà atteint 10% du capital libéré, maximum prévu par l'article 51(1) des Statuts.

2) *Fonds de réserve générale,*

après répartition du bénéfice net de 1973-74

F 309.447.193



contre 252,6 millions de francs, un transfert de 56,8 millions étant proposé par prélèvement sur ce bénéfice; l'affectation statutaire à ce fonds ayant pour effet, cette année, de le porter à un montant supérieur à celui du capital libéré, la somme à transférer fait l'objet d'une réduction, conformément aux dispositions de l'article 51(4) des Statuts.

3) *Fonds spécial de réserve de dividendes* F 75.175.781

Cette réserve est inchangée, du fait qu'en 1973 déjà elle a atteint un quart du capital libéré, maximum prévu par l'article 51(5) des Statuts.

4) *Fonds de réserve libre,*

après répartition du bénéfice net de 1973-74 F 251.518.200
contre 190,3 millions de francs, l'affectation proposée par imputation sur ce bénéfice étant de 61,2 millions.

Après répartition du bénéfice net de 1973-74, les réserves totales de la Banque s'établissent ainsi à F 666.211.487
contre 548,2 millions de francs en début d'exercice, soit un accroissement de 118 millions.

c) Le poste «Divers» se monte à F 140.464.707
contre 101,7 millions de francs, soit une majoration de 38,8 millions.

d) Provision pour immeubles F 103.251.698
contre 92,9 millions de francs; cette progression de 10,4 millions résulte – outre d'une différence de change de 6,8 millions – de la décision du Conseil d'administration d'affecter à cette provision un montant additionnel de 15 millions et, en sens inverse, du règlement des dépenses encourues à concurrence de 11,4 millions.

e) Compte de profits et pertes, avant répartition F 145.063.281
chiffre qui correspond au bénéfice net de l'exercice 1973-74; celui-ci est en hausse de 23 millions de francs par rapport à celui de l'exercice précédent, qui s'établissait à 122,1 millions, mais reste légèrement en deçà de celui de l'exercice 1971-72, qui se montait à 148,8 millions; la section 7 ci-après donne, pour le bénéfice 1973-74, les détails de la répartition proposée; selon cette répartition, dont il a déjà été fait mention à diverses reprises à propos de l'évolution des réserves, une somme de 27.063.281 francs sera en particulier prélevée sur le bénéfice au titre du dividende payable le 1er juillet 1974.

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
	1973	1974	
en millions de francs			
Dépôts des banques centrales	23.086	28.809	+ 5.723
Dépôts des autres déposants	578	1.017	+ 439
Effets	515	552	+ 37
Total	24.179	30.378	+ 6.199

Les trois catégories de fonds empruntés se sont accrues; la progression des «Dépôts des banques centrales», qui porte principalement sur des dollars E.U., est très forte en valeur absolue et relative (+25%) et est à l'origine de la majeure partie de l'augmentation du total du bilan; l'expansion des «Dépôts des autres déposants» est surtout prononcée en pourcentage (+76%); quant au léger accroissement des «Effets» – tous libellés en francs suisses – il provient uniquement de l'appréciation, en cours d'exercice, de cette monnaie exprimée en francs or.

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 prépondérante (95%).

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
	1973	1974		1973	1974		1973	1974	
en millions de francs									
A vue	3.270	2.851	- 419	384	147	- 237	-	-	-
A 3 mois au maximum	239	244	+ 5	17.202	22.691	+ 5.489	-	-	-
A plus de 3 mois	17	614	+ 597	2.552	3.279	+ 727	515	552	+ 37
Total	3.526	3.709	+ 183	20.138	26.117	+ 5.979	515	552	+ 37

a) Dépôts en or F 3.709.052.503

contre 3.526 millions de francs; l'augmentation ainsi enregistrée, soit 183 millions ou 5%, efface le fléchissement de 174 millions qui était apparu au cours de l'exercice précédent; elle correspond à des dépôts obtenus à plus de trois mois, des possibilités s'étant présentées pour la Banque d'utiliser de l'or de manière rémunératrice; aux mêmes fins, des conversions de dépôts à vue en dépôts à terme ont été opérées, ce qui explique le solde de la forte progression des fonds à plus de trois mois, ainsi que la diminution des dépôts à vue; on assiste de la sorte à un renversement de l'évolution suivie ces dernières années, qui avait amené la Banque à réduire progressivement ses emprunts d'or à terme.

b) Dépôts en monnaies F 26.117.228.422

contre 20.138 millions de francs, soit une progression de 5.979 millions (+30%); cette forte expansion – qui compense largement la baisse de 4.079 millions enregistrée

au cours de l'exercice précédent – porte presque intégralement sur des fonds à trois mois au maximum; cependant on relève également une certaine baisse des fonds à vue et une progression des fonds à plus de trois mois, tous deux notables en valeurs relatives (respectivement – 62% et +28%).

c) Effets F 551.490.968
contre 515 millions de francs.

Au début de l'exercice, les «Dépôts en or» représentaient 15% du total des ressources empruntées, les «Dépôts en monnaies» 83% et les «Effets» 2%; au 31 mars 1974, les pourcentages respectifs étaient de 12, 86 et 2, marquant ainsi une accentuation de la prédominance des moyens d'action en monnaies.

ACTIF (UTILISATION DES RESSOURCES).

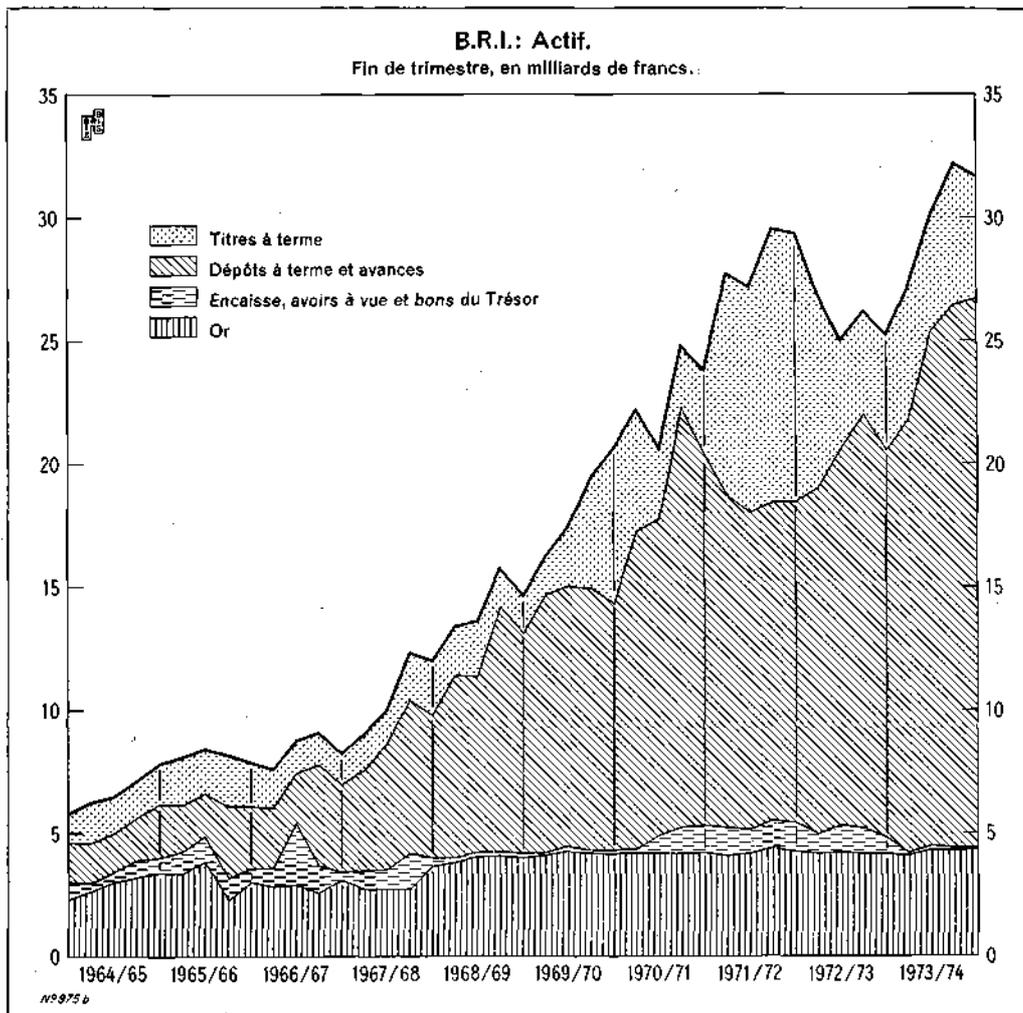
Le tableau suivant montre la répartition d'après leur *nature* des principaux postes de l'actif:

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

Nature	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1973	1974	
	en millions de francs		
Avoirs à vue			
Or	4.126	4.332	+ 206
Monnaies	84 4.210	47 4.379	– 37 + 169
Bons du Trésor			
Monnaies	596	8	– 588
Dépôts à terme et avances			
Or	2	71	+ 69
Monnaies	15.742 15.744	22.242 22.313	+ 6.500 + 6.569
Titres à terme			
Monnaies	4.638	4.889	+ 251
Total			
Or	4.126	4.403	+ 275
Monnaies	21.060 25.188	27.186 31.589	+ 6.126 + 6.401

La répartition de ces actifs appelle les commentaires suivants:

a) Or F 4.331.647.919
– consistant uniquement en barres d'or – contre 4.126 millions de francs au 31 mars 1973; l'augmentation enregistrée, 206 millions, correspond aux dépôts additionnels reçus en or, ainsi qu'à une fraction de l'or dégagé à la suite d'échéances de swaps or contre monnaies; il convient également d'observer que, comme le relève la note 3 figurant au bas du bilan, une partie de l'encaisse-or, soit 761 millions, a fait l'objet d'un nantissement.



b) Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue F 47.239.352
contre 84 millions de francs, soit un fléchissement de 37 millions, qui traduit partiellement le recul accusé par les dépôts reçus à vue en monnaies.

c) Bons du Trésor F 8.443.903
contre 596 millions de francs; le montant de ce poste tombe ainsi à un chiffre insignifiant, en raison de la venue à échéance de placements non renouvelables sous forme de bons du Trésor.

d) Dépôts à terme et avances F 22.312.572.729
contre 15.744 millions de francs au 31 mars 1973, soit une augmentation de 6.569 millions. L'élément exprimé en or passe de 2 millions à 71 millions, la Banque réutilisant sous forme de dépôts à terme une partie de l'or qu'elle a recouvré à la suite des échéances, mentionnées plus haut, de swaps contre monnaies; la rubrique en monnaies, passant de 15.742 millions à 22.242 millions, enregistre une forte progression de

6.500 millions; celle-ci correspond à un accroissement souvent important des avoirs de la Banque sur divers marchés, spécialement sur celui des Etats-Unis.

e) Titres à terme F 4.889.378.554

contre 4.638 millions de francs; le gonflement de ce portefeuille, soit 251 millions, représente essentiellement la différence entre d'une part des achats sur le marché des Etats-Unis de certificats de dépôt et d'acceptations bancaires, d'autre part des échéances d'effets libellés en monnaies européennes.

f) Divers F 26.183.733

contre 62 millions de francs, soit une régression de 36 millions.

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
	1973	1974	
	en millions de francs		
A 3 mois au maximum	15.063	21.967	+ 6.904
A plus de 3 mois	5.319	5.235	— 84
Total	20.382	27.202	+ 6.820

Opérations à terme sur or.

Ces opérations, qui figurent à la note 2 complémentaire au bilan, se traduisent par un solde net positif (or à recevoir) de F 2.979.720 contre un solde de 95 millions de francs, soit une réduction de 92 millions du début à la fin de l'exercice. Ce mouvement est dû aux échéances déjà citées de swaps or (racheté à terme) contre monnaies.

* * *

Au cours de l'exercice social 1973-74, l'activité opérationnelle de la Banque a suivi une évolution parallèle à celle du bilan et du bénéfice; de ce fait, elle s'est située à un très haut niveau.

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 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, au titre de l'Emprunt extérieur allemand 1924 (Emprunt Dawes) — toutes ces obligations sont maintenant venues à échéance — et de l'Emprunt international 1930 du gouvernement allemand (Emprunt Young).

Pour l'Emprunt Young, l'exercice 1973-74 a été clos le 1er juin 1974. Les intérêts au titre de l'exercice se montent à l'équivalent d'environ 26,8 millions de francs, et

ont été dûment versés à la Banque qui les a répartis entre les Agents-payeurs. L'amortissement des obligations de conversion au titre de l'exercice 1973-74 a été assuré intégralement par rachat en bourse. Toutes les obligations de consolidation encore en circulation 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 de 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 plus récentes, soulevées au sujet de l'application de la garantie de change par la libération du taux de change de diverses monnaies d'émission et l'adoption de taux centraux – et, dans plusieurs cas, la variation ultérieure de ces taux – pour certaines de ces monnaies, ont été soumises par la Banque aux gouvernements des pays d'émission des tranches de l'Emprunt.

Emprunt international 1930 du gouvernement allemand (Emprunt Young).
Obligations de conversion.

Tranche	Monnaie	Valeur d'amortissement*			
		Obligations émises	Obligations rachetées ou sorties au tirage en vue de leur amortissement au titre des exercices		Solde après amortissement
			1958-59 à 1972-73	1973-74	
allemande . . .	DM	14.509.000	3.027.000	282.000	11.200.000
américaine . . .	\$	67.003.000	14.656.000	1.583.000	50.764.000
belge	FB	202.869.000	43.287.000	4.160.000	155.422.000
britannique . . .	£	20.865.500	4.393.400	406.000	15.866.100
française	FF	501.834.000	107.238.000	10.574.000	384.022.000
néerlandaise . . .	FL	52.578.000	10.994.000	1.071.000	40.513.000
suédoise	KRS	92.780.000	19.746.000	2.017.000	71.017.000
suisse	FS	58.392.000	12.316.000	1.147.000	44.929.000

* Valeur d'amortissement au 1er mai 1974, établie conformément aux dispositions de l'Accord de Londres du 27 février 1953 sur les dettes extérieures allemandes, mais sans tenir compte des réévaluations du deutsche mark en 1961 et 1969, ni de la libération du taux de change de diverses monnaies d'émission, ni de l'adoption de taux centraux – et, dans plusieurs cas, de la variation ultérieure de ces taux – pour certaines de ces monnaies.

La Banque est également Trustee pour les obligations certifiées de l'Emprunt international 1930 de la République fédérale d'Autriche, dont le service a été assuré conformément aux conventions passées.

Le tableau ci-après résume la situation actuelle de l'Emprunt.

Emprunt international 1930 de la République fédérale d'Autriche.

Tranche	Monnaie	Valeur nominale			
		Obligations certifiées	Obligations rachetées ou sorties au tirage en vue de leur amortissement au titre des exercices		Solde après amortissement
			1959 à 1972	1973	
américaine . . .	\$	1.667.000	1.095.000	97.000	475.000
anglo-néerlandaise	£	856.600	543.900	47.500	265.200
suisse	FS	7.102.000	3.943.000	376.000	2.783.000

4. La Banque comme Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté européenne du charbon et de l'acier.

Le tableau ci-après indique les soldes des emprunts garantis, émis entre 1954 et 1961 par la Communauté européenne du charbon et de l'acier, pour lesquels la Banque exerce les fonctions de Tiers convenu conformément aux dispositions du Contrat de nantissement conclu le 28 novembre 1954 avec la Communauté.

Emprunts garantis de la Communauté européenne du charbon et de l'acier.

Série de titres garantis	Date de l'émission	Pays d'émission	Bailleurs de fonds	Montant initial des emprunts	Montant non remboursé au 1 ^{er} avril 1974	Taux d'intérêt %	Année de la dernière échéance ou du remboursement	
1 ^{re}	1954	Etats-Unis	Gouvernement des Etats-Unis	\$ 100.000.000	36.100.000	3 ¹ / ₂	1979	
2 ^e	1955	Belgique	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Bruxelles	FB 200.000.000	93.600.000	3 ¹ / ₂	1982	
3 ^e	1955	Allemagne	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf et Münster ¹	DM 50.000.000	17.345.600	3 ¹ / ₂	1981	
4 ^e	1955	Luxembourg	Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg	FB 20.000.000	9.360.000	3 ¹ / ₂	1982	
				FLUX 5.000.000	—	3 ¹ / ₂	1961	
5 ^e	1956	Sarre	Landesbank und Girozentrale Saar, Sarrebruck	DM 2.977.450 ²	786.047	4 ¹ / ₂	1977	
6 ^e	1956	Suisse	Emission publique	FS 50.000.000	5.000.000	4 ¹ / ₂	1974	
7 ^e	1957	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	2.200.000	5 ¹ / ₂	1975	
8 ^e				Emission publique	\$ 7.000.000	—	5	1962
9 ^e					Prêts bancaires	\$ 3.000.000	—	5
10 ^e	1957	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	56.337.957	5 ¹ / ₂	1982	
11 ^e	1958	Etats-Unis	Emission publique	\$ 35.000.000	12.000.000	5	1978	
12 ^e				Emission publique	\$ 15.000.000	—	4 ¹ / ₂	1963
13 ^e	1960	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	11.800.000	5 ¹ / ₂	1980	
14 ^e				Emission publique	\$ 3.300.000	—	4 ¹ / ₂	1963
					\$ 3.300.000	—	4 ¹ / ₂	1964
					\$ 3.400.000	—	5	1965
15 ^e	1961	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	69.673.305	5 ¹ / ₂	1986	
16 ^e	1961	Pays-Bas	Emission publique	FL 50.000.000	26.550.000	4 ¹ / ₂	1981	

¹ Les bailleurs de fonds d'origine, à savoir la Rheinische Girozentrale und Provinzialbank et la Landesbank für Westfalen Girozentrale, ont fusionné à dater du 1^{er} janvier 1969 pour former la Westdeutsche Landesbank Girozentrale.
² Cet emprunt, qui a été contracté en francs français, a été converti en deutsche marks en 1959. Le montant initial était de 350.000.000 d'anciens francs français.

Au cours de l'exercice 1973-74, les sommes reçues par la Banque pour le service des emprunts garantis se sont élevées à l'équivalent d'environ 12 millions de francs au titre des intérêts et d'environ 38 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 218 millions de francs.

5. La Banque comme Agent du Fonds européen de coopération monétaire.

La Banque exerce, depuis le 1er juin 1973, les fonctions d'Agent du Fonds européen de coopération monétaire qui a été institué, à la date du 6 avril 1973, par les Etats membres de la Communauté économique européenne. A ce titre, et compte tenu que le Fonds n'est qu'au premier stade de son fonctionnement, ses tâches sont essentiellement d'ordre comptable et consistent, en particulier, à tenir compte des fonds destinés à enregistrer:

- les dettes et les créances des banques centrales de la Communauté à l'égard du Fonds, nées des interventions, en monnaies des pays membres, effectuées pour maintenir la marge fixe de 2,25%, ou des financements prévus dans le cadre du soutien monétaire à court terme;
- les règlements périodiques de ces dettes et créances.

En raison des tensions qui ont caractérisé les marchés des changes en 1973-74, les banques centrales de la C.E.E. ont dû intervenir fréquemment et pour des montants parfois élevés, en vue de maintenir leurs monnaies dans la bande de fluctuation appelée communément le «serpent».

Au cours du dernier exercice, les cinq banques centrales concernées - depuis le 20 janvier 1974 elles ne sont plus que quatre, la Banque de France ne défendant plus aucun cours limite sur son marché - ont été tour à tour débitrices et créancières, leurs positions se renversant à plusieurs reprises et souvent dans un délai très court. Toutefois, ces mouvements en sens inverse n'ont pas été d'ampleur comparable et, au total, les résultats nets ont fait apparaître des dettes et des créances importantes qui n'ont été que faiblement réduites par les compensations automatiques ou volontaires entre les débits et crédits des comptes de même échéance ou d'échéances différentes.

Cette évolution du «serpent» s'est traduite, pour l'Agent du Fonds, par une multiplication des opérations à comptabiliser, des calculs à faire (taux d'intérêt, cours de conversion, etc.) et des informations à recueillir, établir et diffuser.

6. Modification de l'article 30 des Statuts de la Banque.

Le Conseil d'administration a décidé, à sa séance du 9 avril 1974, de convoquer une Assemblée générale extraordinaire pour le 10 juin 1974 en vue d'apporter une légère modification au texte de l'article 30 des Statuts de la Banque. Le Conseil a en effet estimé que la limitation contenue dans l'article 30, qui empêche un administrateur d'office de nommer administrateur de la Banque, en vertu de l'article 27 (2), un ancien

gouverneur d'une banque centrale qui a été élu ou nommé membre d'un corps législatif, peut parfois ne pas être dans l'intérêt de la Banque. Le Conseil d'administration a décidé en conséquence de proposer à l'Assemblée générale extraordinaire de modifier comme suit le texte de l'article 30 des Statuts de la Banque:

«Ne peut être nommé ni demeurer administrateur aucun membre ou fonctionnaire d'un Gouvernement, à moins qu'il ne soit Gouverneur d'une banque centrale; ne peut pareillement être nommé ni demeurer administrateur aucun membre d'un corps législatif, à moins qu'il ne soit Gouverneur ou ancien Gouverneur d'une banque centrale.»

7. Bénéfice net et répartition.

Les comptes du quarante-quatrième exercice clos le 31 mars 1974 accusent un excédent net d'exploitation de 168.212.066 francs contre 136.048.276 francs pour l'exercice précédent et 156.364.072 francs pour l'exercice 1971-72. Cette augmentation est surtout due au fait que la Banque a traité, pendant l'exercice écoulé, un volume de fonds sensiblement plus élevé.

Le Conseil d'administration a décidé de transférer 8.148.785 francs à la «Provision pour frais d'administration exceptionnels» et 15.000.000 de francs à la «Provision pour immeubles». A la suite de ces décisions, le bénéfice net atteint 145.063.281 francs, contre 122.063.281 francs pour l'exercice précédent et 148.832.656 francs pour l'exercice 1971-72. 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 145.063.281 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 56.813.983 francs est transférée au «Fonds de réserve générale»;
- 4) une somme de 61.186.017 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 1974 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 20 juin 1974.

Dans l'intérêt des actionnaires, le Conseil d'administration a décidé, à sa séance de mai 1974, que si la situation qui régnait alors sur le marché des changes en ce qui concerne le franc suisse devait se prolonger jusqu'à la date de l'Assemblée générale ordinaire, la conversion en francs suisses serait effectuée sur la base de la parité-or officielle du franc suisse, soit 1 FS = 0,217 592 5926 gramme d'or fin. Sur cette base,

le dividende s'élèverait à 75,05 francs suisses par action et, en raison de la différence de change, le coût total du dividende serait supérieur de quelque 4 millions de francs au montant déjà affecté pour le dividende dans le bilan au 31 mars 1974. Ce montant supplémentaire serait imputé sur les résultats de l'exercice 1974-75.

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 1974 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 Dr Jelle Zijlstra, dont les mandats de Président du Conseil et de Président de la Banque venaient à expiration le 30 juin 1973, a été réélu à ces postes, conformément à l'article 38 des Statuts, à la séance du Conseil du 18 juin 1973, pour une période de trois ans qui prendra fin le 30 juin 1976.

Le 1er juillet 1973, M. Gordon W.H. Richardson a succédé à Lord O'Brien of Lothbury en qualité de Gouverneur de la Banque d'Angleterre et est devenu administrateur d'office à la place de Lord O'Brien. A la séance du Conseil tenue le 18 juin 1973, le Président a exprimé à Lord O'Brien les remerciements sincères et chaleureux de tous les membres du Conseil pour l'importante et remarquable contribution qu'il a apportée aux travaux de la Banque pendant les sept années de son mandat.

A la fin d'octobre 1973, M. Per Åsbrink s'étant démis de ses fonctions de Gouverneur de la Sveriges Riksbank, a cessé en même temps de siéger au Conseil d'administration de la B.R.I. A la séance tenue le 11 septembre 1973, le Président a remercié M. Åsbrink pour les services éminents qu'il a rendus à la Banque au cours de son mandat, qui a duré près de dix-huit ans.

M. Henri Deroy, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 31 octobre 1973, a été nommé de nouveau à ce poste pour trois ans, conformément à l'article 27(2) des Statuts, par M. Olivier Wormser, Gouverneur de la Banque de France, en octobre 1973. Son mandat de Vice-Président du Conseil venant également à expiration le 31 octobre 1973, M. Deroy a été réélu à ce poste par le Conseil à sa séance du 13 novembre 1973, conformément à l'article 38 des Statuts, pour une période de trois ans qui prendra fin le 31 octobre 1976.

A la séance du Conseil tenue le 11 décembre 1973, M. Krister Wickman, Gouverneur de la Sveriges Riksbank, a été élu membre du Conseil, conformément à l'article 27(3) des Statuts, pour une période qui prendra fin le 31 mars 1975.

Le Président a fait savoir au Conseil, à sa séance du 11 décembre 1973, que M. Wormser avait désigné M. Henri Koch pour être son suppléant à la place de M. Marcel Théron. Il a exprimé à M. Théron la reconnaissance de la Banque pour les précieux services qu'il lui a rendus pendant plus de six ans.

A sa séance du 12 mars 1974, le Conseil a appris avec grand regret, par le Président, que M. Michael J. Babington Smith avait décidé de quitter son siège au Conseil à dater du 20 février 1974. Le Président a rendu hommage aux très précieux services que M. Babington Smith a rendus à la Banque pendant près de neuf ans.

Le Dr Edwin Stopper, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 31 mars 1974, a été réélu à ce poste, conformément à l'article 27(3) des Statuts, à la séance du Conseil tenue le 12 mars 1974, pour une période de trois ans prenant fin le 31 mars 1977. A la fin du mois suivant, le Dr Stopper s'est démis de ses fonctions de Président de la Direction générale de la Banque Nationale Suisse, quittant en même temps son siège au Conseil d'administration de la B.R.I. A la séance du Conseil du 9 avril 1974, le Président a remercié le Dr Stopper des éminents services qu'il a rendus à la Banque pendant près de huit ans. A la même séance, le Dr Fritz Leutwiler, qui avait été désigné pour succéder au Dr Stopper à la présidence de la Direction générale de la Banque Nationale Suisse, a été élu membre du Conseil, conformément à l'article 27(3) des Statuts, pour une période qui prendra fin le 31 mars 1977.

M. Donald H. Macdonald, qui était entré à la Banque en 1954, venant de la Banque d'Angleterre, et faisait partie de la Direction depuis 1962, s'est démis de ses fonctions de Chef du Département bancaire à la fin de 1973. A la séance du Conseil tenue le 11 décembre 1973, le Président a exprimé la sincère gratitude et les remerciements de tous les administrateurs à M. Macdonald pour le talent et les remarquables qualités professionnelles qu'il n'a cessé de montrer dans l'exercice de ses importantes fonctions. A la même séance, le Conseil a nommé Chef du Département bancaire, à compter du 1er janvier 1974, M. R.T.P. Hall. Le 31 octobre 1973, M. A. Norman Barltrop, Directeur Adjoint, qui avait été à la tête du Service de la comptabilité de la Banque pendant près de vingt ans, a pris sa retraite après plus de vingt-deux ans de précieux et dévoués services.

Le Président a annoncé, à la séance du Conseil tenue le 8 janvier 1974, que la Banque avait décidé de promouvoir M. Robert Chaptinel au grade de Directeur Suppléant et le Dr Karl Schmid au grade de Directeur Adjoint. Ces deux nominations ont pris effet à partir du 1er janvier 1974.

A la séance du 12 mars 1974, le Président a également annoncé la promotion de M. Roger G. Stevenson et de M. Rémi Gros au grade de Directeur Adjoint à compter du 1er avril 1974.

* * *

La Banque a appris avec un profond regret le décès du Dr Wilhelm Vocke, survenue le 19 septembre 1973, et celui du Dr Rudolf Brinckmann, survenue le 2 janvier 1974. Le Dr Vocke avait fait partie de la délégation allemande à la Conférence de Baden-Baden de 1929, où furent rédigés la Charte et les Statuts de la Banque. De 1930 à 1939, il a été membre suppléant du Conseil d'administration et, de 1950 à fin 1957, il a siégé au Conseil en sa qualité de Président de la Bank deutscher Länder. Le Dr Brinckmann est également devenu membre du Conseil d'administration de la Banque en 1950. Il a cessé d'y siéger à la fin de juillet 1970.

CONCLUSION.

Il y a un an environ, tout donnait à penser que les économies des pays industrialisés allaient traverser une période d'ajustement. L'expansion de la production se poursuivait en général à un rythme excessif, la plupart des pays avaient adopté des politiques restrictives en vue de combattre l'inflation, et la grille des taux de change s'était désintégrée sous le poids des déséquilibres considérables dans les paiements internationaux. C'est cependant le quadruplement du prix du pétrole brut par les pays exportateurs de pétrole à la fin de 1973 qui a, en l'occurrence, marqué de son empreinte l'évolution de la conjoncture.

Les progrès accusés en 1972 par la production se sont poursuivis pendant le premier semestre de 1973. Pendant les six derniers mois de l'année, en revanche, le rythme de croissance est allé en diminuant et la production industrielle a stagné dans la plupart des pays. Dans un premier temps, le ralentissement a été provoqué davantage par la situation de l'offre que par l'état de la demande. L'activité avait atteint une telle intensité que les capacités productives étaient utilisées au maximum dans un grand nombre de secteurs de l'industrie; en outre, l'expansion se trouvait également limitée par la pénurie de matières premières et de main-d'œuvre. Les Pays-Bas et la Suède étaient pratiquement les seuls pays où il restait une possibilité de développer la production au cours du second semestre de l'année.

Peu après, cependant, les effets des politiques restrictives ont également commencé à se faire sentir. On a assisté notamment, à partir du début de l'année, à un durcissement croissant de la politique monétaire, celle-ci étant appuyée, dans de nombreux cas, par des restrictions budgétaires. La demande de biens de consommation durables s'est affaiblie et le rythme d'activité de la construction de logements a fléchi. Il apparaissait donc que l'objectif d'une réduction de la croissance de la demande globale, qui la ramènerait à un niveau plus supportable, était sur le point d'être atteint.

C'est pendant cette phase d'ajustement qui, presque toujours, succède à une période de haute conjoncture, qu'a éclaté la crise pétrolière au milieu d'octobre 1973. L'action des pays exportateurs de pétrole s'est tout d'abord concentrée sur une réduction de la production et l'on s'attendait à une pénurie aiguë des approvisionnements en brut mais, par la suite, l'accent a été mis sur le relèvement du prix, et les restrictions à la production ont été assouplies. Dans un cas comme dans l'autre, cependant, il en est résulté un renforcement des tendances récessionnistes de l'économie, imputable essentiellement au fléchissement marqué de la demande de véhicules, ainsi que de certaines catégories de biens et de services connexes de l'industrie automobile. Les effets sur la production ont été sensibles au quatrième trimestre de 1973, et plus encore au premier trimestre de cette année. Aux Etats-Unis par exemple, le produit national brut en volume a continué de s'accroître légèrement au quatrième trimestre de 1973 — encore que cette progression ait été rendue possible uniquement grâce à une accumulation prononcée de stocks — tandis qu'au premier trimestre de cette année, il a fléchi carrément de plus de 6% en taux annuel.

Lorsque les économies subirent le choc de la crise pétrolière, on pouvait redouter que la décélération de la production ne se poursuivît dans les mois à venir. L'accroissement considérable des dépenses consacrées aux produits pétroliers risquait, même en réduisant les quantités importées, d'absorber une fraction du pouvoir d'achat destiné à d'autres catégories de dépenses. Cette perspective semblait tellement plausible qu'un certain nombre de pays ont été amenés à prendre des mesures modérées pour relancer la demande.

En ce printemps déjà bien avancé, les indications que l'on peut obtenir ne permettent pas toutefois de conclure à une aggravation de la récession. Il semble qu'au deuxième trimestre de 1974, le rythme de l'activité économique soit demeuré pratiquement inchangé: le chômage n'a pas augmenté, les carnets de commandes se garnissent de façon satisfaisante dans la plupart des pays, et les programmes d'investissement dans certains secteurs, tels que la production d'énergie, se sont considérablement développés. En revanche, on ne relève aucun indice de reprise générale de la croissance économique.

En dépit du changement d'orientation du cycle conjoncturel, la flambée des prix s'est poursuivie, la palme revenant à cet égard aux cours des matières premières. Si la conjonction des pressions de la demande et des difficultés d'approvisionnement est à l'origine de ce mouvement, celui-ci s'explique aussi par la mentalité inflationniste engendrée par la dislocation des taux de change. Vers la fin de 1973, l'alourdissement considérable du coût des produits pétroliers a accentué la tendance ascendante des prix. Pendant les premiers mois de 1974, les hausses les plus fortes ont été enregistrées par les matières premières industrielles, en particulier les métaux non ferreux, aucune n'atteignant toutefois l'ampleur de celle du pétrole.

Le comportement fébrile des cours des matières premières a fait directement grimper les indices des prix de gros et, à l'heure actuelle, ses effets continuent de s'étendre en direction des prix de détail. Dans de nombreux pays, les prix de gros se situent entre 20 et 25% au-dessus du niveau de l'année précédente et les prix à la consommation progressent de 10% ou plus. Quelques pays seulement connaissent un taux d'inflation légèrement moins élevé parce que les prix à l'importation bénéficient de la hausse du cours de la monnaie.

Malgré leur vive progression au cours de l'année écoulée, les salaires n'ont pas été le principal facteur d'accélération de l'inflation. Il n'en est pas moins vrai que les conventions collectives ont, en général, prévu des majorations équivalant au moins au renchérissement du coût de la vie, et elles ont donc constitué un élément essentiel de la spirale prix-salaires. On a constaté, maintes et maintes fois, que des conventions collectives stipulant des relèvements de salaires nettement supérieurs aux gains potentiels de productivité sont suivies d'une hausse des prix de caractère compensatoire.

Dans de nombreux pays, les autorités ont essayé de freiner cette spirale inflationniste en recourant à une politique des prix et des revenus assortie de contrôles, de directives et de procédures d'autorisation. Comme ces mesures n'ont pu être appliquées aux prix du pétrole ni à ceux des autres matières premières importées, elles n'ont pas permis d'empêcher l'inflation de s'accélérer. En outre, elles requièrent

une dose d'autorité de la part des pouvoirs publics et un degré de soutien de la part de l'opinion qui ont souvent fait défaut. Toutefois, dans de nombreux cas où le problème ne résidait pas dans un excès de la demande, les mesures de modération des prix et des revenus ont contribué à ralentir le rythme de l'inflation; on ne saurait par conséquent les écarter à coup sûr en tant que moyen d'action de la politique économique.

S'il est évident que les forces inflationnistes actuellement à l'œuvre ne sauraient être maîtrisées d'un mois à l'autre, le pessimisme extrême affiché par certains observateurs ne semble pas non plus justifié. L'objectif des mesures prises sur le plan économique est d'empêcher un nouveau développement excessif de la demande globale et, dans d'importants secteurs tels que celui des denrées alimentaires, la situation de l'offre s'est améliorée. On peut donc s'attendre raisonnablement à voir la hausse des cours des matières premières s'atténuer, et certains signes de détente ont en fait commencé à apparaître; de même, les ajustements de prix nécessités par l'accroissement des coûts de l'énergie devraient perdre de leur intensité. En vérité, il est possible que, dans les mois à venir, ce soit les différences dans les taux de progression des salaires qui deviennent le principal facteur responsable des hausses relatives des prix entre les divers pays.

La principale incertitude qui plane sur l'avenir découle des répercussions que va entraîner le renchérissement des produits pétroliers sur les paiements internationaux. Les pays exportateurs de pétrole verront leurs recettes d'exportations s'accroître de façon phénoménale, tandis que les pays importateurs devront faire face à un alourdissement correspondant du coût de leurs achats à l'étranger. Pour 1974, on estime que le montant en question pourrait atteindre jusqu'à \$60 milliards, bien que cet ordre de grandeur soit encore très hypothétique. La situation a cela de singulier que, pendant plusieurs années au moins, les pays exportateurs de pétrole ne pourront affecter aux importations ou aux investissements à long terme à l'étranger qu'une faible fraction de leurs recettes supplémentaires; la plus grande partie ira gonfler leurs réserves.

Le groupe des pays importateurs de pétrole se trouve donc dans l'obligation de financer un déficit énorme des paiements extérieurs. Un certain nombre de pays sont bien placés pour résoudre ce problème pendant quelque temps encore parce qu'ils partent d'une situation excédentaire des paiements courants, que leurs réserves sont abondantes, qu'ils peuvent espérer un afflux de capitaux résultant des placements de réserves effectués par les pays producteurs de pétrole, ou qu'ils ont la possibilité de se procurer d'amples ressources sur les marchés monétaires et financiers internationaux.

D'autres pays, en revanche, doivent faire face à des difficultés, ou peuvent s'attendre à en affronter au fur et à mesure que s'alourdira la facture du pétrole: ce sont ceux dont la balance des paiements était déjà déficitaire ou qui ne maintiennent un équilibre précaire qu'au prix de contrôles sévères et n'ont qu'un accès limité aux crédits internationaux de source privée. La seule solution qui leur soit apparemment laissée est de rechercher un ajustement de leur balance des paiements soit en restreignant la demande, soit en dévaluant leur monnaie, soit encore en limitant directement les importations. Ces mesures d'ajustement aboutiraient, pour l'essentiel, à transférer le fardeau des déficits sur les épaules d'autres pays, et risqueraient d'avoir des

répercussions défavorables sur les échanges commerciaux et l'activité économique dans le monde.

Si, en principe, il est possible de recycler les excédents des pays producteurs de pétrole vers les pays déficitaires par l'intermédiaire d'établissements financiers du secteur privé, la prudence dont devront s'entourer ces établissements, de même que les pays emprunteurs, sera un obstacle non négligeable. Il se peut également que certains établissements financiers soient peu enclins à voir leur bilan démesurément gonflé par les dépôts en provenance d'un nombre restreint de très gros déposants — étant donné en particulier que les emplois qu'ils peuvent trouver dans l'immédiat pour ces fonds risquent d'être à plus longue échéance que les dépôts. Bien entendu, les autorités ne refuseront pas d'apporter dans une certaine mesure leur aide en vue de résoudre le problème du financement. Des tirages peuvent être effectués sur le compte général du F.M.I. et l'octroi, dans le cadre de cette institution, d'une facilité spéciale de financement des importations de pétrole est à l'étude. Les pays producteurs prévoient également, de leur côté, de fournir eux-mêmes une certaine assistance financière. Il n'en reste pas moins que des problèmes se profilent à l'horizon, qui peuvent faire planer une menace réelle sur l'économie mondiale et mettre à l'épreuve la solidité de la coopération entre Etats.

Au cours du second semestre de 1972, il était devenu patent que le réaligement monétaire décidé à Washington en décembre 1971 ne permettrait pas d'atteindre l'objectif fixé, à savoir de corriger les déséquilibres extrêmes des échanges commerciaux et des paiements. Ces déséquilibres s'étaient en réalité aggravés. Pourtant, en raison de difficultés politiques et techniques, il ne semblait guère possible de reprendre l'examen du problème dans le cadre de conversations à l'échelon international. De ce fait, on a laissé au bouleversement provoqué par les forces du marché le soin de débloquer la situation en février 1973, lorsqu'il fallut fermer les marchés des changes. Dans cette situation, la seconde dévaluation du dollar n'a pas réussi à rétablir la confiance dans les taux de change fixes, d'autant plus que le dollar demeurait inconvertible et que les autorités américaines n'étaient pas tenues de le soutenir sur le marché. En conséquence, toutes les grandes monnaies se sont mises à flotter par rapport au dollar.

L'expérience du régime des taux flottants a été essentiellement caractérisée jusqu'à présent par des fluctuations désordonnées et de grande ampleur des cours de change. Dans un premier temps, la dépréciation du dollar a été bien supérieure à la dévaluation de 10% par rapport aux monnaies européennes; son cours s'est ensuite redressé pendant six mois environ, au point d'effacer non seulement sa baisse antérieure, mais aussi la majeure partie de la dévaluation; vint alors une nouvelle phase d'affaiblissement, pendant laquelle le dollar est retombé à un niveau tout proche de ses minimums antérieurs. Si ces mouvements ont été parfois influencés par l'évolution des échanges commerciaux, il semble que les facteurs prépondérants aient été plutôt les mouvements de capitaux et les fluctuations de la confiance. Le marché n'a pas été capable de se former une opinion à assez long terme sur le niveau d'équilibre des taux de change, ni d'empêcher des oscillations d'une ampleur excessive. En vérité, lorsque des pressions à la vente ou à l'achat se sont exercées sur une monnaie particulière, les forces contraires qui auraient pu les contrecarrer ont, semble-t-il, cessé d'agir. Aussi a-t-il été hasardeux de prendre des positions à court terme en devises.

Dans ces conditions, seules quelques banques centrales de pays d'importance secondaire ont pu recourir au flottement « pur » pour obtenir un résultat satisfaisant sur le marché des changes. Bien qu'il soit avantageux que le taux de change n'offre pas une cible fixe aux attaques, la plupart des banques centrales ont jugé nécessaire de combiner une certaine liberté de mouvement du taux avec des interventions sur le marché en vue de limiter les fluctuations. Les pays déficitaires ont soutenu leur monnaie pour éviter qu'une dépréciation excessive n'accélère la course salaires-prix en renchérissant le coût des importations. Quant aux pays dont la balance était excédentaire, leurs interventions ont été motivées par le désir d'empêcher leur monnaie de s'apprécier à l'excès, afin de ne pas compromettre leur position concurrentielle. En outre, des interventions ont été nécessaires pour maintenir les monnaies du serpent européen à l'intérieur des marges fixes de fluctuation de 2¼%. Au total, le montant brut de ces interventions a été fort élevé. Les autorités en sont venues à considérer comme un instrument indispensable de leur politique ce qui, autrefois, était qualifié de flottement « impur ».

Avec l'apparition du problème du financement des déficits dus aux importations de pétrole, il est même devenu encore plus évident qu'on ne pouvait se contenter de laisser les monnaies flotter librement sur les marchés des changes. Les choses étant ce qu'elles étaient, il ne pouvait y avoir d'ajustement réel entre pays importateurs et pays exportateurs de pétrole; dans ces conditions, le flottement libre risquait de conduire inévitablement à une surenchère de dépréciations, à des mesures de restriction des échanges commerciaux et à une contraction progressive du commerce entre les pays importateurs de pétrole. Cette perspective a obligé les pays à rechercher la zone d'équilibre du cours de change de leur monnaie en faisant abstraction du déficit imputable au pétrole et, dans la mesure du possible, à axer leur politique sur cet objectif.

Lorsque les dimensions du problème de financement des importations de pétrole se sont précisées, le Comité des Vingt a pris acte, en janvier 1974, qu'on ne pouvait envisager actuellement la mise en œuvre d'une réforme du système monétaire international fondée sur des parités stables, mais ajustables. Il fut universellement admis que les taux flottants devraient subsister pour un temps encore impossible à déterminer.

Toutefois, avant même qu'il ne fût décidé officiellement d'ajourner la réforme, les discussions avaient pris un tour quelque peu abstrait et semblaient s'enliser dans les controverses sur les éléments fondamentaux du système et la façon dont il devrait fonctionner. D'un côté, l'accent était mis sur le recours à des indicateurs objectifs signalant l'existence d'un déséquilibre et à des modifications de taux de change pour assurer le fonctionnement du processus d'ajustement. De l'autre, on préconisait l'instauration d'un système de règlements obligatoires sous forme d'actifs déterminés et une limitation stricte de l'expansion des monnaies de réserve. Sans parler du peu d'empressement que manifesterait, selon toute vraisemblance, de nombreux Etats souverains pour se lier par avance à des règles aussi strictes, on peut se demander si l'une ou l'autre de ces deux voies peut concourir en pratique au maintien de taux de change stables.

La clé du rétablissement d'un système de taux stables a toujours été un dollar inspirant confiance — par sa convertibilité et par la stabilité monétaire sur laquelle

il reposait. Pour atteindre cet objectif, il est nécessaire d'adopter une attitude constructive au regard du problème de l'or et d'accepter un certain degré de discipline en matière de balance des paiements. Cependant, étant donné les vicissitudes que connaît actuellement la situation des paiements internationaux, il est probable qu'un système de parités est hors de portée. Peut-être serait-il possible, malgré tout, en acceptant de se conformer à certaines règles en matière de flottement des monnaies, de faire un premier pas, si modeste soit-il, vers le rétablissement de l'ordre monétaire international?

RENÉ LARRE

Directeur Général

BILAN ET COMPTE DE PROFITS ET PERTES

AU 31 MARS 1974

ACTIF

BILAN AU

(Avant et après répartition)

	<u>Francs or</u>
Or	4.331.647.919
Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue	47.239.352
Bons du Trésor	8.443.903
Dépôts à terme et avances	
Or	
A 3 mois au maximum	69.255.234
A plus de 3 mois	1.723.079
Monnaies	
A 3 mois au maximum	18.549.776.293
A plus de 3 mois	<u>3.691.818.123</u>
	22.312.572.729
Titres à terme	
A 3 mois au maximum	3.349.167.752
A plus de 3 mois	<u>1.541.210.802</u>
	4.889.378.554
Divers	26.183.733
Terrain, immeubles et installations	1
	<u><u>31.615.466.191</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 1974, l'or à recevoir contre monnaies au titre des opérations à terme s'élevait à 2.979.720 francs or.

Note 3: Un montant d'or équivalant à 761.221.009 francs or était nanti le 31 mars 1974 en liaison avec des dépôts reçus.

31 MARS 1974

du bénéfice net de l'exercice)

PASSIF

		Avant répartition	Après répartition
		Francs or	Francs or
Capital			
Autorisé: 600.000 actions de 2.500 francs or chacune	1.500.000.000		
Emis: 481.125 actions	1.202.812.500		
libérées de 25%		300.703.125	300.703.125
Réserves			
Fonds de réserve légale	30.070.313		30.070.313
Fonds de réserve générale	252.633.210		309.447.193
Fonds spécial de réserve de dividendes	75.175.781		75.175.781
Fonds de réserve libre	190.332.183		251.518.200
		548.211.487	666.211.487
Dépôts (or)			
Banques centrales			
A vue	2.818.109.222		
A 3 mois au maximum	244.396.885		
A plus de 3 mois	613.455.789		
Autres déposants			
A vue	33.090.907		
		3.709.052.503	3.709.052.503
Dépôts (monnaies)			
Banques centrales			
A vue	136.235.347		
A 3 mois au maximum	22.020.905.696		
A plus de 3 mois	2.976.168.264		
Autres déposants			
A vue	11.364.911		
A 3 mois au maximum	670.042.266		
A plus de 3 mois	302.511.938		
		26.117.228.422	26.117.228.422
Effets			
A plus de 3 mois		551.490.968	551.490.968
Divers			
		140.464.707	140.464.707
Provision pour immeubles			
		103.251.698	103.251.698
Compte de profits et pertes			
		145.063.281	—
Dividende payable le 1er juillet 1974			
		—	27.063.281
		<u>31.615.466.191</u>	<u>31.615.466.191</u>

RAPPORT DES COMMISSAIRES-VÉRIFICATEURS AU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET A L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE DE LA BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX, BÂLE

A notre avis, le bilan et le compte de profits et pertes donnent une présentation sincère et régulière de l'état des affaires de la Banque au 31 mars 1974 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 1974.

PRICE WATERHOUSE & CO.

COMPTE DE PROFITS ET PERTES

pour l'exercice social clos le 31 mars 1974

	<u>Francs or</u>
Revenu net provenant des intérêts et autres ressources	191.327.974
Moins: Frais d'administration:	
Conseil d'administration	367.892
Direction et personnel	17.401.773
Frais de bureau et divers	<u>5.346.243</u>
	<u>23.115.908</u>
Excédent net d'exploitation	168.212.066
Moins: Montants transférés:	
à la Provision pour frais d'administration exceptionnels ...	8.148.785
à la Provision pour immeubles	<u>15.000.000</u>
	<u>23.148.785</u>
Bénéfice net de l'exercice social clos le 31 mars 1974	145.063.281

Le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée Générale ordinaire 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	<u>18.042.187</u>
	127.021.094
Dividende supplémentaire (maximum statutaire) de 3% l'an sur le capital versé	
18,75 francs or par action	<u>9.021.094</u>
	118.000.000
Transfert au Fonds de réserve générale	<u>56.813.983</u>
	61.186.017
Transfert au Fonds de réserve libre	<u>61.186.017</u>
	<u> </u>

Évolution de la Provision pour immeubles au cours de l'exercice social clos le 31 mars 1974

	<u>Francs or</u>
Solde au 1er avril 1973	92.939.483
Plus: Différence de change	6.772.326
Transfert du Compte de profits et pertes	<u>15.000.000</u>
	114.711.809
Moins: Amortissement des dépenses encourues	<u>11.460.111</u>
Solde au 31 mars 1974, selon bilan	<u>103.251.698</u>

CONSEIL D'ADMINISTRATION

Dr J. Zijlstra, Amsterdam	Président du Conseil d'administration, Président de la Banque
Henri Deroy, Paris	Vice-Président

Baron Ansiaux, Bruxelles
Dr Guido Carli, Rome
Dr Leonhard Gleske, Brême
Dr Karl Klasen, Francfort-sur-le-Main
Dr Fritz Leutwiler, Zurich
Dr Donato Menichella, Rome
Gordon W. H. Richardson, Londres
Robert Vandeputte, Bruxelles
Krister Wickman, Stockholm
Olivier Wormser, Paris

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
Henri Koch, 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
R. T. P. Hall	Chef du Département Bancaire
Henri Guisan	Conseiller juridique
Dr Antonio Rainoni	Directeur
Maurice Toussaint	Directeur

D. H. Stapleton	Secrétaire Général Adjoint
Prof. Dr F. E. Klein	Conseiller juridique Adjoint
Robert Chaptinel	Directeur Suppléant
Dr Warren D. McClam	Directeur Adjoint
M. G. Dealtry	Directeur Adjoint
Dr Karl Schmid	Directeur Adjoint
R. G. Stevenson	Directeur Adjoint
Rémi Gros	Directeur Adjoint