

**BANQUE DES  
RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX**

**QUARANTE-CINQUIÈME RAPPORT ANNUEL**

**1<sup>ER</sup> AVRIL 1974 – 31 MARS 1975**

**BÂLE**

**9 JUIN 1975**

## TABLE DES MATIÈRES

	Page
Introduction . . . . .	1
<b>I. Examen de la conjoncture et des politiques économiques en 1974-75 . . . . .</b>	<b>3</b>
Production et demande (p. 3); inflation par les prix et les salaires (p. 11); politique monétaire et taux d'intérêt (p. 18); la hausse du prix du pétrole et le déséquilibre des paiements internationaux (p. 24); évolution des taux de change et système monétaire (p. 31).	
<b>II. Evolution de la conjoncture et politiques suivies dans les différents pays . . . . .</b>	<b>37</b>
<i>Etats-Unis (p. 37), Allemagne fédérale (p. 41), Japon (p. 45), Royaume-Uni (p. 48), Canada (p. 53), France (p. 55), Italie (p. 59), Belgique (p. 60), Pays-Bas (p. 62), Suisse (p. 65), Autriche (p. 67), Danemark (p. 69), Norvège (p. 70), Suède (p. 72), Finlande (p. 74), Espagne (p. 76), Yougoslavie (p. 77), Hongrie (p. 78), Tchécoslovaquie (p. 78), République démocratique allemande (p. 80), Pologne (p. 80), Roumanie (p. 81), Bulgarie (p. 81), Union Soviétique (p. 82), Afrique du Sud (p. 83), Australie (p. 84), Nouvelle-Zélande (p. 86)</i>	
<b>III. Echanges et paiements internationaux . . . . .</b>	<b>88</b>
Commerce mondial (p. 88); l'évolution des transactions invisibles (p. 93); paiements internationaux (p. 96); évolution dans les différents pays: <i>Etats-Unis (p. 99), Canada (p. 101), Japon (p. 102), Royaume-Uni (p. 104), Allemagne fédérale (p. 106), France (p. 108), Italie (p. 109), Union Économique Belgo-Luxembourgeoise (p. 111), Pays-Bas (p. 112), Danemark (p. 113), Irlande (p. 113), autres pays d'Europe: Autriche (p. 114), Suisse (p. 115), Finlande (p. 116), Islande (p. 117), Norvège (p. 117), Suède (p. 118), Portugal (p. 119), Espagne (p. 119), Grèce (p. 120), Turquie (p. 120), Yougoslavie (p. 120)</i>	
<b>IV. Or, réserves monétaires et changes . . . . .</b>	<b>122</b>
Or: production, marchés et réserves (p. 122); réserves monétaires globales (p. 126); mouvements monétaires: <i>Etats-Unis (p. 130), Royaume-Uni (p. 132), France (p. 133), Italie (p. 134), Allemagne fédérale (p. 136), Suisse (p. 137), Belgique-Luxembourg (p. 137), Pays-Bas (p. 138), Suède (p. 138), Autriche (p. 139), Danemark (p. 139), Finlande (p. 139), Norvège (p. 139), Espagne (p. 139), Portugal (p. 140), autres pays d'Europe (p. 140), Canada (p. 140), Japon (p. 140)</i> ; Fonds monétaire international (p. 141); flottement concerté de certaines monnaies européennes (p. 143); autres événements dans le domaine des changes (p. 145); réglementation et surveillance des opérations en devises des banques (p. 145); modifications intervenues en matière de contrôle des mouvements internationaux de capitaux (p. 147)	
<b>V. Les marchés des euro-monnaies et des euro-obligations . . . . .</b>	<b>152</b>
Le marché des euro-monnaies (p. 152): <i>principaux facteurs d'évolution (p. 153), composition du marché (p. 158), origine et emplois (p. 163), taux d'intérêt (p. 166)</i> ; le marché des euro-obligations (p. 169)	

VI. Activités de la Banque . . . . .	173
Développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales (p. 173); opérations du Département bancaire (p. 175): <i>passif (composition des ressources)</i> (p. 176), <i>actif (utilisation des ressources)</i> (p. 179); la Banque comme Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux (p. 181); la Banque comme Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté européenne du charbon et de l'acier (p. 183); la Banque comme Agent du Fonds européen de coopération monétaire (p. 184); modification des articles 51 et 52 des Statuts de la Banque (p. 184); bénéfice net et répartition (p. 186); modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction (p. 187)	
Conclusion . . . . .	189

\*       \*       \*

Bilan et compte de Profits et Pertes au 31 mars 1975

## LISTE DES TABLEAUX ET DES GRAPHIQUES

(Les graphiques sont indiqués par un astérisque)

	Page
<b>I. Examen de la conjoncture et des politiques économiques en 1974-75</b>	
Etats-Unis: Cycle actuel et cycles précédents de la période d'après-guerre . . . . .	3
Production industrielle * . . . . .	5
Origine et emplois des ressources . . . . .	7
Cours mondiaux des matières premières: Indice de l'«Economist» * . . . . .	13
Prix et salaires * . . . . .	15
Taux d'intérêt à court et à long terme * . . . . .	19
Masse monétaire . . . . .	23
Pays du Groupe des Dix et Suisse: Balances commerciales en 1973 et en 1974, et facteurs de modification . . . . .	25
Balances commerciales des pays de l'OCDE en 1974-75 . . . . .	27
Monnaies des pays du Groupe des Dix et de la Suisse:	
Estimation des variations effectives des cours de change . . . . .	31
 <b>II. Evolution de la conjoncture et politiques suivies dans les différents pays</b>	
Etats-Unis: Origine et emplois des ressources collectées sur les marchés du crédit . . .	40
Allemagne fédérale: Epargne, investissements et variations des éléments d'actif et de passif de caractère financier . . . . .	43
Japon: Variations des éléments d'actif et de passif de caractère financier . . . . .	47
Royaume-Uni:	
Epargne, investissements et variations des éléments d'actif et de passif de caractère financier . . . . .	50
Expansion du crédit intérieur . . . . .	52
Canada: Volume des fonds recueillis par les principaux secteurs . . . . .	55
France: Emplois et origine du crédit . . . . .	58
Pays-Bas: Variations des éléments d'actif et de passif de caractère financier . . . . .	64
Suède: Flux nets de crédits . . . . .	73
Economies des pays de l'Europe de l'Est: Production par secteur et revenu national «produit» . . . . .	79
 <b>III. Echanges et paiements internationaux</b>	
Commerce international . . . . .	88
Termes de l'échange, taux de change effectifs et prix relatifs * . . . . .	90
Volume des exportations et des importations,	
valeurs unitaires relatives des exportations des produits manufacturés (en dollars EU) et demande interne . . . . .	91
Soldes des transactions invisibles . . . . .	94
Balances des paiements:	
Zones développées . . . . .	97
Etats-Unis . . . . .	100

	Page
Canada . . . . .	102
Japon . . . . .	103
Royaume-Uni . . . . .	105
Allemagne fédérale . . . . .	107
France . . . . .	109
Italie . . . . .	110
Autres pays de la CEE . . . . .	111
Autriche et Suisse . . . . .	115
Pays nordiques . . . . .	117
Portugal et Espagne . . . . .	119
Pays méditerranéens . . . . .	121

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

Production d'or dans le monde . . . . .	122
Origine et utilisation de l'or en 1970-74 (estimations) . . . . .	123
Cours de l'or sur le marché * . . . . .	124
Variations des réserves monétaires globales . . . . .	127
Etats-Unis: Mouvements monétaires avec l'étranger . . . . .	131
Royaume-Uni: Mouvements monétaires avec l'étranger . . . . .	132
Pays d'Europe continentale, Canada et Japon: positions monétaires extérieures . . . . .	135
Flottement concerté des monnaies européennes par rapport au dollar EU* . . . . .	144

#### 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 BRI* . . . . .	152
Positions extérieures en dollars et en autres monnaies étrangères des banques européennes recensées . . . . .	154
Engagements et avoirs extérieurs, en monnaie nationale et en monnaies étrangères, des banques des divers pays recensés . . . . .	160
Engagements et avoirs extérieurs, en dollars et en autres monnaies étrangères, des banques des divers pays recensés . . . . .	162
Positions en monnaies étrangères des banques européennes recensées envers des non-résidents . . . . .	164
Estimation des dimensions du marché des euro-monnaies . . . . .	166
Taux des dépôts interbancaires à trois mois en euro-monnaies et des certificats de dépôt aux Etats-Unis * . . . . .	167
Taux des dépôts en euro-dollars et rendement des obligations libellées en euro-dollars . . . . .	168
Emissions d'obligations internationales et étrangères placées ou non dans le public . . . . .	170
Rendements des émissions internationales et nationales d'obligations en dollars EU et en deutsche marks * . . . . .	172

## VI. Activités de la Banque

Evolution du total du bilan au cours des dix derniers exercices . . . . .	175
Evolution de la composition des ressources au cours des dix derniers exercices . . . . .	176
Passif * . . . . .	176
Fonds empruntés:	
d'après leur origine . . . . .	178
d'après leur nature et leur durée . . . . .	178
Actif * . . . . .	179
Répartition, d'après leur nature, des avoirs à vue et des autres placements . . . . .	180
Dépôts à terme et avances, titres à terme d'après leur durée . . . . .	181
Emprunt international 1930 du gouvernement allemand (Emprunt Young) . . . . .	182
Emprunt international 1930 de la République fédérale d'Autriche . . . . .	182
Emprunts garantis de la Communauté européenne du charbon et de l'acier . . . . .	183

# QUARANTE-CINQUIÈME RAPPORT ANNUEL

soumis à  
L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE  
de la  
BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX  
tenue à  
Bâle, le 9 juin 1975

Messieurs,

J'ai l'honneur de vous soumettre le quarante-cinquième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux, relatif à l'exercice commencé le 1er avril 1974 et clos le 31 mars 1975.

Après déduction de 5.559.195 francs or à la «Provision pour frais d'administration exceptionnels», le bénéfice net s'élève à 182.063.281 francs or, contre 145.063.281 francs or pour le précédent exercice et 122.063.281 francs or pour l'exercice 1972-73.

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 62.000.000 de francs or au «Fonds de réserve générale» et le reliquat du bénéfice net, soit 93.000.000 de francs or, au «Fonds de réserve libre».

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende global de la Banque pour l'exercice 1974-75 s'élèvera à 56,25 francs or par action. Cette somme sera payable aux actionnaires le 1er juillet 1975 et se montera à 75,05 francs suisses par action.

Le Chapitre I du présent Rapport examine l'évolution de la conjoncture et des politiques économiques en 1974-75 dans le contexte d'une inflation mondiale conjuguée avec une sévère récession, ce qui distingue le cycle actuel des précédents cycles d'après-guerre; ce chapitre traite plus particulièrement des politiques monétaires et des fluctuations des taux d'intérêt, des effets de la hausse des prix du

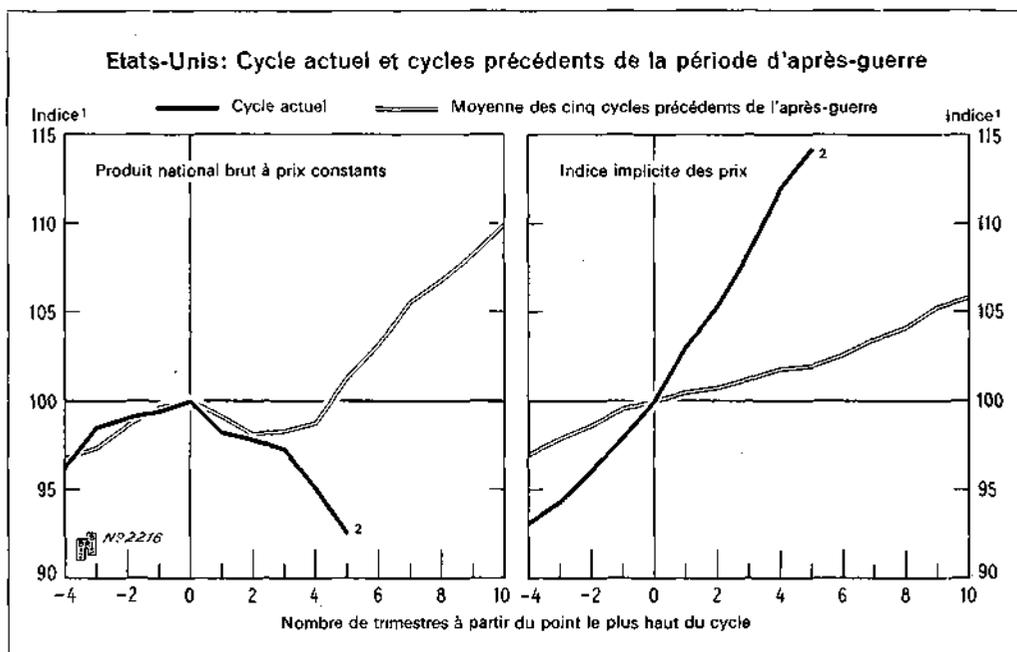
pétrole sur les balances des paiements internationaux ainsi que des variations de taux de change des principales monnaies. Le Chapitre II analyse l'évolution de divers pays en ce qui concerne la production, les prix et les politiques monétaires et budgétaires. Les deux chapitres suivants passent en revue 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 LA CONJONCTURE ET DES POLITIQUES ÉCONOMIQUES EN 1974-75

### Production et demande

Le graphique ci-dessous, qui fait ressortir, dans l'économie américaine, la contraction actuelle de l'activité par rapport à la moyenne des cinq cycles précédents de la période d'après-guerre, illustre de façon frappante l'évolution de la conjoncture au cours de l'année écoulée. En grande partie sous l'influence d'une vive inflation associée aux dérèglements provoqués par la hausse vertigineuse des prix du pétrole, le monde industriel est entré dans la récession la plus profonde et la plus vaste qu'il ait connue depuis la guerre. Trois grands pays, à savoir l'Allemagne fédérale, le Japon et les Etats-Unis, qui appliquent depuis 1973 de sévères mesures anti-inflationnistes, ont particulièrement souffert de la crise. Au Royaume-Uni, où les autorités ont également adopté à l'automne 1973 des mesures monétaires restrictives pour pallier le déséquilibre de leur balance des paiements, la récession a démarré au même moment, mais a revêtu une acuité moindre. Cette concordance inhabituelle des points d'inflexion du cycle a provoqué un ralentissement du commerce mondial et contribué à la propagation des impulsions récessionnistes vers la plupart des autres pays.

Vers le milieu de l'année 1973, plusieurs mois avant le déclenchement de la crise pétrolière, le taux de croissance était déjà plus modéré dans plusieurs pays en raison des limitations imposées par la pénurie de produits de base et l'insuffisance des capacités de production. Il est symptomatique qu'aux Etats-Unis, le taux d'utilisation

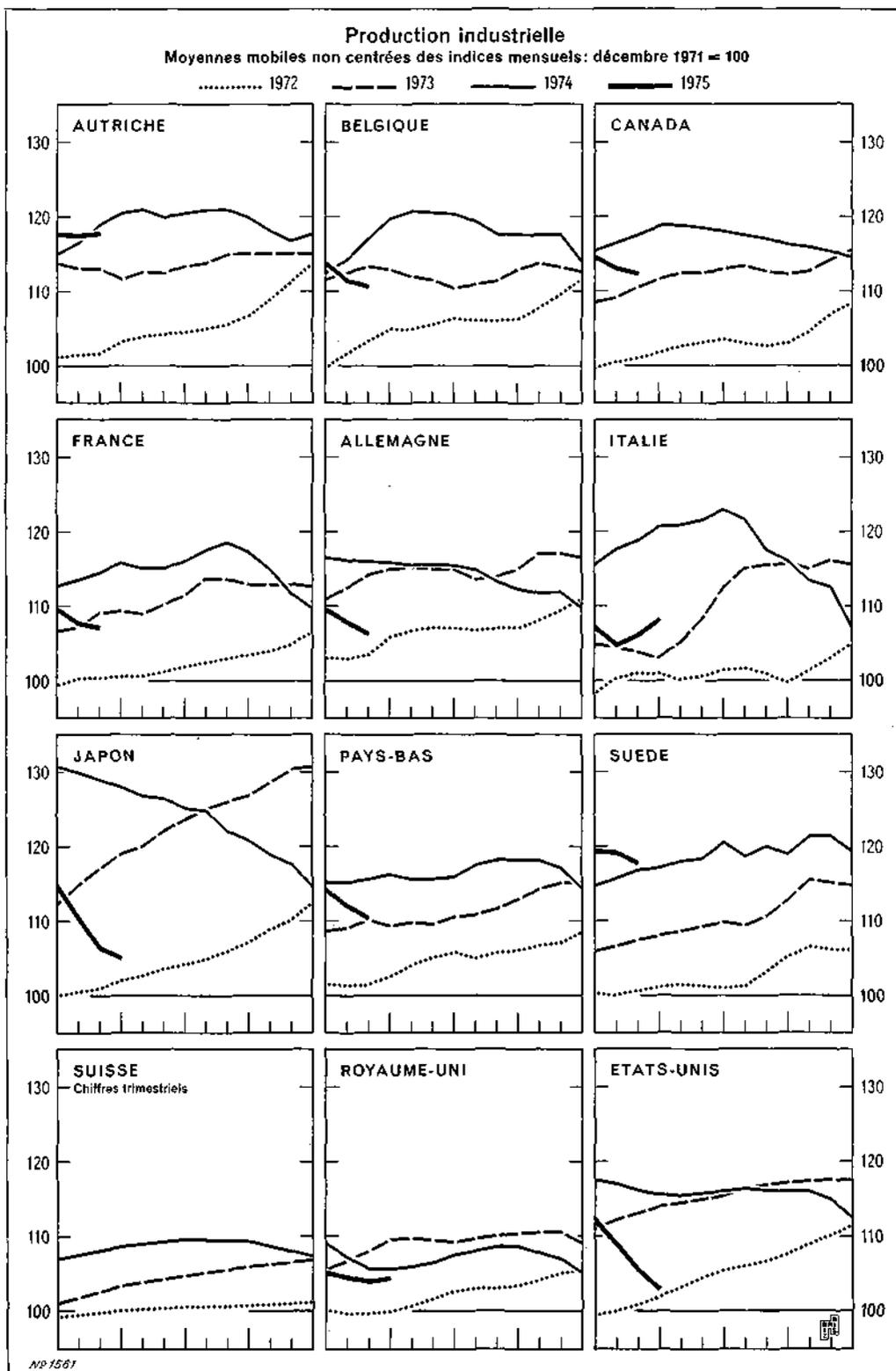


des capacités dans les industries fabriquant des produits de base ait atteint un chiffre record et se soit situé à un niveau nettement supérieur à celui de l'ensemble du secteur de l'industrie de transformation. Peu après, le recours croissant aux mesures restrictives anti-inflationnistes a renforcé le ralentissement conjoncturel. Dans les grands pays, les premiers signes d'un affaiblissement effectif de la production sont apparus à la fin de 1973. On se demandait toutefois si ces développements reflétaient une évolution durable du cycle économique ou s'ils constituaient simplement une réaction temporaire à l'embargo mis par les pays arabes aux livraisons de pétrole en direction des Etats-Unis, ou, dans le cas du Royaume-Uni, au déclenchement de la grève des mineurs et à l'adoption de la semaine de travail de trois jours qui en est résultée. Après la levée de l'embargo pétrolier et la fin de la grève des mineurs, la production industrielle s'est légèrement redressée dans les deux pays au cours du second trimestre de 1974; si, dans beaucoup d'autres, l'expansion de la production commençait à se ralentir fortement, on ne remarquait aucun signe de détérioration sérieuse, sauf au Japon. Vers le milieu de 1974, on s'attendait généralement, soit à un ralentissement de la croissance, soit à une stagnation temporaire ou, au pire, à un recul modéré.

Au cours du second semestre de l'année, en revanche, la situation s'est considérablement aggravée. La production industrielle s'est contractée en Allemagne fédérale, en Autriche, en Belgique, au Canada, en France, en Italie et en Suisse, alors que les Etats-Unis et le Royaume-Uni enregistraient une baisse encore plus prononcée. Au Japon, la production a continué de régresser. L'activité dans l'industrie automobile et dans le bâtiment s'est considérablement affaiblie. Le fléchissement de la production s'est poursuivi au début de 1975 et, à la fin du printemps, la plupart des pays se trouvaient dans une phase de récession caractérisée.

Jamais au cours des périodes précédentes de recul de l'activité, autant de pays n'ont eu à faire face simultanément au marasme économique. En Allemagne fédérale, au Canada, au Danemark, en France, aux Pays-Bas et en Belgique, le nombre des chômeurs est à peu près égal ou supérieur aux chiffres enregistrés au cours des récessions précédentes. C'est aux Etats-Unis que l'extension du chômage a été la plus forte, avec un taux atteignant 8,9% au mois d'avril de cette année. Si aucun pays n'a été complètement épargné par ce mouvement qui a considérablement modifié la structure des économies industrialisées, l'évolution de la conjoncture s'est toutefois poursuivie de manière satisfaisante en Suède, qui avait préalablement mis en œuvre une politique budgétaire de soutien de la conjoncture, et surtout en Norvège, sous l'impulsion fournie par l'activité liée au pétrole de la Mer du Nord.

La sévérité relative de la récession tient à la fois à la façon dont les politiques de stabilisation et les décisions des particuliers en matière d'achats ont réagi à l'inflation exceptionnellement forte et aux conséquences sans précédent du quadruplement brutal du prix du pétrole. Au cours des phases antérieures de recul, ces facteurs de crise ne sont pas tous entrés en jeu en même temps dans les principaux pays industriels. En outre, l'apparition de la récession a été favorisée dans un premier temps par l'attitude réservée des ménages, puis par la prudence manifestée par les chefs d'entreprise sur le plan des investissements.



L'inflation virulente des deux dernières années a exercé un double effet de contraction sur le volume des affaires: indirect, par suite de l'adoption et du maintien en vigueur de mesures anti-inflationnistes rigoureuses; direct, en ce sens qu'elle a entraîné une forte compression de la demande réelle. La plupart des grands pays ont appliqué des politiques de resserrement de la demande en 1973, alors que les pays moins importants ont généralement adopté une ligne moins restrictive. La persistance d'une inflation aiguë, liée dans certains pays à l'apparition de graves déficits des paiements extérieurs, a nécessité le maintien de politiques relativement strictes, même après que le fléchissement de l'expansion réelle fut devenu patent. L'inflation a également exercé un effet de contraction sur la demande globale en raison de l'extension du climat d'incertitude, du prélèvement fiscal opéré dans les pays où les barèmes d'impôt sont fixés en fonction d'un contexte relativement peu inflationniste et de l'érosion du pouvoir d'achat.

Le dilemme dans lequel se trouvaient enfermées les autorités par suite du ralentissement de la croissance et de la poursuite de l'inflation s'est considérablement aggravé sous l'effet du renchérissement spectaculaire du prix mondial du pétrole à la fin de 1973/début de 1974. On s'est immédiatement rendu compte que l'incidence de la hausse des prix du pétrole sur la demande interne des pays importateurs de pétrole serait analogue, du point de vue de ses effets, à une nouvelle et importante ponction fiscale. Ces pays ont connu une réduction de la demande interne réelle dans la mesure où les transferts de revenus vers les pays exportateurs n'ont pas été rapidement compensés par une augmentation des commandes de biens et de services de la part de ces derniers. La hausse des prix relatifs de l'énergie a en outre modifié la structure de la demande, et aggravé le problème du chômage, en raison de la mobilité limitée à court terme de la main-d'œuvre spécialisée et des ressources en capital. Etant donné que l'enchérissement du prix du pétrole a accéléré l'inflation et fait naître dans nombre de pays des déficits de paiements, maints gouvernements ont davantage encore hésité à neutraliser les pressions récessionnistes d'origine pétrolière en adoptant des politiques de stimulation de la demande.

Dans l'évaluation de l'effet de contraction exercé par la hausse du prix du pétrole, il conviendrait de tenir compte du fait que la gravité relative de la récession dans les divers pays n'est que faiblement liée au degré de dépendance des importations de pétrole. Il est vrai que le Japon, dont l'économie est fortement tributaire des achats de pétrole à l'étranger, a enregistré une baisse de production particulièrement marquée. Les Etats européens, tout en étant davantage tributaires du pétrole étranger que les Etats-Unis, ont néanmoins connu des reculs moins prononcés. Certes la dépendance vis-à-vis des importations en tant que telles ne permet pas de mesurer de façon adéquate l'incidence dépressive du renchérissement du pétrole. Il importe de connaître en outre la part d'activité fortement liée à l'énergie, puisqu'elle indique la proportion de la production qui est directement influencée par les conséquences d'une hausse des prix relatifs de l'énergie. C'est ainsi que, dans plusieurs petits Etats européens, le recul a été moins marqué que dans la plupart des grands pays industrialisés, du simple fait que leurs économies sont moins liées à l'industrie automobile nationale. D'autres facteurs entrent de plus en jeu, en particulier l'ordre des priorités assigné par les autorités à la solution des problèmes posés par le déficit des paiements, l'inflation et le chômage.

**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			
pourcentage de variation annuelle moyenne ou annuelle, en volume									
Allemagne fédérale	1963-72	4,7	3,8	4,7	5,1	3,6	9,4	9,9	4,5
	1973	2,9	4,0	1,1	1,0	1,7	16,2	9,8	5,3
	1974	0,2	4,4	- 7,9	- 6,0	-14,7	13,4	4,9	0,4
Autriche . . .	1963-72	4,7	3,4	7,4	.	.	8,9	9,3	5,2
	1973	4,1	3,8	2,8	.	.	8,3	12,4	5,8
	1974	3,7	4,0	1,2	.	.	8,6	8,0	4,4
Belgique . . .	1963-72	4,2	5,7	4,3	4,7	3,0	9,1	8,6	4,8
	1973	6,6	5,2	5,2	2,3	16,9	15,7	20,4	5,3
	1974	2,8	6,7	7,4	5,1	13,9	7,5	8,5	4,0
Canada . . . .	1963-72	5,2	5,8	5,6	5,5	6,3	9,3	9,0	5,4
	1973	8,0	4,1	10,4	9,8	12,7	8,3	12,4	6,8
	1974	4,3	8,9	7,4	9,3	0,8	- 1,1	9,4	3,7
Danemark . . .	1963-72	3,9	6,8	5,8	5,3	6,4	7,6	6,7	4,6
	1973	4,3	4,7	10,9	.	.	9,2	18,3	3,8
	1974	- 3,0	.	.	.	.	.	.	2,0
Espagne . . . .	1963-72	6,1	5,9	8,6	10,5	1,1	12,5	11,8	6,6
	1973	6,7	6,0	15,5	.	.	12,8	17,2	7,9
	1974	5,0	4,5	5,5	.	.	2,4	7,0	5,0
Etats-Unis . . .	1963-72	4,5	3,4	4,9	5,6	3,0	8,3	8,4	4,2
	1973	4,7	1,3	6,4	8,6	- 4,0	19,6	5,6	5,9
	1974	- 2,3	0,7	- 5,7	2,3	-26,6	8,0	1,5	- 2,1
Finlande . . . .	1963-72	4,5	5,4	3,9	3,4	5,2	7,5	6,9	4,9
	1973	6,6	4,7	5,8	6,0	5,2	6,4	11,0	6,0
	1974	3,5	3,7	4,1	3,5	6,2	- 0,6	6,5	3,7
France . . . . .	1963-72	5,5	3,5	7,9	7,8	8,3	11,1	11,3	5,7
	1973	6,0	3,4	8,0	7,0	5,8	12,6	14,1	6,0
	1974	4,3	2,3	4,6	.	.	12,4	9,7	4,1
Italie . . . . .	1963-72	5,4	3,8	2,4	2,5	2,2	10,8	9,9	4,6
	1973	5,6	2,7	8,2	9,3	5,6	5,4	10,2	6,3
	1974	2,3	1,8	4,2	4,0	4,7	10,8	2,3	3,4
Japon . . . . .	1963-72	8,9	6,8	12,8	12,4	14,6	15,2	13,1	10,4
	1973	8,1	7,0	14,3	14,6	13,5	7,3	23,0	10,2
	1974	1,6	3,2	-10,8	-11,8	- 7,2	21,2	12,2	- 1,8
Norvège . . . .	1963-72	4,2	5,1	5,1	4,6	7,6	7,7	6,9	4,7
	1973	2,7	4,5	15,3	18,3	2,9	8,7	14,4	4,1
	1974	3,2	4,0	6,9	8,7	- 1,3	1,2	5,6	3,6
Pays-Bas . . . .	1963-72	5,8	3,2	6,1	5,2	9,4	9,8	9,6	5,4
	1973	2,1	0,7	6,5	7,4	3,9	13,0	12,2	4,6
	1974	3,0	3,0	- 6,5	- 4,0	-13,0	4,5	1,5	1,9
Royaume-Uni . .	1963-72	2,6	2,2	4,0	4,1	3,9	5,2	5,2	2,7
	1973	4,7	3,7	4,1	4,8	1,2	11,6	11,2	6,0
	1974	- 0,1	2,0	- 2,6	- 1,3	- 8,3	4,1	1,5	0,0
Suède . . . . .	1963-72	3,2	4,7	4,1	4,3	3,4	7,3	6,9	3,7
	1973	1,9	2,2	0,0	0,0	- 1,5	15,7	6,7	3,1
	1974	4,4	3,7	1,5	5,0	-10,0	3,7	14,7	4,2
Suisse . . . . .	1963-72	4,4	3,2	4,8	4,8	4,9	7,3	7,3	4,1
	1973	3,9	4,1	- 0,2	- 1,4	3,2	7,1	5,6	3,5
	1974	2,0	1,8	- 9,3	- 7,5	-14,4	2,4	- 1,0	- 0,8

Parmi les principales composantes de la demande globale, la construction de logements a généralement été la plus touchée par le ralentissement de la conjoncture. La contraction de l'activité dans ce secteur a été dans une certaine mesure la conséquence de la très vive expansion notée au cours des années précédentes. L'application de politiques monétaires restrictives et de taux d'intérêt très élevés a toutefois freiné dans l'immédiat la tendance à l'acquisition de logements et réduit le volume de fonds hypothécaires disponibles pour satisfaire le niveau — même réduit — de la demande. A noter également que l'enchérissement du coût du pétrole a entraîné une réduction de la demande de logements situés dans des zones non desservies par des transports publics. Aux Etats-Unis, malgré les efforts déployés par les autorités pour venir en aide aux organismes d'épargne qui éprouvaient des difficultés à se procurer de nouvelles ressources, la construction résidentielle a subi son plus net fléchissement depuis la fin de la guerre. Après avoir joué un rôle moteur dans l'expansion de la demande globale en 1973, l'activité du bâtiment a été faible au Canada et a marqué un vif recul au Japon. Au Royaume-Uni, en Allemagne fédérale, en Suisse, aux Pays-Bas et dans la plupart des pays scandinaves, où le secteur du logement avait commencé à s'essouffler l'année précédente, la construction s'est fortement ralentie en 1974-75. Dans plusieurs pays d'Europe continentale, elle semble non seulement varier en fonction de l'évolution conjoncturelle, mais également être en voie d'adaptation à un niveau normal, moins élevé de la demande, du fait de l'action menée depuis longtemps déjà par les autorités pour réduire la pénurie de logements.

Le ralentissement des dépenses de consommation a pesé plus fortement que d'habitude sur le recul de la conjoncture. Alors que l'orientation restrictive de la politique de régulation de la demande a été un élément important au même titre que la hausse des prix et le marasme — imputable à la baisse d'activité dans le domaine du logement — qui a affecté les biens d'équipement domestique, un certain nombre de facteurs nouveaux, liés au coût plus élevé du pétrole, sont entrés en jeu. Les ventes de voitures, notamment, se sont ressenties de l'alourdissement du coût des hydrocarbures. De plus, comme la demande énergétique ne réagit à court terme que faiblement à l'évolution des prix, les consommateurs ont consacré une proportion plus grande de leur budget à l'énergie, ce qui a réduit d'autant la part de pouvoir d'achat affectée aux autres dépenses. La croissance de la consommation réelle s'est ralentie en France, en Italie, en Suisse, au Canada, au Japon et en Belgique. Elle a stagné en Allemagne fédérale et au Royaume-Uni, alors qu'aux Etats-Unis et au Danemark, elle a marqué une baisse sensible. L'expansion des dépenses de consommation s'est maintenue à un niveau assez satisfaisant en Espagne et elle a même progressé en Norvège et en Suède, où le revenu réel disponible a été stimulé par des mesures budgétaires. Un aspect plutôt inquiétant de l'évolution d'ensemble de la consommation se dégage d'une série de sondages d'opinion qui ont révélé l'existence d'un pessimisme exceptionnellement élevé chez les consommateurs. De telles attitudes ne sont pas surprenantes si l'on tient compte de l'incertitude qui plane sur l'emploi et de l'évolution de la hausse des prix.

Les dépenses d'investissement en installations et équipement constituaient encore une composante assez dynamique de la demande dans la plupart des pays au cours des premiers mois de 1974, lorsqu'on ne prévoyait qu'un recul modéré de l'activité

économique globale. La hausse des coûts a incité les entrepreneurs à maintenir leurs dépenses d'investissement au même niveau. Au fil des mois cependant, ces dernières se sont considérablement réduites en raison du fléchissement de la consommation et des dépenses de logement, ainsi que de l'assombrissement des perspectives générales de l'économie. La formation de capital fixe des entreprises a augmenté à un rythme sensiblement plus faible en France, en Italie et aux Etats-Unis; elle a diminué au Royaume-Uni et aux Pays-Bas et marqué un net recul en Allemagne fédérale, en Suisse et au Japon. On pouvait certes s'attendre que les politiques restrictives de stabilisation et la hausse des taux d'intérêt, qui en est le corollaire, exercent un effet de contraction sur les investissements. Cependant, les graves difficultés financières qu'a connues le secteur des entreprises de certains pays, tels les Etats-Unis et le Royaume-Uni, n'étaient pas simplement la conséquence du resserrement du crédit. Le revenu net des entreprises s'est ressenti de l'alignement généralisé de l'évolution des salaires sur celle des prix de détail et du fait que les producteurs de pétrole ont encaissé une part croissante des recettes provenant de la hausse des prix. La détérioration de la situation financière des entreprises dans un grand nombre de pays est due en partie à la ponction fiscale résultant de l'évaluation du bénéfice imposable sur la base du coût d'acquisition et non d'après la valeur de remplacement — nettement plus élevée — des stocks et des équipements. Au Royaume-Uni, les bénéfices se sont en outre fortement ressentis de l'application des mesures de contrôle des prix.

Le niveau élevé du prix du pétrole a stimulé dans certaines zones géographiques les investissements en nouvelles sources d'énergie. Ce sont les projets pétroliers mis en œuvre dans la Mer du Nord qui ont permis à la Norvège d'obtenir des résultats satisfaisants sur le plan de la croissance réelle et au Royaume-Uni de limiter les dégâts. D'une façon générale, le regain d'activité suscité par la recherche énergétique a été plus que compensé par la stagnation constatée dans d'autres secteurs d'investissement, par suite d'une forte réduction des taux d'utilisation des capacités de production consécutive au recul de la demande. C'est pourquoi, dans de nombreux pays, comme le confirment des enquêtes récentes sur les intentions des chefs d'entreprise en matière d'investissement, toute reprise d'envergure des dépenses en capital fixe est improbable à court terme.

La décélération sensible en 1974 de la croissance des importations de biens et de services en termes réels est imputable au fléchissement général de la demande. Alors que le volume des achats de pétrole effectués par les pays industriels a fléchi, les décaissements à ce titre se sont démesurément accrus en valeur, et les déficits de paiements qui en sont résultés ont, dans certains pays, amené les autorités à adopter des politiques de stabilisation visant à réduire les achats autres que de pétrole. Aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, en Italie et aux Pays-Bas, les importations totales ont très peu progressé, tandis qu'elles ont diminué en Suisse. Leur taux de croissance s'est sensiblement réduit dans d'autres pays, à l'exception de la Suède, où l'on a noté une certaine accélération par rapport à 1973.

Dans la plupart des pays, la progression du volume des exportations de biens et de services a été en moyenne nettement inférieure en 1974 à celle de l'année précédente. Les principales exceptions sont le Japon et l'Italie, qui ont enregistré de bien meilleurs résultats, ainsi que l'Autriche, l'Allemagne et la France, où la croissance des exportations

s'est poursuivie à peu près au même rythme qu'auparavant. Après avoir soutenu la croissance de la demande au début de l'année, l'expansion des exportations de marchandises s'est considérablement ralentie pendant le second semestre de 1974; pour l'ensemble de l'année, le rythme d'accroissement des échanges commerciaux entre pays industriels a été le plus faible que l'on ait observé depuis de nombreuses années. En revanche, les ventes aux pays non industriels, en particulier aux exportateurs de pétrole, ont marqué une hausse sensible. Il se peut qu'au moment des relèvements initiaux du prix du pétrole on ait sous-estimé la capacité d'absorption à court terme des pays de l'OPEP, et l'on constate maintenant que les pays producteurs de pétrole offrent un marché susceptible de connaître un développement très vigoureux dans un proche avenir. Il semble cependant que la progression des exportations vers les pays en voie de développement non producteurs de pétrole ne puisse être maintenue, étant donné que, dans ces pays, la détérioration récente des termes de l'échange a porté atteinte à la capacité de financer de nouveaux achats industriels. Après s'être fortement accélérée au premier semestre de 1974, l'expansion des exportations de marchandises s'est brusquement arrêtée au cours de la seconde partie de l'année en Allemagne fédérale, en France et aux Etats-Unis et elle s'est sensiblement ralentie au Royaume-Uni. Au Canada, les ventes à l'étranger ont commencé à se contracter au début de 1974 et se sont inscrites en recul pour l'ensemble de l'année. Alors qu'elles s'étaient fortement développées auparavant, les exportations italiennes ont poursuivi leur mouvement ascendant en 1974 et sont demeurées assez vives pendant les premiers mois de 1975. Le Japon constitue l'exception qui confirme la règle, l'expansion des exportations y étant demeurée extrêmement forte jusqu'au printemps de 1975. Pour un grand nombre de pays cependant, les livraisons à l'étranger au début de cette année sont demeurées généralement assez faibles.

Malgré le recul de la demande décrit ci-dessus, les politiques mises en œuvre par les gouvernements en matière de dépenses publiques n'ont bien souvent que faiblement stimulé la reprise, l'attention s'étant concentrée sur les problèmes de l'inflation et de la balance des paiements. Au demeurant, l'incidence réelle des dépenses nominales, en particulier au niveau des autorités locales, a souvent été atténuée par la vigueur inhabituelle de l'inflation. Aux Etats-Unis, le volume des dépenses publiques a progressé à un rythme aussi faible que l'année précédente. Au Royaume-Uni, en France, en Norvège, en Espagne, en Suisse, au Japon et en Italie, la demande du secteur public s'est légèrement ralentie. En Allemagne fédérale, en Belgique et en Suède, les dépenses de consommation du secteur public se sont développées un peu plus rapidement qu'en 1973, et au Canada elles ont fortement progressé. Certains gouvernements, constatant que de lourdes charges fiscales n'étaient guère appropriées en période d'affaiblissement de la demande, ont modifié les barèmes d'imposition. Dans un certain nombre de pays, scandinaves en particulier, l'action des pouvoirs publics en matière budgétaire a été coordonnée avec la politique des revenus dans le cadre d'une politique globale («multipolicy») visant à modérer la spirale prix/salaires.

La récession que l'on a constatée au cours des six à neuf mois écoulés a été sensiblement influencée par l'évolution des investissements sous forme de stocks. Dans la plupart des grands pays industriels, les stocks avaient d'abord été maintenus à un niveau assez bas en raison de l'apparition de pénuries de l'offre dans un climat de haute

conjoncture. Etant donné que l'amorce de récession était généralement interprétée comme un ajustement temporaire à la nouvelle situation énergétique, on a assisté à une ruée sur les stocks au début de 1974, cet empressement ayant probablement été appuyé par des achats spéculatifs. La détérioration des perspectives économiques en cours d'année a cependant entraîné un ralentissement de la constitution volontaire de stocks, même si une certaine accumulation de produits finis a eu lieu spontanément par suite d'une baisse inattendue des ventes. Le niveau élevé des stocks par rapport aux ventes réelles dans divers pays a permis de déterminer dans quelle mesure le fléchissement de l'activité était imprévu. La résorption d'une bonne partie des stocks excédentaires constitue donc une condition sine qua non de la reprise économique mais, dans un certain nombre de pays, des allègements volontaires ont exercé temporairement un effet de contraction au dernier trimestre de 1974 et au premier trimestre de 1975.

Comme nous le verrons plus loin, l'aggravation de la récession a conduit les autorités à réajuster la politique de régulation de la demande. La politique monétaire a généralement été assouplie, les mesures les plus énergiques ayant été prises en Allemagne fédérale et aux Etats-Unis. Au début de l'année dernière, plusieurs pays moins importants, notamment les Pays-Bas et la Suède, ont soutenu l'activité par la voie d'encouragements budgétaires et, en cours d'année, les gouvernements canadien et britannique ont donné au budget une orientation plus expansionniste. Au début de cette année, en Allemagne fédérale, les pouvoirs publics ont adopté une politique budgétaire nettement stimulante, et les Etats-Unis ont décidé d'alléger sensiblement les impôts au mois de mars. L'attitude de nombreux pays reste cependant empreinte de prudence en raison des problèmes que posent toujours l'inflation et le déséquilibre extérieur.

On peut donc dire que les perspectives sont assez incertaines à l'approche du milieu de l'année 1975. En Allemagne fédérale, on estime généralement qu'une reprise se produira dans un proche avenir, et aux Etats-Unis la plupart des observateurs pensent qu'un redressement interviendra au cours du second semestre. Il est certain qu'un mouvement de reprise dans ces deux pays clés entraînerait une amélioration du climat général. Cependant, il apparaît que la résorption des ressources productives inutilisées s'opérera probablement à un rythme assez lent. Ce phénomène n'est pas uniquement dû aux problèmes réels d'ajustement qui se posent dans certains domaines essentiels, tels que le logement, l'automobile et l'énergie; il s'explique également par le fait que les autorités sont toujours aux prises avec une hausse excessive des prix, et qu'elles ont nettement l'impression que l'inflation risque de se raviver.

### **Inflation par les prix et les salaires**

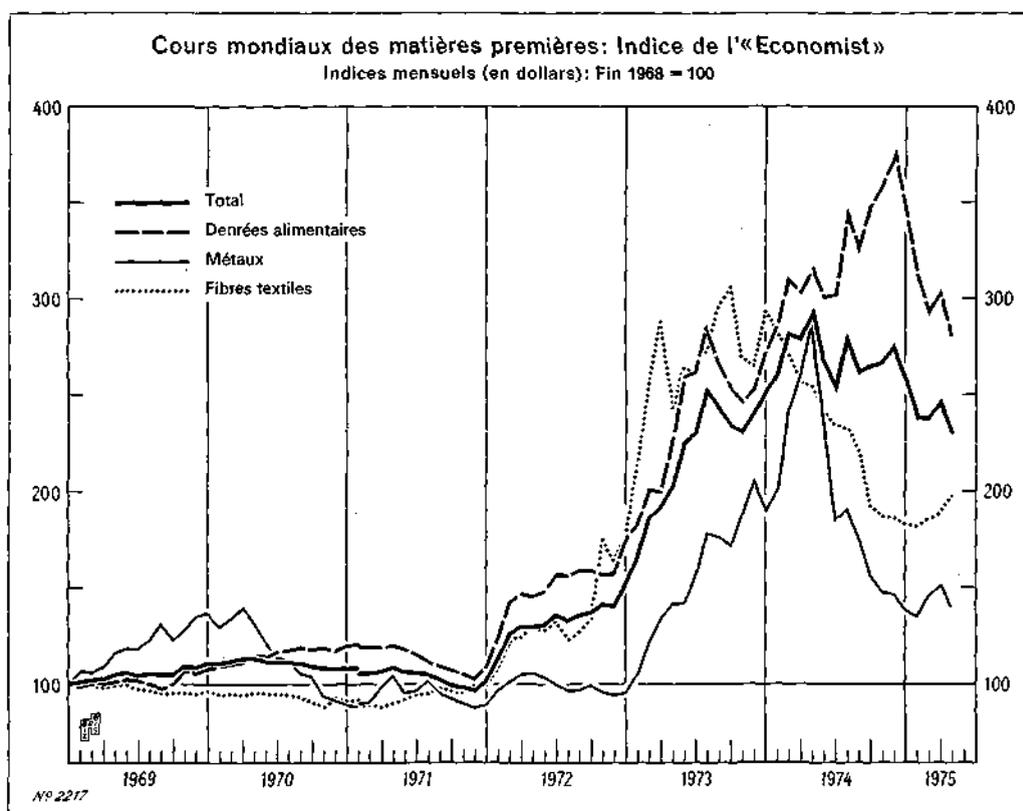
Pendant une grande partie de l'année 1974, la hausse des prix a continué de s'accélérer, dans un climat de ralentissement de l'activité économique. A partir du printemps, alors que les cours mondiaux des matières premières avaient amorcé un net recul, les prix de gros ont commencé à progresser plus lentement dans la plupart des pays, bien que les renchérissements précédents aient continué à se répercuter

au niveau de la consommation. D'autre part, les fortes majorations de salaires prévues dans les conventions collectives, combinées avec le fléchissement conjoncturel de la productivité du travail, ont alourdi considérablement les coûts de main-d'œuvre. Au début de 1975, cependant, par suite de l'amenuisement des effets de la flambée des prix du pétrole survenue une année auparavant et de l'accentuation de la récession, l'inflation s'est ralentie dans un certain nombre de pays. Mais, dans quelques autres, Royaume-Uni et Italie notamment, la hausse des prix à la consommation est demeurée très vive.

Le principal facteur de freinage de l'inflation a été l'arrêt brutal du boom des matières premières, qui avait été le plus long, le plus vif et le plus vaste que l'on ait connu depuis des générations. Sur les marchés mondiaux, les cours des matières premières industrielles ont atteint généralement leurs niveaux records vers avril 1974. A ce moment-là, leur progression par rapport à décembre 1971 était de 180% d'après l'indice exprimé en dollars de l'«Economist» (pétrole non compris), les métaux ayant augmenté de 220% et les fibres textiles de plus de 150%. La baisse qui a suivi, accentuée par les ajustements de stocks et la liquidation d'excédents spéculatifs, est aussi impressionnante. L'indice de l'«Economist» pour les matières premières industrielles a diminué de 36% entre avril 1974 et avril 1975, en raison notamment de la chute du cours du cuivre (qui a été ramené aux deux cinquièmes de son niveau record de 1974), de la réduction de moitié du prix du caoutchouc et d'importants fléchissements des cours du plomb, du zinc, de la laine et du coton. Le dollar s'étant, en outre, déprécié durant cette période, la baisse a été encore plus forte en termes de la plupart des autres monnaies. On a en revanche constaté une hausse du prix de vente de certains produits tels que le minerai de fer et l'aluminium, qui ont généralement suivi, avec un certain retard il est vrai, l'enchérissement des coûts de production.

Les cours au comptant de la plupart des denrées alimentaires se sont maintenus à des niveaux assez élevés ou ont continué de progresser jusqu'à la fin de l'année 1974, pour s'inscrire en baisse par la suite. Après un net recul durant l'été, les cours des céréales ont de nouveau culminé à l'automne avant de décroître à l'annonce de meilleures perspectives de récolte et sous l'influence des mesures prises par les Etats-Unis en vue de restreindre les exportations à destination de l'Union Soviétique. En laissant subsister une incertitude quant à l'avenir, le faible niveau des stocks mondiaux a contribué au ralentissement du mouvement de baisse. Sur les marchés particulièrement instables du café et du cacao, les cotations ont fléchi brutalement à l'automne en raison de l'atténuation de la fièvre spéculative. Les cours du sucre, qui ont atteint leur sommet en novembre, ont rapidement baissé par la suite. En ce qui concerne la viande, dont les prix avaient relativement peu augmenté, le recul a duré presque toute l'année 1974.

On constate donc une nouvelle fois que les cours de nombreuses matières premières sont encore très sensibles à l'évolution de la demande et qu'ils peuvent varier aussi bien dans le sens de la hausse que de la baisse. Si l'approvisionnement des marchés ne s'est pas fortement réduit par suite de la compression de la demande, c'est en partie parce que les prix dépassaient encore le faible niveau des coûts variables dans les secteurs à forte concentration de capital produisant une grande variété de matières premières.



Parmi les autres raisons, on peut citer la planification à long terme dans l'agriculture, les difficultés de financement des stocks de sécurité et le besoin urgent de devises de certains pays producteurs. Les cours de la plupart des matières premières se sont maintenus bien au-dessus du niveau qu'ils avaient atteint avant la hausse, ce qui pourrait stimuler progressivement la production. Cependant, le renchérissement substantiel enregistré également au niveau des produits manufacturés, largement supérieur à celui qui a accompagné le boom du début des années cinquante, a entraîné un alourdissement des coûts de production des matières brutes et a probablement eu pour effet de faire progresser à plus long terme le prix de vente moyen de nombreux produits de base.

A d'autres niveaux du cycle de production, les prix n'ont réagi que lentement au repli des coûts des matières premières, la contraction de la demande globale ayant été atténuée au départ par la constitution de stocks et par le fléchissement de la production. Après avoir progressé à vive allure au début de 1974, les prix de gros ont connu une hausse plus modérée vers la fin du printemps. Au cours du second semestre de 1974, ils ont à nouveau fortement augmenté au Canada et aux Etats-Unis, pays dans lesquels la hausse des prix du pétrole a été répercutée par étapes et où les produits alimentaires ont continué d'encherir jusqu'à l'automne. Les courbes d'évolution des prix aux divers stades de la production montrent que la répercussion progressive de la poussée des coûts des matières premières a été modérée. Au début de 1975, les

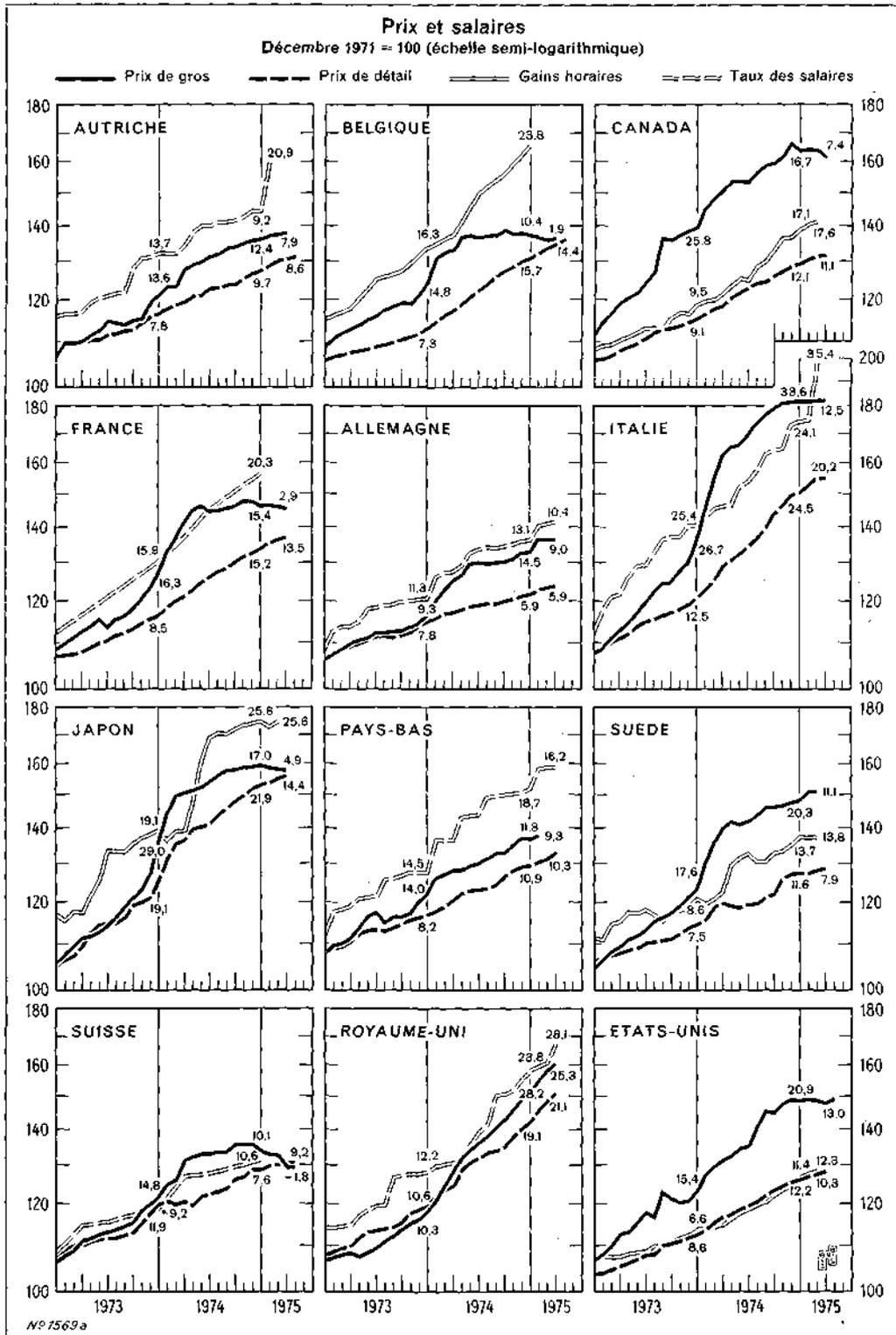
producteurs et les distributeurs cherchant à liquider des stocks par trop abondants, les indices globaux des prix de gros ont fléchi dans un grand nombre de pays.

Le signe le plus manifeste de la virulence de l'inflation dans les pays industriels l'année dernière a été la montée en flèche des prix des produits finis. A l'automne de 1974, la hausse annuelle des prix de gros ou des prix à la production de produits manufacturés dépassait 20% dans l'ensemble des grands pays industriels, sauf en Allemagne où l'augmentation a atteint environ 11%. En Italie et au Royaume-Uni, le pourcentage s'est même situé plus près de 30%. A la fin de 1974 et au début de 1975, les prix de l'espèce ont augmenté plus lentement aux Etats-Unis, en Allemagne et en Italie, alors qu'ils ont marqué un recul en France et au Japon. Leur ascension semble toutefois se poursuivre de façon régulière au Canada et au Royaume-Uni.

Les prix à la consommation ont continué d'augmenter presque tout au long de l'année 1974, bien que, vers la fin du mois de décembre, de nombreux signes de ralentissement se soient manifestés. Dans les pays d'Europe occidentale et au Japon, la forte hausse qui s'est fait sentir au début de l'année était en grande partie imputable au renchérissement des produits pétroliers, renchérissement que les Etats-Unis et le Canada ont réussi à contenir. Au fil des mois, les produits manufacturés ont pris la tête du mouvement de hausse. En revanche, l'augmentation des prix des denrées alimentaires a été moins forte l'année dernière que celle des prix des autres biens dans tous les pays sauf en Italie et au Japon — où ils ont marqué une vive progression à l'automne, par suite de la suppression des mesures de contrôle — ainsi qu'au Canada. La hausse des loyers, souvent contenue par des mesures administratives, a été très lente presque partout, du moins jusqu'à la fin de 1974. En Italie et au Royaume-Uni, d'autres éléments ont également joué sur le plan des services un rôle stabilisateur, grâce en partie aux mesures prises pour limiter la progression des tarifs publics; dans la plupart des pays, le mouvement de hausse dans ce secteur s'est toutefois accéléré par suite de la généralisation de l'inflation par les salaires. Les modifications apportées à la fiscalité indirecte et les subventions accordées aux produits alimentaires ont sensiblement retardé la hausse des prix à la consommation, en Italie, en Suède et au Royaume-Uni notamment.

La période sous revue a été marquée une fois de plus par un écart considérable entre les taux d'inflation dans les divers pays. Au printemps de 1975, les taux d'accroissement sur douze mois des prix à la consommation allaient d'environ 6% en Allemagne à près de 20% en Italie, en Irlande et au Royaume-Uni. Entre ces deux extrêmes se trouvaient l'Autriche, le Canada, les Pays-Bas, la Suède, la Suisse et les Etats-Unis, avec des taux de 8 à 11%. En Belgique, au Danemark, en France et, après une vive décélération au Japon, les pourcentages de hausse se situaient entre 13 et 15%.

Bien qu'étant partiellement fonction du degré de dépendance des importations de matières premières et de pétrole, les variations du taux d'inflation traduisent également la sévérité plus ou moins grande des politiques restrictives mises en œuvre, la gravité de la récession et l'importance des négociations salariales. La position du Japon par rapport aux autres pays, qui s'était considérablement détériorée en 1973, s'est bien redressée ces derniers temps; quant à l'Italie, elle a aussi enregistré de meilleurs résultats. Le fait que l'adoption des taux de change flottants se soit accompagnée d'une ouverture de l'éventail des taux d'inflation n'est pas une simple coïncidence.



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

Les taux flottants ont freiné la propagation de l'inflation à travers le monde tout en amplifiant l'incidence sur les prix qu'exercent, dans le pays où elles ont pris naissance, les pressions inflationnistes dues à des causes monétaires ou à l'alourdissement des coûts. En outre, comme dans de nombreux pays les prix à la consommation sont nettement influencés par les prix à l'importation, ils ont, à leur tour, une grande incidence sur l'évolution des salaires et, partant, sur la compétitivité des produits exportés.

Les fortes hausses de salaires ont joué un rôle important dans la prolongation et souvent dans l'aggravation du processus inflationniste. A partir du printemps de 1974, tous les pays ont connu, à des degrés divers, une recrudescence de la hausse des salaires. Vers la fin de l'année, l'accroissement sur douze mois des taux de salaires et des gains horaires allait de 10-14% aux Etats-Unis, en Allemagne, en Suède et en Suisse, à 25% environ en Italie, au Japon et au Royaume-Uni. Dans la plupart des autres pays d'Europe occidentale et au Canada, la progression était de l'ordre de 15-20%.

Bien que liée à l'accélération de la hausse du coût de la vie, l'augmentation des salaires a dépassé une fois encore celle des prix de détail dans la plupart des pays. Les Etats-Unis ont été le seul pays à enregistrer une baisse des salaires réels: en dépit de l'accélération des hausses l'année dernière, intervenue à la suite de la suppression du plan de stabilisation, les rémunérations n'ont pas réussi, pour la deuxième année de suite, à évoluer au même rythme que les prix à la consommation.

Pour diverses raisons, l'évolution des salaires semble avoir été moins sensible aux politiques de resserrement de la demande. Les revendications mises en avant traduisent non seulement l'habitude fortement ancrée de s'attendre à des augmentations régulières des salaires réels, mais parfois aussi une tentative pour se prémunir contre les hausses futures de prix et contre l'érosion, du fait de l'inflation, des revenus disponibles après impôt. De même, les efforts entrepris par certains pays en vue d'améliorer la situation des travailleurs situés au bas de l'échelle des rémunérations ont provoqué un glissement des salaires au niveau des autres catégories de salariés.

Outre la hausse des salaires, le recul de la productivité du travail, lié au tassement de la conjoncture, a également contribué l'année dernière à alourdir sensiblement les coûts de main-d'œuvre par unité produite, notamment en Allemagne, au Japon et aux Etats-Unis. En Belgique, en France et aux Pays-Bas, où la récession est apparue plus tardivement, les gains de productivité ont permis de compenser en partie l'incidence, sur les coûts, de la progression assez forte des salaires. La hausse des prix des produits industriels, qui a été rapide tout au long de l'année, est restée le plus souvent inférieure à celle des salaires, surtout dans les pays où des contrôles de prix avaient été institués; il en est résulté un amenuisement plus ou moins prononcé des bénéfices dans presque tous les pays. En même temps, la taxation des plus-values sur stocks non réalisées a affaibli la capacité d'autofinancement des entreprises, qui ont ainsi été contraintes de recourir plus fortement à l'emprunt, à des taux d'intérêt considérablement plus élevés. Peu à peu, l'incertitude croissante au sujet de l'évolution des prix et des revenus, conjuguée à l'alourdissement sensible des coûts, s'est traduite par un ralentissement marqué des investissements et de l'activité économique.

La détérioration de la situation sur le marché du travail à partir de la fin de 1974 et l'amorce d'un ralentissement de la hausse des prix à la consommation ont contribué à modérer les revendications salariales, mais il faut admettre que cette modération a été obtenue à un prix élevé en termes de production et d'emploi. Les rémunérations moyennes se sont aussi trouvées réduites par la diminution des heures supplémentaires. Au printemps de 1975, les taux de hausse des salaires semblaient se situer au-dessous des maximums atteints précédemment dans la plupart des pays, les principales exceptions étant toutefois le Canada, l'Italie et le Royaume-Uni. Dans ce dernier pays, après la conclusion d'accords de salaires extrêmement favorables dans le secteur public, la hausse sur un an des rémunérations atteignait 32,5% en mars. En revanche, en Allemagne, les accords types signés au début de 1975 ne prévoyaient que 6 à 7% d'augmentation. Au Japon, les négociations du printemps de 1975 ont débouché sur un relèvement des salaires se situant aux alentours de 15% en moyenne, contre 32% l'année précédente.

La poussée inflationniste a soumis à rude épreuve les efforts de régulation des prix et des revenus. Les contrôles réglementaires des salaires, qui ont été abandonnés aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, ont été maintenus aux Pays-Bas jusqu'à la fin de l'année 1974. Seuls le Danemark et l'Espagne ont fixé cette année des directives officielles en matière de progression des salaires. Toutefois, un nombre croissant de gouvernements a tenté d'influencer officiellement l'issue des négociations salariales par une réduction des impôts directs. C'est surtout le cas du Canada, de l'Allemagne, des Pays-Bas et de la Suède. D'une manière générale, les autorités ont multiplié les efforts dans un certain nombre de pays, et surtout en Europe du Nord, pour replacer les négociations de salaires dans le contexte général de la politique de stabilisation de l'économie. Parmi les éléments retenus dans les conventions nationales figurent en bonne place les modifications des barèmes de l'impôt sur le revenu, les cotisations de sécurité sociale, les subventions des produits alimentaires ainsi que les taxes ou prélèvements temporaires sur les bénéfices des sociétés. Ce type d'approche semble avoir le plus de chances de réussir dans les pays où les négociations clés sont centralisées et où il y a un large consensus sur les objectifs économiques nationaux. En Allemagne et au Japon, l'engagement pris par les autorités de mener une politique monétaire restrictive est considéré comme ayant été un facteur de modération des revendications salariales. Au Royaume-Uni, le Trades Union Congress a donné son accord pour que les augmentations négociées soient alignées sur la hausse du coût de la vie. En pratique, toutefois, ce système a donné lieu à de nouvelles revendications qui se sont ajoutées aux ajustements automatiques résultant de l'indexation sur les prix héritée de la phase de contrôle précédente. Ailleurs, l'action régulatrice s'est limitée essentiellement à la surveillance des prix, des marges bénéficiaires et des loyers. Les subventions accordées aux produits alimentaires, les modifications de la taxe sur la valeur ajoutée et l'ajournement des hausses de tarifs publics ont été également largement utilisés pour modérer la hausse des prix. Dans la mesure où les contrôles ont effectivement permis de contenir ce mouvement, ils ont été en partie à l'origine d'une contraction des bénéfices et ont souvent dû être assouplis ou abandonnés. Au Japon, cependant, le système de notification anticipée des majorations de prix, qui a été en vigueur de mars à septembre 1974, semble avoir permis de ralentir les hausses, en attendant que les restrictions monétaires produisent leurs effets.

A l'heure actuelle, comme il n'y a plus depuis longtemps de demande excédentaire et que l'intensification de la concurrence pour la conquête de marchés de plus en plus étroits oblige à surveiller de près la fixation des prix industriels, les hausses de salaires sont la cause principale de la poursuite de l'inflation.

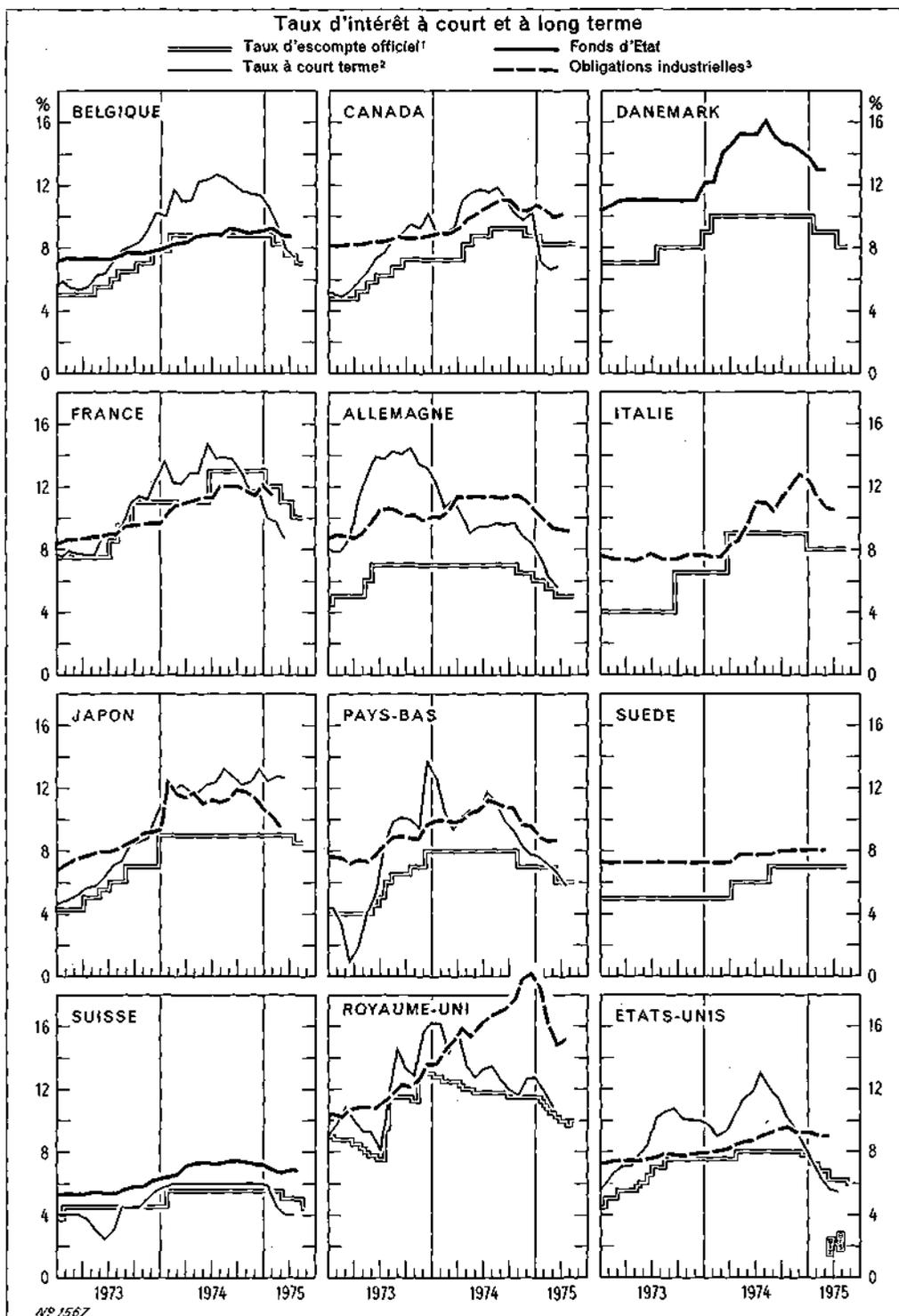
### **Politique monétaire et taux d'intérêt**

Du point de vue des politiques mises en œuvre, l'évolution économique constatée depuis le printemps de l'année dernière a déçu l'espoir de pouvoir opérer un freinage sensible de l'inflation sans qu'il en résulte un fléchissement prononcé de la production et une aggravation du chômage. Les événements ont plutôt tendu à confirmer que la persistance et l'accélération de l'inflation seront suivies d'une longue et difficile période d'ajustement. Par suite des excès de la surchauffe inflationniste de 1973-74 et des dérèglements provoqués par la montée en flèche des prix de l'énergie, il est apparu que la récession ne serait vraisemblablement pas du type ordinaire. La constitution de stocks spéculatifs, les capacités excédentaires dans le secteur de la construction de logements, les graves problèmes d'autofinancement et de trésorerie, la faiblesse des bourses de valeurs, tout laissait entrevoir la possibilité d'une réaction plus vive qu'au cours des périodes précédentes de stabilisation.

On ne sait si, au début de 1974, les autorités nationales se rendaient pleinement compte des risques récessionnistes que comportait la poursuite de politiques restrictives. Il est vrai qu'elles se trouvaient enfermées dans le grave dilemme suivant: prendre les mesures nécessaires pour combattre l'inflation qui s'était accélérée de manière alarmante ou s'attacher à neutraliser les premiers signes de récession. On s'accordait généralement à reconnaître que les autorités devaient donner la priorité à l'inflation et qu'il convenait de combattre les tendances dépressives au fur et à mesure de leur apparition, en recourant à des mesures d'encouragement sélectives plutôt qu'à une relance générale. En ce qui concerne les objectifs externes, on avait le sentiment que les pays qui enregistraient déjà d'importants déficits non imputables au pétrole devaient faire un effort d'ajustement particulièrement vigoureux. On espérait enfin que les autorités nationales tiendraient compte, dans l'aménagement de leur politique économique, de la nécessité de répartir la charge du déficit pétrolier, tout en maintenant une certaine stabilité sur les marchés des changes.

C'est dans ce contexte que le vaste mouvement de hausse des taux d'intérêt s'est poursuivi tout au long du printemps et au début de l'été 1974. Les Etats-Unis ont, en l'occurrence, donné le ton: après une période d'assouplissement au début de la crise pétrolière, les autorités américaines ont à nouveau limité la progression des agrégats monétaires, en portant notamment le taux d'escompte au niveau record de 8%. Par la suite, la croissance de ces indicateurs s'est à nouveau ralentie; cependant, au milieu de l'été, au moment où les taux d'intérêt ont plafonné, les taux des fonds fédéraux atteignaient 13½%, les rendements des certificats de dépôt se situaient aux alentours de 12½% et le taux débiteur de base des banques ne pouvait être maintenu qu'avec peine à 12%.

Etant donné la progression record des taux d'intérêt, on peut se demander si le resserrement monétaire n'a pas été poussé trop loin. Certes, la hausse du loyer de



<sup>1</sup> Pour le Canada, taux d'escompte; pour le Royaume-Uni, taux minimum d'avances. <sup>2</sup> Taux interbancaire à 3 mois, sauf dans les cas suivants: Canada, effets financiers à 90 jours; France, effets privés à 1 mois; Japon, argent au jour le jour; et Etats-Unis, fonds fédéraux. <sup>3</sup> Pour l'Italie, obligations des instituts de crédit industriel; pour le Japon, obligations des téléphones et télégraphes; pour les Pays-Bas, obligations privées.

l'argent a eu quelques effets secondaires non négligeables, en particulier en détournant l'afflux de ressources des organismes d'épargne et du marché des valeurs à revenu variable et en alourdissant les coûts. Par ailleurs, si le niveau des taux d'intérêt semble avoir été relativement bas, compte tenu de la hausse récente des prix, les perspectives d'inflation se sont probablement modérées au moment où la courbe de la conjoncture s'est approchée de son point d'inflexion, de sorte que les taux d'intérêt «réels» ont augmenté par rapport aux taux d'intérêt nominaux. De toute façon, les taux d'intérêt étaient destinés à jouer un rôle plus important qu'au cours des phases précédentes de resserrement. Par suite de la suppression du plafonnement, prévu par le règlement Q, des taux d'intérêt des dépôts à échéance fixe d'un montant élevé, les banques commerciales ont pu intensifier leurs efforts en matière de collecte de fonds et se procurer un volume plus élevé de ressources. Les contraintes d'«approvisionnement», qui avaient pesé sur l'expansion du crédit bancaire du fait que les banques ne pouvaient plus intervenir comme intermédiaires sur les marchés du crédit, n'ont ainsi joué qu'un rôle mineur. La hausse du loyer de l'argent a été également alimentée par les appels à l'emprunt des organismes fédéraux pour venir en aide aux établissements financiers autres que les banques, qui n'étaient pas en mesure de soutenir convenablement la concurrence en matière de collecte de ressources.

Dans un premier temps, la vive hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis ne semble guère avoir gêné les autres pays. Au contraire, la tendance à la hausse des taux, qui en est résultée, y a généralement été entérinée, voire renforcée. Ces pays étaient, eux aussi, aux prises avec une inflation parfois même plus aiguë qu'aux Etats-Unis et, dans certains d'entre eux — France, Italie, Japon et Royaume-Uni — le resserrement monétaire était également motivé par la nécessité de financer et de réduire le déficit considérable des paiements courants. Au Royaume-Uni, où la croissance des dépôts rémunérés des banques a été freinée en raison des versements obligatoires en comptes spéciaux, les autorités sont parvenues à contenir les taux d'intérêt à court terme, alors que les taux à long terme ont continué leur progression. En Allemagne fédérale, la Bundesbank a pu, elle aussi, favoriser le mouvement de baisse des taux à court terme par rapport au niveau élevé atteint précédemment; elle a cependant adopté une ligne dure à l'égard de la liquidité des banques, et les taux d'intérêt à long terme ont progressé jusqu'à 11% environ.

Les autorités belges et françaises se sont employées à faire monter les taux du marché monétaire et à renforcer l'encadrement du crédit bancaire. Une politique assez semblable a dû être suivie par l'Italie pour des raisons essentiellement de balance des paiements, et les taux d'intérêt à court et à long terme sont montés en flèche. Le Japon a également axé en grande partie son action sur le plafonnement de l'expansion du crédit bancaire, alors que la Suisse a recouru à cette méthode dans une mesure plus faible, et uniquement en vue de combattre l'inflation. Au printemps de 1974, les taux d'intérêt canadiens ont évolué parallèlement à ceux qui étaient pratiqués aux Etats-Unis mais, à partir de la fin du mois de mai, les autorités se sont efforcées de freiner la hausse. Parmi les pays bénéficiant d'une position forte en matière de paiements extérieurs, la Suisse et les Pays-Bas ont quelquefois été amenés à atténuer les pressions qui s'exerçaient sur la liquidité bancaire et le taux de change.

Aux Etats-Unis, les taux d'intérêt à court terme ont commencé à se détendre quelque peu au cours de l'été. Etant donné qu'à l'automne le tassement de la demande

et le ralentissement de la croissance monétaire se confirmaient, la Réserve fédérale a adopté une politique plus souple dans ses opérations d'open market, tout en réduisant les pourcentages des réserves obligatoires. Vers la fin de l'année, le fléchissement des taux d'intérêt s'est accéléré, grâce notamment à plusieurs réductions du taux d'escompte officiel et, à la fin de février 1975, par suite de la forte contraction de la demande de crédit bancaire, les taux du marché monétaire sont revenus aux alentours de 5½-6%. Les rendements des obligations, qui avaient fait preuve de fermeté jusqu'en octobre, ont baissé d'un demi-point par la suite et même davantage au début de 1975. La tendance à la baisse des taux est à l'origine de la vive reprise du volume des émissions d'obligations, tandis que les émissions d'actions, en recul sensible, ne représentaient plus que des montants négligeables.

En revanche, la politique budgétaire des Etats-Unis, renforcée par les répercussions de l'inflation sur les recettes fiscales et par la croissance plus lente des dépenses, a été fondamentalement restrictive pendant toute l'année et au début de 1975. En outre, à l'automne, au moment où l'économie allait entrer dans une période de baisse caractérisée de l'activité, le gouvernement a recommandé une majoration de l'impôt sur le revenu, atténuée par un relèvement du crédit d'impôt sur les investissements. Devant les exhortations de plus en plus nombreuses en faveur d'un programme d'allègement de la fiscalité, on pouvait s'attendre à voir les autorités changer bientôt leur fusil d'épaule en matière d'impôt, mais le budget ne fournira probablement pas de soutien effectif à l'économie avant plusieurs mois.

Les autres pays n'ont d'abord suivi qu'avec prudence la tendance à la baisse des taux d'intérêt constatée aux Etats-Unis et sur le marché de l'euro-dollar. Même en Allemagne, où le fléchissement a été suffisamment prononcé pour provoquer d'importantes sorties nettes de capitaux, l'attitude des autorités monétaires a été commandée par la perspective d'un déficit croissant des budgets publics et par l'objectif qu'elles s'étaient fixé de limiter à 8% en 1975 l'accroissement de la monnaie de banque centrale. Au Royaume-Uni, où l'inflation a continué de sévir, les autorités ont adopté un collectif budgétaire en novembre pour soulager la situation financière des entreprises, et un écart des taux à court terme a été maintenu en faveur du sterling.

Malgré l'amorce d'une baisse des taux d'intérêt sur les marchés monétaires de la plupart des autres pays européens et du Canada, les pouvoirs publics se sont généralement refusés à tout assouplissement d'envergure jusqu'à la fin de l'année, durcissant même dans un cas ou deux leur politique monétaire sous certains rapports. Les Pays-Bas ont restreint la liquidité bancaire et relevé le taux des réserves obligatoires en vue de freiner la croissance de la masse monétaire.

Au début de 1975, la plupart des pays s'orientaient néanmoins vers un assouplissement des restrictions monétaires. C'est ainsi que la Belgique, la France et la Suisse ont desserré ou supprimé l'encadrement du crédit bancaire et allégé le dispositif des réserves obligatoires. La Belgique et l'Allemagne fédérale ont, par ailleurs, libéralisé les conditions de refinancement des banques. En France, en Italie et au Japon notamment, certains secteurs ont bénéficié de facilités spéciales de crédit. Au début du printemps, les autorités italiennes ont aboli le système du dépôt de 50% appliqué aux importations et supprimé l'encadrement du crédit. Au Royaume-Uni, les autorités

ont mis à profit l'affaiblissement de la demande de prêts pour suspendre le système des dépôts spéciaux appliqué à l'accroissement des fonds rémunérés des banques. D'une façon plus générale, un grand nombre de banques centrales ont suivi l'exemple de la Réserve fédérale des Etats-Unis en réduisant à plusieurs reprises leur taux d'es-compte en décembre 1974 et au début de 1975. Sous l'effet principalement de facteurs externes, les taux du marché monétaire ont enregistré dans bien des cas une baisse rapide — qui a été également fort bien accueillie pour des raisons internes — et, dans de nombreux pays, les taux débiteurs des banques ont aussi été abaissés. Seul le Japon n'a guère encore assoupli sa politique monétaire. Dans la plupart des autres pays, par suite de l'allègement récent des politiques budgétaires et de moins-values fiscales consécutives au ralentissement de l'activité économique, les budgets publics seront en général nettement déficitaires en 1975.

Alors qu'en 1972-73 la masse monétaire s'était très fortement développée, son taux d'expansion a accusé un vif recul l'an passé dans la plupart des grands pays. Aux Etats-Unis, l'accroissement en 1974 a été de 4½% seulement pour  $M_1$  et de 7½% pour  $M_2$ . Vers la fin de mars 1975, la progression sur douze mois de la masse monétaire au sens large du terme a également été sensiblement inférieure à celle de l'an dernier en Allemagne fédérale (1,7%) en Belgique, au Japon et au Royaume-Uni (9 à 11%) ainsi qu'en Italie (17%). Au Royaume-Uni, la forte contraction de  $M_2$  est imputable en partie au fait que certains facteurs particuliers, qui avaient par trop amplifié la hausse en 1973, ont agi dans le sens opposé. En Italie, le système du dépôt à l'importation a joué un grand rôle. Dans tous ces pays, la croissance de  $M_2$  a été inférieure l'année dernière — parfois même sensiblement — à la hausse des prix de détail. Au Canada, en France et aux Pays-Bas en revanche, la masse monétaire au sens large s'est accrue de 16-20%, soit un taux d'expansion supérieur à la hausse des prix à la consommation. Etant donné que la majoration des taux d'intérêt appliqués aux dépôts d'épargne et à terme a provoqué un mouvement de conversion de dépôts à vue, l'accroissement de  $M_1$  a été nettement moins prononcé que celui de  $M_2$  en 1974 dans tous les pays, sauf en Allemagne fédérale où le public a fortement renforcé ses avoirs liquides à la suite de l'affaire Herstatt. A la fin de 1974 cependant, la croissance de  $M_1$  s'est accélérée dans certains pays (Royaume-Uni, Canada, Pays-Bas et Danemark notamment), du fait peut-être d'une certaine détente sur le plan monétaire et des mesures de précaution prises devant la dégradation de la situation économique.

Dans la plupart des pays, le crédit bancaire au secteur privé a continué de s'accroître avec vigueur jusqu'à l'été dernier et a constitué, en général, la principale contrepartie de la création de monnaie. Etant donné que les taux débiteurs se situaient au-dessous des taux du marché monétaire, la clientèle a souvent eu intérêt, du fait de l'inflation, à recourir à l'emprunt pour financer la constitution de stocks ou les immobilisations. Même dans les pays où le crédit était encadré, le volume global des prêts bancaires a généralement enregistré, en raison d'exemptions spéciales, une assez vive expansion. En dépit de la faible propension à investir, imputable à l'aggravation du climat général d'incertitude, l'accumulation spontanée de stocks s'est poursuivie pendant un certain temps et l'inflation a entraîné un amenuisement des bénéfices et de la trésorerie des entreprises. Par suite de la faiblesse des bourses de valeurs, les sociétés ont été amenées à se tourner vers les banques pour couvrir leurs besoins essentiels de

**Masse monétaire**

Pays		1970	1971	1972	1973		1974		1975
		Déc.	Déc.	Déc.	Juin	Déc.	Juin	Déc.	Mars
variations en pourcentage sur douze mois									
Etats-Unis	M <sub>1</sub>	6,1	6,3	8,7	8,7	6,1	5,4	4,7	4,2
	M <sub>2</sub>	8,4	11,2	11,1	10,2	8,8	8,6	7,4	7,1
Canada	M	5,0	19,9	11,8	15,8	12,9	9,4	3,6	17,1
	M <sub>2</sub>	10,3	16,4	14,5	12,1	19,1	19,5	16,3	19,5
Japon	M	16,8	29,7	24,7	29,9	16,7	15,7	11,5	11,6 <sup>1</sup>
	M <sub>2</sub>	16,9	24,3	24,7	24,7	16,8	13,3	11,5	11,6 <sup>1</sup>
Belgique	M <sub>1</sub>	8,3	11,1	14,0	12,6	8,8	6,7	8,8	7,3 <sup>1</sup>
	M <sub>2</sub>	8,2	13,1	16,1	15,9	13,5	10,5	9,0	10,5 <sup>1</sup>
France	M <sub>1</sub>	10,9	11,2	14,3	11,0	9,0	11,2	16,8	10,9 <sup>1</sup>
	M <sub>2</sub>	15,0	19,7	18,4	14,2	15,0	16,6	17,6	16,6 <sup>1</sup>
Allemagne fédérale	M <sub>1</sub>	8,6	11,9	14,0	5,8	1,8	5,2	11,7	12,4
	M <sub>2</sub>	10,4	14,4	16,7	18,3	13,9	8,3	5,1	1,7
Italie	M <sub>1</sub>	27,2	18,8	24,6	22,2	24,1	18,6	10,1	7,0
	M <sub>2</sub>	13,6	17,1	22,2	20,7	23,3	21,3	15,3	16,8
Pays-Bas	M <sub>1</sub>	11,8	15,0	17,7	9,4	0,0	1,8	12,2	10,8 <sup>1</sup>
	M <sub>2</sub>	8,3	9,0	11,9	14,9	21,9	25,9	20,0	16,3 <sup>1</sup>
Suède	M <sub>1</sub>	.	9,3	6,9	8,0	13,2	15,5	13,8	16,9
	M <sub>2</sub>	.	9,9	12,3	12,5	13,8	13,4	9,4	9,4
Suisse	M <sub>1</sub>	6,9	39,7	4,6	2,3	2,1 <sup>2</sup>	-0,7 <sup>2</sup>	0,7 <sup>2</sup>	4,3 <sup>2</sup>
	M <sub>2</sub>	8,7	26,6	2,4	2,4	5,0	10,2	6,6	.
Royaume-Uni	M <sub>1</sub>	9,7	15,3	13,8	12,3	5,8	0,0	10,8	13,2
	M <sub>2</sub>	9,5	13,4	25,5	24,0	28,0	21,5	12,5	10,1

Note: M<sub>1</sub> = Monnaie et dépôts à vue.

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

<sup>1</sup> Février. <sup>2</sup> Chiffres établis sur la base de nouvelles séries.

crédit. A partir de l'automne, on a cependant assisté dans la plupart des pays à un ralentissement des prêts bancaires aux entreprises, les seules exceptions importantes ayant été le Canada et les Pays-Bas.

Si, au début de 1974, les rendements sur les marchés des valeurs à revenu fixe ont progressivement augmenté, ils se sont situés cependant presque tout au long de l'année à un niveau relativement bas par rapport aux taux d'intérêt à court terme. De plus, partout sauf en Allemagne fédérale, les taux de rendement ont généralement été inférieurs aux taux courants d'inflation. Du fait du manque d'intérêt manifesté par les investisseurs, le volume des nouvelles émissions d'obligations a accusé une forte baisse dans la plupart des pays. Les rendements des obligations se sont maintenus en général à un niveau élevé ou ont continué à progresser jusqu'en octobre. C'est alors que le recul de l'activité a entraîné un fléchissement aux Etats-Unis, ainsi qu'en Allemagne fédérale et aux Pays-Bas. Les rendements des obligations sont néanmoins demeurés plus ou moins stables jusqu'à la fin de l'année en Belgique, en France, au Japon et en Suisse, tandis qu'en Italie et au Royaume-Uni, leur progression s'est poursuivie. Au début de 1975, l'extension de la récession et l'assouplissement progressif des politiques monétaires se

sont traduits par une diminution des taux de rendement dans la plupart de ces pays, et notamment au Royaume-Uni. Ailleurs, le recul des taux à long terme a été considérablement moins prononcé que celui des taux du marché monétaire, ce qui a permis de rétablir des relations plus normales entre ces deux catégories de rendements. La baisse des taux s'est généralement accompagnée d'une reprise de l'activité d'émission. La dette publique a représenté une part importante du total des fonds collectés; encore convient-il de remarquer que les émetteurs du secteur privé ont également tiré profit de la situation en allongeant les échéances de leurs emprunts.

Avec les changements intervenus récemment dans le dosage des moyens d'action, les conditions monétaires sont devenues plus équilibrées d'un pays à l'autre. Les dégrèvements fiscaux de grande envergure aux Etats-Unis et les besoins financiers croissants du gouvernement ont constitué des facteurs de résistance à la baisse des taux d'intérêt. Dans d'autres pays, les autorités ont continué dans une certaine mesure à mettre l'accent sur une politique de relance budgétaire, de nature souvent sélective et, dans la plupart d'entre eux, la possibilité d'un nouveau recul des taux semble se réduire de plus en plus. Dans certains pays, les contraintes d'ordre externe ont continué de jouer un rôle prépondérant. Dans tous ces pays cependant, de même que dans ceux qui bénéficiaient d'une forte position extérieure, le désir de maîtriser l'inflation et de maintenir les taux d'intérêt à un niveau suffisamment élevé pour encourager l'approvisionnement des marchés à long terme en ressources d'épargne, a constitué un argument contre un assouplissement trop marqué de la politique monétaire. En fait, les entrées de capitaux ont amené certains de ces pays à réduire les taux d'intérêt plus qu'ils ne le souhaitaient.

### **La hausse du prix du pétrole et le déséquilibre des paiements internationaux**

Le renchérissement des produits pétroliers a non seulement provoqué une contraction de l'activité économique et une accentuation du mouvement général d'inflation au cours de l'année passée; il a en outre modifié la situation mondiale en matière de balance des paiements. Le prix moyen des exportations de pétrole brut des pays de l'OPEP, qui était de \$20 environ la tonne en 1973, a atteint \$77 en 1974. Malgré le léger fléchissement de la demande de pétrole, dû à la hausse des prix et au ralentissement de l'activité économique, on estime que la valeur des exportations de pétrole des pays de l'OPEP est passée d'environ \$32 milliards à \$115 milliards d'une année à l'autre. Même en tenant compte de l'accroissement considérable des importations de l'OPEP, en volume comme en valeur, l'excédent de la balance des paiements courants de ces pays s'est élevé à \$70 milliards environ en 1974, contre moins de \$5 milliards une année auparavant. Etant donné le décalage habituel entre les rentrées de devises et les exportations de pétrole, l'OPEP a disposé en 1974 d'environ \$55 milliards d'excédent de revenus.

La plus grande partie de cet excédent provient évidemment des échanges avec les pays industrialisés. Après avoir fait apparaître en 1973 un surplus de \$2 milliards — la modicité de ce chiffre étant due à la montée en flèche des cours d'autres matières premières — la balance des paiements courants de la zone OCDE a enregistré l'année

dernière un déficit d'environ \$33 milliards. Ce chiffre est à rapprocher de l'accroissement de \$60 milliards des importations de pétrole de ces pays et d'une détérioration de leur balance commerciale avec l'OPEP d'environ \$45 milliards. Tout en étant moins forte en valeur absolue, la dégradation de la situation des paiements des pays en voie de développement non producteurs de pétrole est évidemment plus lourde de conséquences; on estime que le déficit de leurs transactions courantes est passé d'environ \$8 milliards à probablement plus de \$25 milliards.

Au sein du groupe de pays de l'OCDE, les déséquilibres de paiements courants enregistrés précédemment ont eu tendance à s'accroître l'an passé, en particulier parmi les grands pays industriels. Outre le fait que le coût supplémentaire des importations de pétrole a sensiblement varié d'un pays à l'autre, les modifications intervenues dans les balances des échanges commerciaux autres que pétroliers ont été également fort différentes, allant de l'amélioration à la détérioration. Ces écarts de résultats sur le plan du commerce extérieur traduisent l'entrée en jeu de divers facteurs, et plus spécialement l'importance relative de la hausse des prix à l'exportation, l'incidence du recul de la demande interne sur les importations, l'évolution relative des taux de change et, facteur non négligeable, les mesures visant simplement à encourager les exportations.

Ces phénomènes sont nettement perceptibles dans les six plus grands pays industrialisés: Allemagne fédérale, Etats-Unis, France, Italie, Japon et Royaume-Uni, qui ont

**Pays du Groupe des Dix et Suisse: Balances commerciales en 1973 et en 1974, et facteurs de modification**

Pays	Balances commerciales*		Modifications de la balance commerciale 1973-74	Variations du coût net du pétrole	Facteurs de modification		
	1973	1974			Variations des échanges commerciaux non pétroliers		
					valeur totale	en volume	des termes de l'échange
en milliards de dollars EU							
Allemagne fédérale . . .	12,9	19,7	+ 6,8	- 6,3	+ 13,1	+ 8,4	+ 4,7
Belgique . . . . .	0,5	- 1,5	- 2,0	- 1,7	- 0,3	- 0,2	- 0,1
Canada . . . . .	1,9	0,5	- 1,4	+ 0,4	- 1,8	- 2,1	+ 0,3
Etats-Unis . . . . .	1,3	- 2,3	- 3,6	- 16,3	+ 12,7	+ 7,0	+ 5,7
France . . . . .	- 1,4	- 6,9	- 5,5	- 6,4	+ 0,9	+ 1,8	- 0,9
Italie . . . . .	- 5,6	- 10,7	- 5,1	- 5,6	+ 0,5	+ 3,2	- 2,7
Japon . . . . .	- 1,4	- 6,8	- 5,4	- 14,2	+ 8,8	+ 5,6	+ 3,2
Pays-Bas . . . . .	0,3	- 1,6	- 1,9	- 0,9	- 1,0	+ 1,3	- 2,3
Royaume-Uni . . . . .	- 8,3	- 15,5	- 7,2	- 5,7	- 1,5	+ 1,1	- 2,6
Suède . . . . .	1,5	0,1	- 1,4	- 1,4	0,0	- 0,8	+ 0,8
Suisse . . . . .	- 2,1	- 2,5	- 0,4	- 0,5	+ 0,1	+ 0,5	- 1,1

\* Importations caf.

été le plus touchés, en valeur absolue, par la hausse du prix du pétrole, le coût supplémentaire de leurs importations allant d'environ \$5,5 milliards dans le cas de l'Italie et du Royaume-Uni à plus de \$16 milliards dans celui des Etats-Unis. D'un côté, l'Allemagne fédérale a plus que compensé l'accroissement de \$6,3 milliards de ses dépenses pétrolières nettes grâce à l'augmentation globale de son excédent commercial, qui est passé de \$12,9 milliards à \$19,7 milliards. En raison de la récession interne, les importations non pétrolières se sont maintenues au niveau de 1973, tandis que le volume des exportations s'est encore accru de 12% du fait également de l'octroi généreux de crédits à l'exportation. De plus, l'Allemagne fédérale a enregistré en 1974 une amélioration sensible de ses termes de l'échange - pétrole mis à part - en raison d'une nouvelle appréciation du deutsche mark qui s'est doublée de l'augmentation des prix des exportations de produits manufacturés et du fléchissement du cours des matières premières importées. En revanche, le déficit commercial du Royaume-Uni s'est élargi de \$7,2 milliards, l'accroissement net de la facture pétrolière s'élevant à \$5,7 milliards. Les principaux facteurs responsables de cette évolution ont été la détérioration des termes de l'échange des produits autres que le pétrole - imputable à la dépréciation de la livre, qui était déjà intervenue en fait pour l'essentiel en 1973 - et l'augmentation relativement modeste (environ 5%) du volume des exportations.

Parmi les quatre autres plus grands pays industriels, ce sont sans conteste les Etats-Unis qui ont obtenu les meilleurs résultats sur le plan du commerce extérieur; la détérioration de la balance commerciale a représenté au total moins du quart de l'accroissement en valeur des importations nettes de pétrole. A l'instar de l'Allemagne fédérale, les Etats-Unis ont connu l'an dernier une forte amélioration en volume de leurs échanges commerciaux. Les importations se sont situées légèrement au-dessous du niveau de 1973, et les exportations ont progressé de 8½%, en raison notamment de l'avantage procuré sur le plan de la concurrence par la dépréciation du dollar depuis 1971. Toujours aux Etats-Unis, malgré le nouveau recul du dollar en 1974, les termes de l'échange se sont améliorés dans les secteurs autres que le pétrole; l'incidence de l'arrêt du boom des matières premières sur la valeur des importations s'est conjuguée à une vive progression des prix des exportations américaines de produits agricoles.

Le Japon a, lui aussi, compensé, pour plus de moitié, l'alourdissement de la facture pétrolière nette au moyen d'améliorations dans d'autres secteurs des échanges commerciaux. Les exportations ont progressé de plus de 50% au total en dollars, ce qui traduit à la fois une augmentation en volume aussi importante que celle de l'Allemagne fédérale et une montée très vive des prix à l'exportation. En France, où les termes de l'échange des transactions non pétrolières semblent s'être légèrement détériorés entre 1973 et 1974, près d'un tiers du supplément de dépenses pétrolières nettes a été contrebalancé en volume par les échanges commerciaux, la progression des exportations ayant été aussi vigoureuse qu'en Allemagne fédérale et au Japon. En Italie, l'élargissement du déficit commercial, qui a dépassé le chiffre de \$10 milliards, correspond plus ou moins au fardeau supplémentaire imposé par les nouveaux prix du pétrole; il convient toutefois de noter que, dans ce pays, le recul des importations et l'accroissement du volume des exportations ont entraîné une légère amélioration de la balance non pétrolière, et cela malgré la détérioration des termes de l'échange.

Depuis le milieu de 1974, plusieurs événements ont modifié la situation telle qu'elle ressort des chiffres pour l'ensemble de l'année 1974. La production de pétrole brut des pays de l'OPEP a commencé à diminuer et se situe maintenant à quelque 20% au-dessous du niveau record atteint en mai 1974 après l'embargo. Depuis l'hiver – peu rigoureux – les navires pétroliers se déplacent plus lentement que d'habitude du Moyen-Orient en Europe, en raison des difficultés qu'ils rencontrent dans les ports de déchargement du fait du manque de capacités de stockage disponibles. On a noté par ailleurs, dans certains cas, de légères baisses du prix de vente, soit directement, soit sous forme d'un allongement des échéances de crédit, d'une réduction des différences de prix selon les qualités de pétrole et de concessions analogues. En revanche, les livraisons aux pays de l'OPEP se sont encore développées. Jusqu'à la fin de 1974, l'excédent de la balance des paiements courants des pays de l'OPEP a également continué d'augmenter, passant de \$15,5 milliards (estimation) au deuxième trimestre – au moment où les relèvements de prix décidés en décembre 1973 ont commencé à produire leurs effets – à \$17,4 milliards au quatrième. D'après certains indices, on peut toutefois penser qu'au premier trimestre de 1975, cet excédent a diminué de plus d'un tiers. La contraction de la demande est évidemment imputable à la récession qui affecte le monde industrialisé ainsi qu'aux effets de la hausse du prix du pétrole.

Parmi les pays industrialisés, des signes manifestes de redressement de la balance des paiements courants sont apparus. A quelques exceptions près, la récession s'est accentuée dans ces économies, les importations se maintenant au même niveau ou diminuant. Leurs termes de l'échange se sont améliorés, par suite de la stabilisation du prix du pétrole, de la baisse des cours des autres matières premières et de la poursuite de la hausse des prix à l'exportation. Les ventes de ces pays à ceux de l'OPEP, qui ont augmenté de 75% en valeur en 1974, continuent de progresser; de plus, les livraisons aux pays en voie de développement non producteurs de pétrole se sont maintenues à un niveau satisfaisant, malgré la détérioration des termes de l'échange de ces pays. Parmi les cinq nations industrialisées qui ont enregistré les déficits commerciaux les plus élevés pour l'ensemble de l'année 1974, seuls le Royaume-Uni et l'Italie continuaient d'avoir une balance commerciale nettement déficitaire au premier trimestre

**Balances commerciales des pays de l'OCDE en 1974-75**

Pays	1974		1975
	1er semestre	2ème semestre	1er trimestre
	chiffres annuels, en milliards de dollars EU, corrigés des variations saisonnières		
Allemagne fédérale . . . . .	20,4	18,6	19,5
Etats-Unis . . . . .	— 0,1	— 4,5	8,3
France <sup>1</sup> . . . . .	— 3,6	— 3,1	1,8
Italie . . . . .	— 12,5	— 9,1	— 3,4
Japon . . . . .	— 9,2	— 4,5	0,5
Royaume-Uni <sup>1</sup> . . . . .	— 12,5	— 11,6	— 6,5
Autres pays de l'OCDE . . . . .	— 35,3 <sup>2</sup>	— 28,0 <sup>2</sup>	— 30,0 <sup>2</sup>
<b>Total pays de l'OCDE . . . . .</b>	<b>— 52,8<sup>2</sup></b>	<b>— 42,2<sup>2</sup></b>	<b>— 9,8<sup>2</sup></b>

<sup>1</sup> Importations fob. <sup>2</sup> Chiffres non corrigés des variations saisonnières.

de 1975, mais ce déficit a été très inférieur à celui de l'année précédente. La France, le Japon et les Etats-Unis ont tous trois enregistré un excédent commercial au premier trimestre, celui des Etats-Unis étant particulièrement élevé. Quant à l'excédent de l'Allemagne fédérale, il s'est légèrement réduit, tout en restant très important.

Il va sans dire que l'atténuation des déséquilibres de paiements intervenue au cours des récents mois ne résout pas, tant s'en faut, tous les problèmes. Le déséquilibre entre l'OPEP et le reste du monde demeure considérable, tout comme celui de quelques pays importants tels que l'Allemagne fédérale et le Royaume-Uni. Par ailleurs, l'amélioration constatée ces derniers temps est attribuable pour une bonne part à des facteurs qui ne se maintiendront probablement pas sur une longue période, à savoir le niveau relativement déprimé de l'activité économique mondiale et le déficit de paiements – non seulement vaste mais croissant – des pays en voie de développement non producteurs de pétrole.

En ce qui concerne le financement du déséquilibre apparu l'année dernière, on peut dire que, dans l'ensemble, les problèmes soulevés ont pu être maîtrisés. Cette remarque s'applique aussi bien à la manière dont les pays producteurs de pétrole ont géré leurs excédents monétaires qu'aux méthodes mises en œuvre par les pays déficitaires pour couvrir leurs besoins de financement. Des difficultés financières imprévues ont néanmoins surgi au cours de l'été 1974, qui ont entraîné par moments des pressions assez fortes dans le secteur bancaire international.

Comme prévu, une grande partie des excédents des pays pétroliers a été placée à court terme en 1974, dont \$28 milliards sous forme de dépôts bancaires, essentiellement sur le marché des euro-monnaies. Cela n'a rien de surprenant, vu le niveau élevé des taux d'intérêt à court terme qui a prévalu pendant la majeure partie de l'année. Par suite de la détente intervenue sur le plan monétaire, la part de l'excédent total placée par ce canal s'est réduite à un tiers environ au dernier trimestre, alors qu'elle atteignait presque deux tiers pendant les six premiers mois. Les fonds accumulés n'ont pas circulé d'un centre financier à l'autre, bien que la crise de confiance subie par le marché des euro-monnaies au milieu de l'année ait entraîné un accroissement temporaire de la fraction de l'excédent courant investie sur le marché américain. Il est apparu, en outre, que les capitaux pétroliers ont joué un certain rôle dans la forte appréciation du franc suisse à la fin de 1974 et au début de 1975.

Depuis le début de 1974, les fonds ont été principalement orientés dans des directions considérées généralement comme souhaitables: en premier lieu, ainsi que nous l'avons déjà mentionné, vers des placements à échéance assez éloignée, ensuite vers les programmes d'aide bilatérale en faveur des pays en voie de développement et vers des prêts accordés par l'intermédiaire du Fonds monétaire international et d'autres organismes internationaux. Au dernier trimestre de 1974, la part des excédents utilisés à long terme par l'intermédiaire de ces circuits – et d'autres – indépendants du marché peut être évaluée à deux cinquièmes environ.

Pour les pays importateurs de pétrole, les problèmes de financement se sont révélés moins graves que prévu. En effet, le montant global des réserves brutes de ces pays a légèrement augmenté en 1974; les \$3,5 milliards de crédits pétroliers accordés en 1974

par le FMI, qui expiraient officiellement fin février 1975, n'ont pas été entièrement utilisés. On n'a pas assisté non plus à un recours intensif à des pratiques commerciales restrictives, ni à des dépréciations monétaires de surenchère.

L'Italie a été le seul grand pays industriel à faire largement appel aux ressources officielles en 1974 pour financer son déficit, puisqu'elle a emprunté au total \$5,5 milliards au Fonds monétaire international, au groupe formé par les autres pays de la Communauté économique européenne et à l'Allemagne (sur la base d'un accord bilatéral). Le déficit britannique a été couvert en grande partie par une augmentation des balances sterling des pays producteurs de pétrole, le reliquat provenant de prêts contractés par le secteur public sur l'euro-marché; le Japon a financé le sien par des emprunts des banques commerciales sur le marché américain et sur celui de l'euro-dollar; la France, enfin, a recouru à des crédits commerciaux complétés par des emprunts contractés sur le marché des euro-monnaies. Le gouvernement français n'a cependant pas fait usage du montant de \$1,5 milliard d'euro-crédits qui lui avaient été consentis au printemps dernier. Après avoir diminué de \$2,3 milliards au premier semestre de 1974, les réserves totales des pays de l'OCDE se sont accrues de \$5 milliards au second.

En dehors du monde industrialisé également, une part étonnamment élevée des déficits accrus enregistrés l'année dernière par les balances de paiements a été financée par l'intermédiaire du marché. Les crédits en euro-devises accordés aux pays en voie de développement non producteurs de pétrole sont passés de \$5 milliards à \$6,6 milliards entre 1973 et 1974, cette progression étant toutefois survenue pour l'essentiel pendant les six premiers mois de l'année. Les emprunts à court terme de ces pays auprès du système bancaire américain, qui s'élevaient à \$1,5 milliard en 1973, ont atteint près de \$5,5 milliards l'année dernière.

On peut estimer en outre que les pays en voie de développement ont reçu quelque \$2,5 milliards de dons et prêts directs de divers pays pétroliers. Ils ont accru par ailleurs leurs recours aux organismes internationaux de crédit. Après avoir effectué des remboursements nets de faible montant au FMI en 1973, le groupe des cinquante et un pays en voie de développement non producteurs de pétrole a prélevé en 1974 sur cet organisme un montant de \$1,5 milliard. Ce chiffre ne représente qu'une faible partie de l'ensemble de leurs besoins de financement; plus des trois quarts de ces prélèvements sont intervenus au dernier semestre et, malgré cela, les réserves globales de ces pays ont fléchi de \$1 milliard.

Pour l'avenir, diverses mesures importantes ont été prises cette année en vue d'élargir les circuits officiels de financement. En janvier, les membres du nouveau Comité intérimaire du Fonds monétaire international sont convenus d'augmenter d'environ un tiers - à 39 milliards de DTS - les quotes-parts du Fonds, et de renouveler en 1975 les crédits pétroliers accordés par cet organisme; le montant des nouvelles ressources à collecter, venant s'ajouter aux facilités ouvertes en 1974 et non utilisées, a été fixé à 5 milliards de DTS. Les modalités de répartition par pays du relèvement global des quotes-parts n'ont pas encore été précisées. Pour ce qui est des crédits pétroliers pour 1975, les ressources obtenues jusqu'ici représentent un

total de DTS 3,5 milliards. Une nouvelle clause a été introduite, qui prévoit des bonifications d'intérêt sur les tirages effectués par les pays en voie de développement les plus durement touchés par la hausse du prix du pétrole.

En février 1975, le Conseil des Ministres des Communautés européennes a adopté un plan permettant à la CEE de collecter des ressources dans des pays non-membres, et notamment des pays producteurs de pétrole, en vue d'accorder des prêts à moyen terme aux pays membres. Le montant initial de ces prêts (capital et intérêts) ne devra pas dépasser \$3 milliards au total.

Dans le même ordre d'idées, les pays de l'OCDE ont décidé de créer un Fonds de soutien financier ayant pour mission de consentir des prêts aux pays membres «dans des circonstances exceptionnelles», jouant en quelque sorte le rôle de filet de sécurité. L'accord instituant ce Fonds, qui a été signé en avril 1975 par la quasi-totalité des pays de l'OCDE, doit être soumis maintenant, pour ratification, aux différents Parlements. Chaque participant à ce Fonds se verra attribuer une quote-part qui permettra de déterminer aussi bien sa contribution financière et ses possibilités d'emprunt que son importance relative dans les votes. Si tous les pays de l'OCDE participent à ce Fonds, la somme des quotes-parts s'élèvera à \$25 milliards.

Les problèmes de financement rencontrés l'année dernière ne sont pas totalement étrangers aux pressions qui se sont développées dans le domaine bancaire international. Le marché des euro-monnaies a été sollicité dans des proportions inhabituelles pour financer les balances des paiements ce qui, ajouté aux politiques monétaires restrictives, a provoqué une brusque flambée des taux d'intérêt et fait redouter une pénurie éventuelle de liquidités. L'inquiétude est née de la nouvelle, annoncée en avril 1974, selon laquelle la Franklin National Bank de New York enregistrait de lourdes pertes; quant à la faillite de la banque Herstatt à Cologne, elle a porté un coup sérieux à la confiance dont jouissait le marché des euro-monnaies.

Pendant l'été, la pression dont les banques de l'euro-marché étaient l'objet a entraîné une baisse effective de leurs dépôts mais, au début de l'automne, la situation a commencé de se redresser. Ce rétablissement a été favorisé par une certaine détente des conditions monétaires ainsi que par les mesures prises par les banques et les autorités. Les banques ont amélioré leur dispositif de contrôle interne des opérations en devises et adopté une ligne d'action plus prudente en matière de prêts; dans un certain nombre de pays, les autorités monétaires ont renforcé leurs pratiques de contrôle des opérations bancaires; enfin, les banques centrales du Groupe des Dix ont annoncé qu'elles agiraient en tant que prêteurs en dernier ressort si des problèmes de liquidité venaient à se poser sur l'euro-marché. Il a été notamment convenu que la responsabilité à l'égard des succursales à l'étranger des banques incomberait à la banque centrale du pays où se trouve le siège social. En outre, les propriétaires des nombreuses banques consortiales opérant à Londres ont admis explicitement leur responsabilité morale à l'égard de ces établissements. Les banques centrales ont créé par la suite un comité international de contrôle des banques afin de faciliter l'échange d'informations sur les meilleures procédures à mettre en œuvre et d'être constamment tenues au courant des développements qui pourraient exiger une intervention de leur part.

### Evolution des taux de change et système monétaire

Compte tenu des bouleversements intervenus l'an dernier en matière de paiements, les mouvements qui ont affecté les taux de change pondérés en fonction des échanges commerciaux des principales monnaies ont été relativement modérés. C'est ainsi que, depuis la fin de janvier 1974, c'est-à-dire peu de temps après les relèvements des prix pétroliers et la suppression des contrôles appliqués par les Etats-Unis aux sorties de capitaux, les variations des taux de change n'ont pas été, dans l'ensemble, plus importantes qu'au cours des phases précédentes de flottement, la seule exception étant la montée en flèche du franc suisse depuis l'été dernier. Cette situation s'explique évidemment par le fait que les autorités n'ont cessé, à des degrés divers, de diriger le flottement. Les monnaies fondamentalement faibles ont été soutenues sur le marché des changes mais, dans les pays à monnaie plus forte, les autorités sont aussi intervenues sur le marché, quoique dans des proportions moindres, afin de modérer le mouvement de hausse de leur cours de change.

Parmi les principales monnaies, le yen japonais a enregistré la variation cumulée la plus faible depuis le début de 1974, avec une baisse de 2,3% du taux de change pondéré en fonction des échanges commerciaux. Au cours des huit premiers mois de 1974, le déficit de la balance des paiements du Japon s'est élevé, au total, à \$7,9 milliards. Ce solde négatif a cependant été largement couvert par les entrées nettes de devises (\$8,5 milliards) effectuées par le canal du système bancaire. Aussi le yen s'est-il en fait revalorisé d'environ 3% entre fin janvier et début mai, période au cours de

**Monnaies des pays du Groupe des Dix et de la Suisse:**  
Estimation des variations effectives des cours de change

Monnaies	25 janvier- 10 mai 1974	10 mai- 6 septembre 1974	6 septembre 1974- 28 février 1975	28 février- 16 mai 1975	25 janvier 1974- 16 mai 1975	5 mai 1971- 16 mai 1975
	variations en pourcentage					
Franc suisse . . . . .	+ 7,1	+ 0,1	+ 14,7	- 2,7	+ 19,6	+ 42,7
Deutsche mark . . . . .	+ 7,4	- 5,8	+ 6,2	- 1,8	+ 5,5	+ 26,3
Florin . . . . .	+ 4,2	- 0,7	+ 3,6	- 0,9	+ 6,3	+ 15,9
Yen . . . . .	+ 3,1	- 5,9	+ 1,1	- 0,4	- 2,3	+ 11,4
Franc belge . . . . .	+ 3,8	- 0,5	+ 3,6	- 1,1	+ 5,7	+ 8,6
Franc français . . . . .	- 3,3	+ 6,8	+ 3,9	+ 5,3	+ 13,0	+ 6,2
Couronne suédoise . . . . .	+ 4,3	- 0,6	+ 4,5	+ 0,7	+ 9,1	+ 5,1
Dollar canadien . . . . .	- 1,1	- 0,2	- 4,1	- 2,1	- 7,4	- 7,9
Dollar EU . . . . .	- 9,3	+ 6,0	- 8,6	+ 2,7	- 9,8	- 18,9
Lire . . . . .	- 2,9	- 1,1	- 5,9	+ 1,7	- 8,2	- 24,1
Livre sterling . . . . .	+ 1,2	- 0,7	- 4,6	- 4,0	- 7,9	- 24,5

- Remarques: 1. La variation effective du taux de change de la monnaie d'un pays déterminé est définie comme équivalente à la variation unilatérale qui, selon l'estimation faite, affecterait la balance commerciale du pays dans la même mesure que les variations multilatérales du taux de change intervenues en réalité.
2. A l'exception de la dernière colonne, les variations sont mesurées sur la base des taux centraux moyens fixés par l'Accord de Washington pour toutes les monnaies sauf le dollar canadien (\$ Can. 1 = \$ EU 1).
3. Pour les monnaies des pays à double marché, le taux retenu est celui de la devise commerciale.
- Source: Banque d'Angleterre.

laquelle le dollar s'est affaibli. Par la suite cependant, les autorités japonaises ont pris les mesures nécessaires pour prévenir un surendettement des banques sur le marché des euro-monnaies, de sorte qu'au début de septembre le cours de change avait fléchi d'environ 6%. Depuis lors, le taux de change effectif a très peu augmenté, bien que la balance des paiements se soit sensiblement améliorée à partir de septembre 1974.

La livre sterling a, elle aussi, bénéficié d'un soutien massif pendant la période sous revue. Malgré un déficit de \$9 milliards de la balance des paiements courants en 1974, le taux de change effectif n'était, à la mi-avril 1975, que de 4,3% inférieur à celui de fin janvier 1974. La baisse a surtout eu lieu au dernier trimestre de 1974, les autorités étant intervenues sur une assez grande échelle entre novembre 1974 et janvier 1975. Fin avril 1975, le sterling s'est de nouveau fortement replié et, la troisième semaine de mai, la baisse cumulée du taux de change effectif enregistrée depuis fin janvier 1974 atteignait 7,9%. Ces deux périodes de déclin mises à part, les interventions officielles ont été relativement modérées, le sterling ayant tiré profit du niveau élevé des taux d'intérêt au Royaume-Uni et du renforcement des balances sterling des pays pétroliers.

Le franc français constitue peut-être l'exemple le plus frappant d'une monnaie dont l'évolution a fait l'objet d'interventions officielles fort diverses. Malgré un déficit des paiements courants de plus de \$6 milliards en 1974, le cours pondéré du franc français n'a pratiquement pas cessé de se raffermir depuis mai 1974. Les entrées de capitaux — dues au niveau élevé des taux d'intérêt et aux emprunts à l'étranger contractés sous l'égide des pouvoirs publics — ont été supérieures au déficit des paiements courants, de sorte que les réserves ont également progressé assez régulièrement. Début mai 1975, lorsque le gouvernement a fait connaître l'intérêt qu'il portait à un retour du franc dans le «serpent», cette monnaie se situait à 7,5% au-dessus du niveau pondéré qu'elle atteignait à l'époque de son retrait du serpent. Son cours par rapport aux monnaies du serpent est alors rapidement revenu à l'intérieur des marges prescrites.

En Italie, par contre, le recours aux emprunts étrangers à caractère compensatoire, qui a atteint près de \$8 milliards en 1974, et dont la plus grande partie a été affectée à des interventions sur le marché, est allé de pair avec une nouvelle et relativement importante dépréciation de la lire. A l'exception des mois d'été, au cours desquels les effets du sévère durcissement de la politique monétaire se sont ajoutés à l'amélioration saisonnière normale de la balance des paiements, la lire s'est repliée pendant la plus grande partie de l'année. A la fin de février 1975, elle se tenait à près de 10% au-dessous du niveau atteint une année auparavant. Depuis lors, l'accentuation du redressement de la balance de base, amorcé fin 1974, s'est toutefois accompagnée d'un raffermissement de 1,7% du cours du change pondéré, ainsi que d'importants achats officiels de dollars sur le marché.

En ce qui concerne toutes les autres monnaies indiquées dans le tableau — qui, mis à part le dollar EU et le dollar canadien, se sont, au total, toutes appréciées depuis le début de 1974 — les interventions officielles ont été sensiblement moins importantes.

Depuis la fin du mois de janvier 1974, le dollar EU est passé par trois phases principales: dépréciation de 9,3% du cours pondéré jusqu'à début mai 1974, remontée

de 6% au cours de l'été et nouvelle baisse de 8,6% de début septembre 1974 à fin février 1975. A cette date, son cours pondéré était revenu pratiquement au point le plus bas atteint au début de juillet 1973. Mis à part l'incidence du coût supplémentaire des importations de pétrole – qui n'a pas été totalement compensée par le développement des achats et des investissements des pays de l'OPEP aux Etats-Unis – le dollar s'est ressenti de l'influence d'un certain nombre d'autres facteurs. Au cours du premier semestre de 1974, on a assisté à une forte expansion, liée à la suppression des contrôles et aux besoins de financement des autres pays, des prêts consentis à l'étranger par les banques américaines; à partir de la fin de l'année, les placements des pays pétroliers dans des monnaies autres que le dollar ont légèrement augmenté et le loyer de l'argent a fortement baissé aux Etats-Unis. Au cours de l'été 1974, en revanche, le dollar a bénéficié des niveaux très élevés des taux d'intérêt et, indirectement, des troubles qui ont affecté le système bancaire en Europe.

Les interventions de soutien du dollar par la Réserve fédérale se sont montées, au total, à \$0,5 milliard de février à juillet 1974; elles ont pris essentiellement la forme de tirages – qui ont été remboursés ultérieurement – sur le réseau des crédits croisés. De la mi-octobre 1974 à la fin mars 1975, les autorités américaines ont soutenu le dollar sur le marché à concurrence de \$1,1 milliard. A partir du début de cette année, la pression sur la monnaie américaine s'est faite beaucoup plus vive et le soutien relativement important dont elle a bénéficié en février et en mars a permis de renverser une fois de plus la tendance. Entre la fin de février et le milieu de mai, le dollar s'est apprécié de 2,7% sur une base pondérée en fonction de la répartition du commerce extérieur, et les autorités ont accéléré le remboursement de leur endettement au titre des crédits croisés.

Parmi les monnaies qui ont enregistré, globalement, une revalorisation depuis le début de 1974, le franc suisse se détache de l'ensemble, avec une progression de 20% en valeur pondérée. L'ampleur de cette hausse s'explique par le raffermissement considérable de cette monnaie, depuis le milieu de 1974, par rapport au deutsche mark et aux autres devises du serpent, vis-à-vis desquelles il avait varié précédemment dans des limites assez étroites. La hausse a été déclenchée par un mouvement de fuite devant le deutsche mark, provoqué par la faillite de la banque Herstatt, le franc suisse s'appréciant de près de 8% par rapport à la monnaie allemande de la fin juin à la mi-octobre. Sous l'effet de la suppression, intervenue à ce moment-là, de l'interdiction de rémunérer les dépôts en francs effectués en Suisse par des non-résidents, et du fait des entrées de capitaux pétroliers et autres qui s'ensuivirent, le franc suisse a encore marqué une progression de 6% par rapport au deutsche mark, qui est venue s'ajouter à l'appréciation générale des monnaies d'Europe continentale par rapport au dollar. Après avoir rétabli en novembre le système de taux d'intérêt négatifs sur les dépôts en francs de non-résidents, les autorités suisses ont effectué en janvier-février 1975 leurs premières interventions de grande envergure sur le marché depuis deux ans. Quoi qu'il en soit, à la fin de février, le cours pondéré du franc suisse s'était revalorisé de 23% en un peu plus d'un an. Entre cette date et le milieu de mai, il s'est replié d'environ 2½%. Il est maintenant question de faire entrer le franc suisse dans le «serpent» européen en vue de conférer une assise plus solide aux industries exportatrices.

La nouvelle revalorisation du deutsche mark depuis le début de 1974 est évidemment en relation avec les succès commerciaux remportés par l'Allemagne fédérale sur le plan international. On peut toutefois estimer qu'au vu de l'ampleur de l'excédent commercial dégagé l'an dernier, la hausse du deutsche mark est relativement modérée. Si les réserves de l'Allemagne fédérale n'avaient pas interrompu leur progression vers le milieu de 1974 par suite de sorties de capitaux — pour s'inscrire même légèrement en baisse au cours du second semestre de l'année — la pression à la hausse sur le deutsche mark aurait été certainement plus forte.

L'examen de l'ensemble de la période commençant début 1974 permet de dégager les principaux mouvements des taux de change: hausse du deutsche mark (conjointement avec les autres monnaies du serpent) et du franc suisse d'une part, repli du dollar EU, de la lire et de la livre sterling d'autre part. D'une façon générale, il ne s'agit que de la prolongation des tendances préexistantes. Ainsi, en comparant la situation actuelle à celle qui prévalait juste avant le déclenchement de la crise monétaire de mai 1971, on constate que les taux de change pondérés de sept grandes monnaies ont enregistré des variations à deux chiffres: le franc suisse, le deutsche mark, le florin, le yen se sont revalorisés respectivement de 43, 26, 16 et 11%, tandis que la lire et la livre sterling ont fléchi chacune de 24% environ et le dollar EU de 19%.

Parmi les quatre pays dont les monnaies se sont appréciées, seule la Suisse semble avoir perdu du terrain sur le plan de la concurrence, encore que la hausse rapide du franc depuis le milieu de 1974 soit trop récente pour avoir pu exercer pleinement ses effets. La valorisation du deutsche mark reflète fidèlement l'expansion de l'excédent commercial de l'Allemagne fédérale, bien que les commandes en provenance de l'étranger se soient récemment contractées. Le Royaume-Uni se trouve dans la situation inverse. En ce qui concerne l'amélioration de la position concurrentielle, mesurée approximativement d'après la hausse des prix de gros industriels, ajustée en fonction de l'évolution du taux de change pondéré, le Royaume-Uni a occupé la deuxième place, juste après les Etats-Unis, parmi les pays industriels. Sa balance commerciale des échanges non pétroliers s'est cependant fortement détériorée au cours des quatre dernières années. En Italie, les échanges commerciaux autres que pétroliers se sont également dégradés au cours de cette période, mais le changement intervenu est nettement moins prononcé qu'au Royaume-Uni; de plus, la compétitivité de l'Italie, mesurée en fonction de l'évolution des prix, ne s'est pas améliorée. Les Etats-Unis ont, en revanche, enregistré depuis le début de 1971 les progrès les plus marqués de tous les grands pays industriels sur le plan de la concurrence, la dépréciation du dollar s'étant accompagnée de résultats relativement meilleurs en matière de prix. Les exportateurs des Etats-Unis ont su tirer profit de cette situation, comme le montre l'évolution récente de la balance commerciale des échanges autres que pétroliers.

Etant donné que l'évolution des marchés des changes n'a pas laissé d'autre solution possible que le maintien des taux flottants, la tentative de réforme du système monétaire a été en fait ajournée sine die l'année dernière. La conception du nouveau système de parités examiné par le Comité des Vingt prêtait de toute façon le flanc à la critique; au demeurant, d'importantes divergences de vues se sont fait jour au sein même du Comité en ce qui concerne la manière de faire fonctionner un tel système.

C'est pourquoi le rapport définitif présenté par le Comité aux gouverneurs du FMI ne contenait pas de propositions concrètes de réforme, mais traçait les lignes générales selon lesquelles, à son avis, le système pourrait évoluer à l'avenir, et recommandait l'adoption d'un certain nombre de «mesures immédiates».

Indépendamment de la mise en place des crédits pétroliers au sein du FMI, les propositions du Comité visaient essentiellement à adapter les règles du Fonds au régime des taux flottants. La principale proposition, adoptée par le FMI avec effet au 1er juillet 1974, portait modification de la méthode d'évaluation des DTS. Jusqu'à cette date, le cours de change du dollar jouait un rôle déterminant dans la fixation de la valeur du DTS par rapport aux autres monnaies, ce qui signifiait que, par suite de la dépréciation du dollar sur le marché, la valeur des avoirs des autres pays en DTS diminuait à due concurrence. Selon la nouvelle méthode, qui doit rester en vigueur pendant une «période intérimaire», le DTS est défini comme étant égal à un «panier» pondéré des monnaies des seize pays membres dont la part dans les exportations mondiales a dépassé 1% entre 1968 et 1972. Les principaux coefficients de pondération sont les suivants: dollar EU: 33%, deutsche mark: 12,5%, livre sterling: 9%, franc français: 7,5% et yen japonais: 7,5%. Le Fonds peut déterminer, d'après les cours cotés sur le marché, la valeur au change du DTS par rapport à la monnaie de chaque pays membre.

Le Comité a également recommandé l'adoption d'un code de bonne conduite en matière de flottement des monnaies. Les principales directives de ce code visent à atténuer les mouvements perturbateurs à court terme des cours de change, à s'opposer, dans la mesure du possible, à des mouvements de plus longue durée provoqués par des facteurs temporaires et à éviter que les taux de change ne s'écartent sensiblement d'un objectif à moyen terme, si un tel objectif peut être déterminé. Ces mesures ont été ratifiées par le Conseil d'administration du Fonds en juin 1974, et il est à souhaiter qu'elles forment le cadre d'une plus grande stabilité des taux de change. Le Comité a proposé par ailleurs que le Fonds surveille le processus d'ajustement et l'évolution de la liquidité globale, de façon à faciliter la mise en place d'un système plus stable.

Pour l'essentiel, le Comité a cependant chargé le Comité intérimaire du Conseil des gouverneurs — créé sur sa proposition en octobre 1974, à l'occasion de l'Assemblée générale du FMI — de mener à bien l'édification du nouveau système monétaire international. Outre le soin de poursuivre ses travaux sur la réforme du système monétaire, le Comité intérimaire s'est vu confier la tâche de donner des conseils sur les problèmes courants, notamment le processus d'ajustement et l'attitude à adopter en cas de perturbations soudaines pouvant constituer une menace pour le système. Lors de sa première réunion officielle, en janvier 1975, le Comité intérimaire a approuvé les crédits pétroliers du Fonds pour 1975, ainsi que les grandes lignes du prochain relèvement général des quotes-parts au FMI.

Le Comité a également chargé le Conseil d'administration de préparer un certain nombre de projets d'amendement des statuts du FMI. En matière de taux de change, les pays membres sont censés appliquer des parités stables mais ajustables, le recours au flottement des monnaies étant autorisé dans des situations particulières sous la surveillance du Fonds. Il a été également décidé de supprimer l'obligation de verser

en or les souscriptions au Fonds et d'abolir le prix officiel de l'or. Les autorités monétaires ne seront apparemment plus liées par les règles sur les transactions en or qu'elles souhaitent effectuer, soit avec le marché, soit entre elles. Le Comité intérimaire estime cependant que le volume global de l'encaisse-or monétaire ne devrait pas s'élever à la suite de transactions futures avec le marché. L'idée de réduire le rôle de l'or dans le système monétaire trouve son complément dans une extension de la place réservée au DTS. Les projets d'amendement visant à promouvoir cet objectif prévoient essentiellement l'abolition des restrictions qui ont affecté initialement l'utilisation des DTS. Enfin, le Comité intérimaire a préconisé un amendement prévoyant son remplacement par un Conseil permanent avec pouvoir de décision.

En ce qui concerne la question fort controversée du lien entre les allocations de DTS et l'aide aux pays en voie de développement, un amendement aux statuts du Fonds n'a pas encore été proposé, en raison de l'absence d'accord sur ce point. En revanche, toute la question du transfert de ressources réelles des pays développés aux pays en voie de développement est désormais traitée essentiellement par un nouveau Comité ministériel conjoint du Fonds monétaire international et de la Banque mondiale, désigné généralement par le terme de «Comité de développement», qui a été créé en même temps que le Comité intérimaire, également sur la recommandation du Comité des Vingt.

Le Comité intérimaire se trouve donc fondamentalement placé dans la même situation que son prédécesseur: par suite de retards dans le processus d'ajustement, les forces du marché ont rendu le système de Bretton Woods incontrôlable, alors que, du fait de la situation monétaire et des difficultés politiques, l'établissement d'un nouveau régime de parités semble constituer un objectif assez lointain. Il est du reste permis de se demander si on peut toujours le considérer comme un objectif.

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

*Etats-Unis.* Au début de 1974, la politique monétaire a été quelque peu assouplie pour atténuer le contrecoup de l'embargo pétrolier. A la mi-mars, toutefois, les tendances récessionnistes demeuraient limitées au secteur de l'automobile, la demande de crédits à court terme était assez soutenue et les rémunérations du secteur non agricole retrouvaient leur niveau élevé de novembre. En outre, la structure des prix n'avait pas encore absorbé le double choc du renchérissement brutal du pétrole et de la suppression, à la fin d'avril, des derniers contrôles des prix. Dans ces conditions, la politique monétaire a été sensiblement durcie et le taux de l'escompte a été porté fin avril au niveau record de 8%. De surcroît, comme l'accroissement des revenus nominaux s'est traduit par un gonflement des recettes fiscales et que le gouvernement a poursuivi son effort de compression des dépenses publiques, la politique budgétaire a pris une orientation de plus en plus restrictive.

Au milieu de l'année, l'inflation se développait de nouveau à un rythme élevé, et aucun signe de ralentissement notable de l'activité ne se manifestait. Au cours des six premiers mois, les prix de gros des produits industriels ont fait un bond de plus de 30% en taux annuel, les prix à la consommation marquant, pour leur part, une hausse supérieure à 12%. En ce qui concerne la production réelle, la baisse du PNB à prix constants notée pendant le premier trimestre a été imputable presque en totalité aux secteurs de l'automobile et de l'énergie. De plus, l'évolution du produit national en termes réels au cours du deuxième trimestre aurait été positive, au lieu d'être négative, si l'Arabie Saoudite n'avait pris le contrôle partiel de l'Aramco; la réduction qui en est résultée des bénéfices de la compagnie pétrolière américaine a été comptabilisée comme une baisse des exportations nettes. Jusqu'en juin, le chômage n'a pas dépassé le taux de 5,2% atteint en janvier, et l'amélioration de l'emploi s'est poursuivie à un rythme modéré. La reprise, au deuxième trimestre, de la production et des ventes de véhicules automobiles a engendré un lent mouvement ascendant de la production industrielle; de leur côté, les stocks sont revenus à un niveau normal. Après avoir faibli au début de l'année, le volume des commandes passées à l'industrie de transformation s'est apparemment maintenu et le nombre des ordres en attente d'exécution a continué d'augmenter. Cependant, les mises en chantier de logements sont demeurées extrêmement faibles, n'atteignant qu'un rythme annuel de 1,5 million environ d'unités contre 2,4 millions (chiffre record) au début de 1973. Un autre indice de perspectives défavorables a été la forte révision en hausse, à la mi-juillet, de l'évaluation du volume des stocks par le Ministère du Commerce. Jusqu'en août, les autorités de la Réserve fédérale ont maintenu l'orientation restrictive de leur politique. Aussi le taux des fonds fédéraux a-t-il fortement monté, passant à plus de 13% en juillet, tandis que le taux débiteur de base des banques progressait à 12%. L'expansion monétaire s'est sensiblement ralentie, le taux annuel d'accroissement de  $M_1$  étant revenu à 4% pendant les deuxième et troisième trimestres.

L'activité a commencé de se détériorer de façon sensible au cours du troisième trimestre. La production industrielle a marqué le pas, les mises en chantier de logements sont tombées à leur plus bas niveau depuis plus de quatre ans et le taux du chômage est passé à 5,8% en septembre. Une légère reprise de la consommation a été annulée par un recul de la formation brute de capital fixe dans la plupart des secteurs, de sorte que le volume de la production s'est quelque peu contracté. Une recrudescence des achats de véhicules automobiles, motivée par la perspective d'un important relèvement des prix des modèles 1975, ainsi que la constitution de stocks de précaution en prévision d'une grève dans les charbonnages en novembre ont été les principaux facteurs de soutien de l'activité. En dépit, toutefois, du recul prononcé de la demande, on n'a guère relevé de signes de ralentissement de l'inflation, si ce n'est le mouvement continu de baisse des cours au comptant des matières premières amorcé à la mi-mars.

Dans ces conditions, la Réserve fédérale a légèrement assoupli sa politique au début de septembre en supprimant le coefficient de réserves complémentaires de 3% applicable à l'accroissement des certificats de dépôt d'un montant élevé et comportant une échéance de quatre mois et plus. Cette mesure a été suivie, peu après, d'une légère révision en hausse des objectifs à plus long terme de croissance monétaire. Cependant, après une série de consultations entourées d'une large publicité, le gouvernement a réaffirmé, au début d'octobre, que la lutte contre l'inflation constituait toujours l'objectif prioritaire. A cet effet, et pour atténuer l'impact sectoriel des restrictions monétaires et budgétaires, il a été question de relever certains impôts et d'agir sur les dépenses sans qu'il en résulte pour autant une modification sensible du déficit global du budget fédéral.

A partir de novembre, le ralentissement jusque-là modéré de l'activité a fait place à la décélération la plus brutale enregistrée depuis la Grande Dépression. Entre la fin de septembre 1974 et avril 1975, la production industrielle a chuté de 12,9%, tandis que, dans le même temps, le taux de chômage s'est établi à 8,9%, soit le pourcentage le plus élevé depuis l'avant-guerre. Entre le troisième trimestre de 1974 et le premier trimestre de 1975, le rythme annuel de la production est tombé à 11% en termes réels. La contraction intervenue durant le quatrième trimestre a résulté d'un affaiblissement des principales composantes de la demande privée et a touché une large gamme de secteurs industriels. La demande finale est restée stable pendant le premier trimestre de cette année, mais la production globale a continué de se détériorer fortement du fait d'une liquidation massive des stocks. Etant donné la mollesse de la demande, et compte tenu du fait que le processus d'ajustement des prix qui a suivi le renchérissement de l'énergie et la levée des contrôles avait produit l'essentiel de ses effets, l'inflation s'est ralentie de façon spectaculaire. De janvier à avril 1975, la hausse des prix de gros des produits industriels est revenue à un rythme annuel de 6,5%.

Dans ce contexte, et en présence de l'amorce d'un fléchissement de la demande de crédit bancaire, les autorités ont continué d'assouplir la politique monétaire. C'est ainsi qu'en novembre, elles ont abaissé les coefficients des réserves obligatoires applicables aux dépôts à long terme, alors qu'elles les ont relevés pour les échéances plus courtes, de façon à encourager les banques à collecter des ressources d'une durée plus longue. Les coefficients applicables au montant net des

dépôts à vue ont été légèrement réduits, tandis que les réserves complémentaires assises sur les certificats de dépôt à court terme, introduites en 1973, ont été totalement supprimées.

Début décembre, le Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale a autorisé la première réduction du taux de l'escompte depuis trois ans. Le taux a été abaissé de  $\frac{1}{4}$  de point à  $7\frac{3}{4}\%$ ; il a été ensuite réduit à quatre reprises pour s'établir à  $6\%$  en mai. Les coefficients des réserves obligatoires calculées sur le montant net des dépôts à vue ont été de nouveau abaissés en janvier et ceux qui étaient appliqués aux emprunts des banques à l'étranger ont été réduits en avril. Les banques ayant également renforcé leur liquidité grâce aux interventions de la Réserve fédérale sur le marché monétaire, le taux des fonds fédéraux, les taux d'adjudication des bons du Trésor ainsi que le taux débiteur de base («prime rate») ont accusé une baisse brutale. A la fin mai, ce dernier revenait à  $7\%$ , tandis que le taux des fonds fédéraux et le taux d'adjudication des bons du Trésor à trois mois se situaient aux alentours de  $5,1\%$ . Toutefois, étant donné le niveau record des nouvelles émissions d'obligations prévues au calendrier, les taux à long terme ont fléchi assez modérément. Dans un premier temps, la masse monétaire au sens restreint n'a réagi que lentement à l'assouplissement monétaire, bien que la croissance de  $M_2$  ait été plus rapide. A noter cependant une reprise de la progression de  $M_1$  au cours des tout derniers mois, l'objectif fixé par les autorités étant pour le moment compris dans la fourchette de  $5-7\frac{1}{2}\%$  l'an.

L'économie a été aux prises avec de nombreuses difficultés financières liées à l'inflation accélérée et à l'aggravation concomitante de la récession. Les impôts des sociétés ont continué d'être calculés sur la base de coûts d'acquisition des stocks et du capital fixe plutôt que sur celle de la valeur de remplacement — sensiblement plus élevée du fait de l'inflation. Les tensions qui en ont résulté sur le cash-flow après impôt se sont accompagnées d'une tendance à l'accroissement, sur une plus longue période, du ratio endettement/capital-actions et à la diminution du taux de couverture des engagements fixes par des ressources d'autofinancement. Cette réduction des marges de sécurité a été attribuable, en partie, à la conviction des milieux d'affaires que le cycle de l'économie était désormais maîtrisé. La faiblesse des marchés des actions et la hausse record des taux d'intérêt à long terme ont, en 1974, incité les entreprises à recourir massivement au crédit bancaire pour financer leurs besoins croissants de trésorerie. La concurrence acharnée à laquelle les banques se sont livrées pour la collecte des dépôts, surtout après la suspension complète, en mai 1973, du plafonnement de la rémunération des dépôts à terme d'un montant élevé, a contribué à provoquer une baisse préoccupante des ratios fonds propres/actifs. Dans ce contexte, l'effondrement des banques Franklin National et Herstatt a fortement réduit l'aptitude des banques régionales de moindres dimensions à emprunter des fonds à court terme et a canalisé les ressources de préférence vers les principaux établissements de crédit.

De graves problèmes sont également apparus dans d'autres secteurs clés, notamment dans les entreprises de services publics et le bâtiment. Dans de nombreux cas, les autorités de tutelle n'ont pas consenti aux concessionnaires de services publics les dégrèvements immédiats nécessaires pour compenser la hausse du coût des produits

**Etats-Unis: Origine et emplois des ressources collectées  
sur les marchés du crédit<sup>1</sup>**

Rubriques	1969	1970	1971	1972	1973	1974		1975
						1er se- mestre	2ème se- mestre	1er tri- mestre
	taux annuels ajustés, en milliards de dollars							
<b>Demande de ressources:</b>								
Titres du Trésor fédéral . . . . .	- 3,6	12,8	25,5	17,3	9,7	5,1	18,9	69,4
Obligations de sociétés privées et obligations étrangères . . . . .	13,0	20,6	19,7	13,2	10,2	20,2	23,5	37,2
Titres des Etats et des collectivités locales . . . . .	9,9	11,2	17,6	14,4	13,7	18,3	16,5	16,3
Emprunts hypothécaires . . . . .	27,7	25,7	46,9	67,3	73,2	63,3	48,4	44,7
Crédit à la consommation . . . . .	10,4	6,0	11,2	19,2	22,9	12,7	6,6	- 3,3
Prêts bancaires . . . . .	15,3	6,4	9,3	21,8	38,6	32,6	21,6	- 9,2
Divers . . . . .	15,3	9,8	5,7	5,7	11,8	29,7	34,2	1,2
<b>Total<sup>2</sup></b> . . . . .	<b>88,0</b>	<b>92,5</b>	<b>135,9</b>	<b>158,9</b>	<b>180,1</b>	<b>181,9</b>	<b>169,7</b>	<b>156,3</b>
<b>Fournies directement par:</b>								
Gouvernement fédéral . . . . .	2,9	2,8	3,2	2,6	3,0	2,5	12,5	15,7
Réserve fédérale . . . . .	4,2	5,0	8,9	0,3	9,2	6,1	6,3	8,9
Banques . . . . .	18,2	35,1	50,6	70,5	86,6	87,5	41,3	15,2
Caisses d'épargne . . . . .	14,5	16,9	41,4	49,3	35,1	35,2	19,8	51,8
Autres institutions financières . . . . .	22,6	23,0	18,6	33,5	37,1	33,0	47,6	35,5
Secteur privé, à l'exception des institutions financières . . . . .	25,9	- 0,6	- 13,2	- 5,7	8,4	7,0	29,5	10,4
Etranger . . . . .	- 0,3	10,3	26,4	8,4	0,7	10,6	12,7	18,8
<b>Total<sup>2</sup></b> . . . . .	<b>88,0</b>	<b>92,5</b>	<b>135,9</b>	<b>158,9</b>	<b>180,1</b>	<b>181,9</b>	<b>169,7</b>	<b>156,3</b>
<b>Variations correspondantes des actifs financiers:</b>								
Disponibilités monétaires (M1) . . . . .	7,7	10,5	12,7	16,7	12,6	13,2	- 0,5	7,8
Dépôts à terme et d'épargne . . . . .	- 2,3	56,1	81,0	85,2	76,3	98,9	55,2	89,0
Créances sur les marchés du crédit . . . . .	82,6	25,9	42,2	57,0	91,2	79,8	115,0	59,5
<b>Total<sup>2</sup></b> . . . . .	<b>88,0</b>	<b>92,5</b>	<b>135,9</b>	<b>158,9</b>	<b>180,1</b>	<b>181,9</b>	<b>169,7</b>	<b>156,3</b>

<sup>1</sup> Non compris les émissions de valeurs à revenu variable par les entreprises du sec- teur non financier, qui se sont élevées à . . . . .	3,8	5,7	11,5	10,5	7,3	5,4	2,3	2,3
<b>Total des flux nets, y compris les émissions de valeurs à revenu variable . . . . .</b>	<b>91,8</b>	<b>98,2</b>	<b>147,4</b>	<b>169,4</b>	<b>187,4</b>	<b>187,3</b>	<b>172,0</b>	<b>158,6</b>
<b>Total, en pourcentage du PNB . . . . .</b>	<b>9,9</b>	<b>10,1</b>	<b>14,0</b>	<b>14,6</b>	<b>14,5</b>	<b>13,7</b>	<b>12,1</b>	<b>11,2</b>

<sup>2</sup> Non compris les ressources collectées, aux fins de prêt, par les établissements de crédit patronnés par le gouver-  
nement fédéral.

énergétiques de base et des autres charges. Le raffermissement du loyer de l'argent a drainé les dépôts hors des institutions d'épargne, ces dernières n'étant pas en mesure d'offrir une rémunération compétitive car leur portefeuille était en grande partie composé de titres de prêts consentis, les années précédentes, à des taux d'intérêt plus bas. Pour sa part, le financement de la construction s'est en outre durement ressenti des graves déboires qu'ont connus les sociétés d'investissement immobilier dont l'optimisme avait débordé sur les institutions qui leur procurent des ressources. Aussi, en dépit de diverses aides financières du gouvernement, la construction de logements s'est-elle trouvée «évincée» des marchés financiers.

Au premier trimestre de 1975, ce tableau d'ensemble s'est modifié à plusieurs égards. La demande de concours bancaires et de crédit à la consommation s'est effondrée en termes réels et le recul des prêts hypothécaires s'est poursuivi malgré l'afflux fortement accéléré de ressources dans les caisses d'épargne. Tout en réduisant leurs dépenses en capital fixe, les entreprises ont cherché à résoudre leurs problèmes de financement en empruntant davantage à long terme. La situation a également été caractérisée par une vive recrudescence des émissions de titres d'Etat, qui ont été en majeure partie absorbés par les banques commerciales et les investisseurs étrangers.

Après le début de la nouvelle année, un consensus s'est dégagé en faveur d'un allègement substantiel de la fiscalité et, en mars, le programme fiscal est devenu une réalité. Il prévoit une réduction de \$22,8 milliards, étalée sur 1975 et 1976, de l'impôt sur le revenu des particuliers et des entreprises. Parmi les mesures proposées, on relève la réduction des impôts dus par les particuliers au titre de leurs revenus de 1974, une diminution du taux de l'impôt pour 1975, plus particulièrement au profit des ménages à bas revenus, et un crédit d'impôt de 5%, jusqu'à concurrence de \$2.000, au bénéfice des acquéreurs de nouveaux logements. La charge fiscale des entreprises a été allégée par un relèvement, pendant une période de deux ans, du crédit d'impôt en faveur des investissements et par un abaissement des taux applicables aux tranches inférieures du barème de l'impôt sur les bénéfices. En revanche, les recettes fiscales ont été renforcées par la suppression des provisions d'amortissement consenties aux sociétés pétrolières et par une modification du régime fiscal des entreprises multinationales. En mai, le déficit budgétaire prévu pour l'exercice 1976 se situait aux alentours de \$70 milliards, soit environ 5% du produit national brut. Si la réaction du Congrès aux problèmes posés par la récession a été assez rapide et vigoureuse, aucune politique susceptible de répondre aux nombreuses incertitudes qui affectent le secteur de l'énergie n'a encore été définie.

*Allemagne fédérale.* Au printemps 1974, le fléchissement de la demande interne amorcé un an auparavant sous l'effet des politiques restrictives appliquées depuis la fin de l'année 1972 se poursuivait toujours. Les investissements industriels et la construction de logements continuaient de régresser en termes réels; seules les dépenses de consommation du secteur public étaient en progression. En revanche, les exportations nettes de biens et de services s'étaient fortement développées depuis un an et demi, ce qui a permis au produit national brut en volume de se maintenir au même niveau. Le chômage était demeuré dans des limites raisonnables, bien que le nombre des sans-emploi fût passé de 1 à 2% de la population active depuis le début de 1973 et que celui des travailleurs à temps partiel eût atteint 1% des salariés. Le principal sujet de préoccupation demeurait l'inflation: l'accroissement sur douze mois des prix industriels à la production se situait aux alentours de 14%, tandis que les prix de détail avaient augmenté de 7%.

La politique n'a été assouplie que de façon sélective. Sur le plan budgétaire, les incitations fiscales destinées à encourager la formation de capital fixe ont été rétablies, et le gouvernement a adopté un programme additionnel d'aide en faveur de certaines industries (textile et bâtiment notamment). Sur le plan monétaire, les autorités ont pris diverses mesures visant à compenser les sorties de capitaux imputables à la crise

du pétrole, tout d'abord en offrant aux banques des facilités temporaires de refinancement auprès de la banque centrale, puis en réduisant les coefficients de réserves obligatoires. En outre, les contrôles sur les entrées de capitaux ont été sensiblement allégés. En mars-avril, de nouveaux moyens ont été mis à la disposition du marché monétaire mais, dans les semaines qui suivirent, la Bundesbank a acheté des quantités substantielles de dollars dans le cadre d'opérations de soutien sur le marché des changes, et des dispositions ont dû être prises pour résorber l'excédent de liquidité et empêcher ainsi une accélération de la croissance de la masse monétaire. Les banques se sont vu offrir en souscription des bons du Trésor à court terme et, à la fin du mois de mai, le plafond d'utilisation de leurs contingents de réescompte — calculés depuis mars sur une base plus libérale — a été ramené à 75%. Au premier semestre de 1974, la quantité de monnaie de banque centrale a progressé en moyenne à un rythme annuel de 6½%, soit un peu plus lentement qu'au second semestre de 1973. Alors que les taux d'intérêt à court terme perdaient jusqu'à cinq points entre octobre 1973 et mai 1974, les taux de rendement des obligations se sont raffermis — passant de 9,7 à 10,6% pour les obligations des collectivités publiques — par suite du manque d'intérêt manifesté par les épargnants.

La faillite, intervenue fin juin, de la banque Herstatt a toutefois ébranlé la confiance et provoqué une forte pression sur le deutsche mark. Pour ramener le calme, la Bundesbank a rétabli en totalité les contingents de réescompte des banques et leur a offert des crédits lombards au taux normal de 9% sans limitation de montant. Elle a également ouvert des possibilités supplémentaires de refinancement aux banques privées et aux banques régionales ainsi qu'à la Banque pour la reconstruction (Kreditanstalt für Wiederaufbau) au titre de ses concours à des petites entreprises. De plus, la Bundesbank a participé à la création d'une banque consortiale des liquidités ayant pour objet de venir en aide à des banques fondamentalement saines en proie à des difficultés passagères. Plus tard, pour éviter la répétition de pareils événements, les autorités ont durci les réglementations concernant les opérations en devises des banques, les achats et ventes à terme de matières premières et les ratios de fonds propres.

Les sorties massives de capitaux se sont poursuivies jusqu'à l'automne, car le rendement des obligations était devenu plus élevé à l'étranger qu'en Allemagne. Aussi les coefficients de réserves obligatoires des banques ont-ils été abaissés d'environ DM 8,5 milliards au total en septembre et au début d'octobre. Quant aux contrôles qui subsistaient sur les entrées de capitaux, notamment l'obligation du « Bardepot » appliqué aux entreprises allemandes empruntant à l'étranger, ils ont également été supprimés.

En même temps, la détente qui s'est manifestée progressivement sur le plan budgétaire s'est poursuivie, en partie en tant que conséquence automatique de la récession. Fin juin, la surtaxe exceptionnelle de 10% à l'impôt sur le revenu des particuliers et des sociétés, instituée pour un an, est venue à expiration. Comme le chômage et le sous-emploi des capacités productives s'accroissaient, les recettes fiscales ont eu généralement tendance à progresser moins vite, tandis que les prestations de la sécurité sociale allaient en augmentant. De plus, au second semestre de 1974, les dépenses de consommation du secteur public se sont accrues de 4% en termes réels par rapport à l'année précédente. Le déficit de trésorerie du secteur public est ainsi passé de

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

Postes	Années	Ménages	Logement	Entreprises	Secteur public	Etranger <sup>1</sup>	Etablissements de crédit <sup>2</sup>	Autres institutions financières <sup>3</sup>
Epargne plus transferts (chiffres nets)	1972	67,80	5,10	25,45	24,60		7,00	0,60
	1973	69,20	1,25	27,40	41,50		6,60	1,00
	1974	77,60	10,35	13,35	23,25		8,50	1,30
Investissements nets (—)	1972		— 40,10	— 59,35	— 26,05		— 1,75	— 1,05
	1973		— 43,35	— 62,95	— 26,85		— 1,70	— 1,60
	1974		— 36,45	— 38,85	— 32,20		— 1,95	— 1,45
Excédent ou déficit financier	1972	67,80	— 35,00	— 33,90	— 1,45	— 2,25 <sup>4</sup>	5,25	— 0,45
	1973	69,20	— 42,10	— 35,55	14,65	— 10,50 <sup>4</sup>	4,90	— 0,60
	1974	77,60	— 26,10	— 25,50	8,95	— 23,45 <sup>4</sup>	6,55	— 0,15
<i>Variations correspondantes des éléments d'actif ou de passif de caractère financier*</i>								
Monnaie, dépôts à terme ou d'épargne	1972	46,50	0,30	24,75	6,20	2,05	— 83,65	3,90
	1973	37,65	0,15	15,25	13,40	4,20	— 72,95	2,25
	1974	46,80	— 0,25	6,70	2,55	4,10	— 65,10	5,15
Créances sur les institutions financières autres que les banques	1972	19,55		2,15	0,10	0,10	0,10	— 21,05
	1973	21,25		2,85	0,15	0,10	0,10	— 24,45
	1974	19,25		2,80	0,20	0,10	0,40	— 22,80
Effets du marché monétaire	1972	—		— 0,55	— 0,20	0,15	0,60	—
	1973	0,45		1,30	4,95	— 1,05	— 5,75	0,15
	1974	0,25		0,05	— 5,55	— 0,10	5,40	— 0,05
Valeurs mobilières à revenu fixe ou variable: Achats	1972	10,90		1,45	0,45	12,15	8,15	4,95
	1973	13,65		2,90	— 0,10	6,95	4,35	4,00
	1974	11,25		3,60	— 0,15	— 1,30	15,20	5,05
Ventes	1972		— 0,20	— 6,15	— 4,60	1,65	— 27,95	— 0,20
	1973		— 0,05	— 4,15	— 2,10	— 1,75	— 23,55	— 0,15
	1974		— 0,05	— 4,90	— 3,55	— 3,35	— 21,30	— 0,40
Crédit bancaire	1972	— 7,40	— 24,30	— 49,05	— 9,75	— 1,10	92,25	— 0,60
	1973	— 2,95	— 26,60	— 28,15	— 13,95	— 6,10	77,40	0,35
	1974	0,70	— 15,00	— 30,00	— 13,60	— 16,00	74,15	— 0,15
Prêts divers	1972	— 0,60	— 9,05	— 2,70	— 0,70	—	— 0,05	13,15
	1973	— 0,70	— 13,60	— 2,20	— 0,65	—	— 0,10	17,25
	1974	— 0,45	— 8,90	— 2,50	— 1,00	— 0,05	— 0,20	13,05
Créances et exigibilités diverses	1972	— 0,15	— 1,75	— 3,80	7,05	— 1,40		
	1973	— 0,15	— 2,00	— 23,35	12,95	12,55		
	1974	— 0,20	— 1,90	— 1,25	12,15	— 8,85		
Or et devises	1972					— 15,80	15,80	
	1973					— 25,40	25,40	
	1974					2,00	— 2,00	

<sup>1</sup> Un chiffre négatif correspond à une augmentation des créances (ou à une diminution des engagements) de l'Allemagne vis-à-vis des pays étrangers. <sup>2</sup> Banque centrale comprise. <sup>3</sup> Associations d'épargne-logement et secteur des assurances. <sup>4</sup> Investissements étrangers nets (c'est-à-dire balance des biens et des services).  
\* Un signe moins représente une diminution des éléments d'actif ou une augmentation des éléments de passif.

DM 2,4 milliards seulement en 1973 à DM 23 milliards en 1974, soit une variation équivalant à 2% du produit national brut.

Un nouveau et important fléchissement de l'activité économique, dû notamment au ralentissement du boom des exportations, est apparu dans les derniers mois de 1974, amenant les autorités à adopter une politique de relance plus vigoureuse. Le volume des exportations de biens et de services avait cessé de croître à partir du deuxième trimestre et, à l'automne, tant les commandes que les livraisons se sont mises à baisser. Dans le même temps, la demande des ménages demeurait faible. Le niveau des dépenses de consommation à prix constants n'a pas varié par rapport à celui du premier semestre de 1973, en partie parce que le taux d'épargne des particuliers est passé de 13,5 à près de 15% du revenu disponible et que la formation de capital fixe s'est établie à 12½% environ au-dessous de son niveau record de 1973. C'est le bâtiment qui a le plus régressé, notamment la construction de logements, car les travaux publics ont bénéficié de décaissements accrus de la part de l'Etat. Les commandes d'installations et d'équipement se sont généralement ressenties de la compression des marges bénéficiaires dans l'industrie de transformation où, par suite du recul de la production conjugué à la hausse des salaires, les coûts salariaux unitaires se sont alourdis de 15% entre le premier et le quatrième trimestre de 1974. Il en est résulté au dernier trimestre une baisse du produit intérieur brut en volume de 6% en rythme annuel. En mars 1975, la production industrielle s'inscrivait en recul de 8% par rapport au niveau de l'année précédente. Au même moment, le nombre de chômeurs, corrigé des variations saisonnières, atteignait 900.000 (3,9% des salariés), et le chômage partiel touchait un nombre équivalent de travailleurs.

Etant donné que l'aggravation de la récession ne pouvait guère agir dans l'immediat sur l'ampleur des revendications de salaires, les autorités ont quelque peu hésité à prendre des mesures de relance de la demande. Fin octobre, le taux d'escompte de la banque centrale a été abaissé de 7 à 6½% et le taux lombard de 9 à 8½%; ces taux n'avaient pas été modifiés depuis juin 1973. En même temps, les contingents de réescompte des banques ont été élargis à concurrence de DM 2,5 milliards. En réponse à ce signe annonciateur d'un changement de politique, les rendements des titres sur le marché financier, qui plafonnaient depuis le milieu de l'année malgré une reprise des émissions nouvelles, ont amorcé un brusque repli. Sur l'ensemble de l'année 1974, les cessions nettes de titres à revenu fixe ont totalisé DM 25,8 milliards, soit un chiffre légèrement supérieur à celui de l'année précédente. Les émissions du secteur public (obligations communales comprises) entrent pour plus de la moitié dans cette somme, contre un tiers en 1973, et ont financé les deux tiers du déficit budgétaire. Au second semestre, le fléchissement de la demande de crédit du secteur privé s'est accompagné d'achats substantiels d'obligations par les banques et les résidents du secteur non bancaire.

Début décembre, la Bundesbank a tenté d'atténuer les anticipations inflationnistes en publiant pour la première fois un taux directeur de croissance, pour l'année à venir, du volume de monnaie de banque centrale. Ce taux, fixé à 8%, était nettement plus élevé que celui qui a prévalu pendant la majeure partie de l'année 1974, mais suffisamment bas pour faire dépendre l'éventualité d'une reprise de la production d'une modération des revendications salariales. En même temps, le gouvernement a lancé

un programme budgétaire de stimulation de la demande comportant une prime à l'investissement de 7½% pour les dépenses en capital engagées par le secteur privé entre le 1er décembre 1974 et le 30 juin 1975, et des dépenses publiques additionnelles, pour un montant de plus de DM 1,7 milliard, comprenant notamment le versement aux employeurs d'une prime à l'embauche et l'octroi d'indemnités aux chômeurs acceptant un emploi dans une autre région. Ces mesures devraient accroître finalement le déficit du secteur public d'environ DM 10 milliards. On prévoit, en outre, que la réforme de l'impôt sur le revenu et des allocations familiales, appliquée à partir du 1er janvier 1975, se traduira par une diminution de quelque DM 14 milliards des rentrées fiscales, de sorte que, pour 1975, le déficit total du secteur public (y compris la sécurité sociale) devrait dépasser les DM 50 milliards, soit plus du double du chiffre de 1974.

Les efforts persévérants déployés par les autorités pour juguler l'inflation ont été récompensés dans les premiers mois de 1975: d'importants accords de salaires ont été conclus sur la base de taux d'augmentation de 6½-7% - à peine supérieurs à la moitié du taux de l'année précédente - et cette base a été retenue pour le renouvellement des conventions collectives. En même temps, les prix de gros se sont pratiquement stabilisés et l'on a enregistré les premiers signes d'une reprise de la demande de logements. Les ventes de voitures particulières et les commandes internes de biens d'équipement ont légèrement progressé.

A l'effet d'améliorer les perspectives d'expansion, les contingents de réescompte des banques ont encore été relevés de DM 2,5 milliards pour février et mars; par la suite, la liquidité bancaire a été augmentée grâce au retrait de dépôts du secteur public auprès de la Bundesbank. Celle-ci a accentué la tendance à la baisse des taux d'intérêt en ramenant par étapes le taux d'escompte et le taux lombard respectivement à 4½ et 5½% à la fin mai. Les taux à long terme ont continué à baisser eux aussi, le rendement des obligations des collectivités publiques s'établissant à 8½% environ. Les réserves obligatoires assises sur les dépôts de résidents ont été réduites de 5% avec effet au 1er juin.

*Japon.* En 1974, le Japon a enregistré la récession la plus grave depuis la fin de la guerre, étant donné que la politique de stabilisation a essentiellement visé à maîtriser une forte poussée d'inflation. Le produit national brut en termes réels a diminué de près de 2%, contre un taux tendanciel moyen de plus de 10%; par ailleurs, la hausse des prix s'est accélérée dans tous les secteurs. Cette évolution, ainsi que l'apparition d'un énorme déficit de la balance des opérations courantes, ont été, en grande partie, la conséquence de la forte dépendance du Japon vis-à-vis des importations de pétrole et de matières premières. La politique de modération de la demande, mise en œuvre au début de 1973 et considérablement renforcée par la suite, a été maintenue pendant les premiers mois de 1975; cette politique s'est révélée non seulement efficace sur le plan de l'équilibre extérieur, mais a permis en outre, plus récemment, de réduire de façon sensible les tensions sur les salaires et les prix.

La production industrielle n'a cessé de fléchir tout au long de 1974, le recul approchant 15% en décembre par rapport à l'année précédente. Toutes les principales composantes de la demande ont manqué de dynamisme, à l'exception des exportations,

qui ont progressé de 21%. Après s'être fortement développées en 1973, les dépenses de consommation des particuliers n'ont augmenté que légèrement l'an passé. Du fait de la montée en flèche des coûts de construction et du resserrement du crédit, les investissements des particuliers sous forme de logements se sont inscrits en baisse de plus de 7%. Les dépenses des entreprises privées en installations et équipements ont régressé de plus de 11%. La diminution des dépenses publiques, en termes réels, a été imputable à la fois à la hausse des prix et aux mesures d'austérité, notamment à l'ajournement de programmes d'investissements publics. Etant donné l'ampleur sans précédent de la récession, le ratio stocks/livraisons a fortement augmenté, la marge de ressources disponibles s'est accrue de façon continue et, à la fin de l'année, le rapport offres d'emploi non satisfaites/demandes d'emploi est, pour la première fois depuis 1966, tombé au-dessous de 1.

Au début de 1974, la hausse des prix de gros, déjà très vive l'année précédente, s'est accélérée au point de devenir l'une des plus fortes du monde industriel. Pour renforcer la politique de modération de la demande, un programme de contrôle des prix a été temporairement appliqué. En janvier, des prix standards ont été imposés à plusieurs catégories de biens de première nécessité et, en mars et avril, les majorations de tarifs d'un grand nombre de produits ont été soumises à autorisation préalable. Ce système, qui a été supprimé en septembre, a cependant permis de freiner l'inflation en attendant que la hausse des prix à l'importation se ralentisse et que les politiques plus rigoureuses de régulation de la demande produisent leurs effets. En mars 1975, la hausse sur un an des prix de gros a été ramenée à 4,9%, et celle des prix à la consommation est revenue à 14,2%. En cours d'année, les pressions d'origine interne engendrées par les coûts ont pris le relais de l'inflation importée. Après avoir déjà fortement augmenté en 1973, les salaires nominaux ont fait un bond de près de 27% par suite notamment du relèvement exceptionnellement important des rémunérations décidé lors du renouvellement des conventions collectives au printemps dernier.

L'orientation restrictive de la politique budgétaire et monétaire n'a guère été infléchie avant le début du printemps de 1975. Avec une baisse de 13% en termes réels, ce sont les investissements publics qui ont le plus pâti des restrictions budgétaires. Toutefois, le collectif adopté à la fin de l'année a dû tenir compte de relèvements plus forts que prévu des traitements dans la fonction publique et des prestations de sécurité sociale. Pour l'ensemble de l'année 1974, le déficit global du secteur public a largement dépassé celui de l'année précédente.

Dans le cadre de sa politique de « directives sur la position de liquidité des banques » (système dit de « window guidance »), la Banque du Japon a durci en 1974 la réglementation appliquée aux crédits consentis par les institutions financières, et les coefficients de réserves obligatoires ont été maintenus aux niveaux élevés auxquels ils avaient été fixés en 1973. En outre, le taux officiel de l'escompte, qui avait été porté à 9% en décembre 1973 – niveau le plus haut depuis la fin de la guerre – est demeuré inchangé jusqu'en avril 1975.

En décembre, le taux annuel de croissance de  $M_2$  avait fléchi à 11,5%, contre 16,8% en 1973 et environ 25% en 1972. L'expansion de l'ensemble des crédits bancaires s'est ralentie, revenant d'un rythme annuel de 16,6% en 1973 à 10,8%. Le taux de

l'argent au jour le jour a augmenté tout au long de l'année, pour s'établir en décembre à 13½% environ, marquant ainsi une progression de près de trois points par rapport au mois correspondant de 1973. Les taux d'intérêt des prêts et escomptes bancaires ont fortement augmenté, tandis que les rendements des obligations industrielles à long terme atteignent, en décembre, 9,7%.

Contrairement à l'année 1973, où la décélération des crédits bancaires s'était accompagnée d'une forte expansion des prêts des autres institutions financières ainsi que des crédits commerciaux et des émissions de valeurs mobilières autres que les fonds d'Etat, le maintien de l'encadrement du crédit l'an dernier s'est traduit par un ralentissement dans l'octroi de toutes ces catégories de prêts. En raison de la forte détérioration de leur position extérieure, les banques commerciales ont eu beaucoup moins recours au financement de la Banque du Japon sous forme d'avances ou de réescompte. En même temps, la banque centrale a considérablement augmenté ses

**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 <sup>1</sup>
Excédent ou déficit(-) financier . . . . .	1972	- 6.195	10.585	720	- 3.090			- 2.040
	1973	- 6.875	9.920	1.510	- 4.585			30
	1974	- 10.090	13.880	990	- 6.065			1.285
<i>Variations correspondantes des éléments d'actif et de passif de caractère financier</i>								
Monnaie et dépôts à terme	1972	7.440	13.905	- 2.630	275	- 12.830	- 6.160	
	1973	4.440	15.665	- 3.050	360	- 8.945	- 8.570	
	1974	3.190	14.470	- 3.605	540	- 7.825	- 6.770	
Créances sur les compagnies d'assurance et les fonds de placement . .	1972	665	3.160	- 610	5	10	- 3.230	
	1973	455	3.440	- 790	10	95	- 3.210	
	1974	20	4.135	- 935	95	150	- 3.465	
Valeurs mobilières (en chiffres nets) . . . .	1972	- 625	1.240	- 1.040	- 1.525	330	2.210	210
	1973	- 780	1.660	70	- 1.960	1.050	400	- 190
	1974	- 1.040	1.730	- 1.690	- 2.755	3.560	405	- 235
Prêts . . . . .	1972	- 16.180	- 5.375	3.010	- 1.745	12.335	7.955	
	1973	- 15.160	- 6.670	5.090	- 2.810	9.525	12.025	
	1974	- 13.130	- 6.485	6.035	- 3.375	7.450	9.505	
Réserves officielles . .	1972							- 915
	1973							1.645
	1974							- 350
Autres créances sur l'étranger (nettes) . .	1972	10	50	190	5	800	85	- 1.335
	1973	990	20	255	5	20	80	- 1.425
	1974	- 485	-	70	5	1.310	- 25	1.870
Transactions diverses <sup>2</sup> .	1972	2.505	- 2.395	1.800	- 95	- 645	- 860	
	1973	3.180	- 2.195	- 65	- 190	- 1.805	- 725	
	1974	1.355	30	1.115	- 575	- 2.025	350	

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

achats de valeurs d'Etat pour répondre aux besoins supplémentaires de monnaie de banque centrale du système financier.

Bien que moins virulente, l'inflation se situait encore à un niveau intolérable au début de 1975. Aussi, malgré l'aggravation du chômage, la politique économique n'a-t-elle pu être assouplie que très modérément, étant donné notamment l'approche du printemps, période habituelle de renouvellement des conventions collectives. En février et mars, le gouvernement a effectivement pris un certain nombre de mesures sélectives de relance: intensification des programmes de travaux publics, octroi d'allocations supplémentaires de chômage, subvention des indemnités de chômage partiel, aide financière en faveur des petites entreprises et du logement, autorisation aux collectivités locales d'émettre un volume accru d'emprunts obligataires, enfin assouplissement de la réglementation en matière de dépenses en capital (installations, équipement, bâtiment). Le budget pour l'exercice financier 1975 prévoit un accroissement des dépenses au titre de la sécurité sociale et des investissements publics.

A la mi-avril, le taux de l'escompte a été abaissé d'un demi-point à 8½%, et les taux d'intérêt pratiqués sur le marché se sont inscrits en baisse. La perspective d'obtenir une meilleure stabilité des prix et de pouvoir mener une politique contribuant davantage à la relance de l'activité a été renforcée par l'issue des négociations salariales du printemps au cours desquelles les autorités sont parvenues à maintenir le rythme de hausse des rémunérations aux alentours de 15%, soit un taux inférieur de près de moitié à celui de l'année précédente.

*Royaume-Uni.* L'an dernier, les autorités ont dû faire face, sans grand succès, à une situation qui s'est détériorée simultanément sur plusieurs fronts. Le déficit déjà élevé de la balance des opérations courantes, imputable à l'accentuation de la pression de la demande interne et à la hausse des prix à l'importation en 1973 a pris, du fait de l'enchérissement des prix pétroliers, une ampleur considérable. L'escalade des salaires et des prix ainsi que la décélération de l'activité économique ont conduit les pouvoirs publics à mettre l'accent, relativement plus que dans les autres pays, sur le soutien de la croissance réelle et sur la limitation du chômage. Toutefois, l'incidence de la fiscalité et du contrôle des prix ainsi qu'une évolution très défavorable du marché des capitaux ont aggravé plus encore les difficultés financières croissantes des entreprises. Pour remédier à cette situation, les autorités ont dû, à la fin de 1974, élargir davantage encore le déficit budgétaire déjà gonflé par le programme de subventions et la hausse des rémunérations dans le secteur public.

Après les bouleversements provoqués par l'instauration de la semaine de travail de trois jours durant la période de janvier à mars 1974, la production a redémarré sans toutefois pouvoir dépasser le niveau de la fin de 1973. Les dépenses de consommation ont été peu dynamiques, par suite en partie de la crise du pétrole, mais également du fait de la progression des prix à l'importation — notamment des produits alimentaires — et de l'alourdissement de la fiscalité intervenu après la présentation du budget de mars. Les investissements du secteur privé, en matière de logements notamment, se sont inscrits en baisse, alors que les dépenses publiques de consommation et d'investissement ont marqué un léger accroissement. D'une année à l'autre, l'augmentation en volume des exportations de biens et services a été largement

supérieure à celle des importations, mais cette évolution favorable a été annulée par un retournement très prononcé des termes de l'échange.

A la fin du printemps, la croissance de la production a semblé plus hésitante. Convaincu qu'il fallait non seulement s'accommoder pour une grande part du déficit extérieur, mais également dégager les ressources de financement correspondantes, le gouvernement a adopté en juillet un budget modérément expansionniste comportant une réduction de 10 à 8% de la taxe à la valeur ajoutée, ainsi que diverses subventions supplémentaires destinées notamment à ralentir la course des salaires et des prix.

A ce moment-là, toutefois, la spirale s'était déjà fortement accélérée sous l'effet de la montée en flèche des salaires. Outre le relèvement contractuel de près de 30% des rémunérations des mineurs, la troisième phase de la politique autoritaire des revenus mise en vigueur en novembre 1973 a autorisé un relèvement initial maximum de 10%, puis d'autres majorations au titre de l'échelle mobile, lorsque la hausse des prix de détail a dépassé de 7% le niveau d'octobre 1973. Ayant été mis au point avant la flambée des prix du pétrole, le système s'est avéré beaucoup trop optimiste en ce qui concerne les prix, et un ajustement supplémentaire de 12½% des taux de salaires est intervenu entre mai et la fin de l'année en application du système d'indexation.

Par ailleurs, les plafonnements autoritaires ont été levés à partir de juillet pour les salaires, mais conservés et même renforcés pour les prix. Le «contrat social» institué par le gouvernement travailliste a reposé sur un système de modération volontaire des revendications de salaires par les syndicats — en contrepartie d'un renforcement des privilèges légaux accordés à ces derniers et d'une extension de leur influence au sein de l'entreprise — ainsi que sur diverses mesures budgétaires de redistribution des revenus. Les syndicats ont été invités à limiter leurs revendications salariales au rattrapage de la hausse du coût de la vie. Toutefois, les travailleurs du bas de l'échelle n'étaient, en principe, pas concernés; en outre, d'autres exceptions ont été prévues, quelques fédérations ont rejeté de toute façon l'appel à la modération, tandis que la plupart des autres l'ont délibérément mal interprété, en ne tenant pratiquement pas compte des versements effectués au titre de la clause d'indexation. Par conséquent, en mars 1975, la hausse sur douze mois des taux de salaires a été de près d'un tiers.

A partir du milieu de l'année, la flambée des salaires et le maintien concomitant du contrôle des prix ont eu une incidence déterminante sur d'autres phénomènes. La vive progression, en termes réels, des revenus disponibles des particuliers a été stimulée par les mesures budgétaires de juillet. Les ménages ont toutefois accru leur épargne de façon considérable, de sorte que leurs dépenses réelles de consommation n'ont dépassé le niveau de l'année précédente qu'au quatrième trimestre de 1974. Les dépenses courantes de l'Etat ont été en augmentation, conséquence directe des hausses de salaires dans le secteur public, alors que la formation brute de capital fixe a légèrement diminué. Dans l'industrie de transformation les investissements ont pu être maintenus au niveau du premier trimestre, du fait essentiellement des décaissements liés aux recherches pétrolières en Mer du Nord; en revanche, les autres investissements du secteur privé, en particulier la construction résidentielle,

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

Postes	Années	Secteur public	Etranger <sup>1</sup>	Secteur des ménages	Entreprises industrielles et commerciales	Banques	Autres institutions financières	
								en millions de livres sterling
Epargne, plus transferts nets de capitaux . . . . .	1972	3.080		4.095	5.211	460		
	1973	2.925		5.408	7.307	793		
	1974	2.214		6.795	7.828	1.446		
	Formation intérieure brute de capital fixe (—) .	1972	— 4.762		— 2.800	— 4.717	— 623	
		1973	— 5.753		— 3.225	— 7.845	— 971	
		1974	— 7.344		— 2.919	— 11.435	— 1.175	
Excédent ou déficit (—) financier . . . . .	1972	— 1.682	— 82 <sup>2</sup>	1.295	494	— 163		
	1973	— 2.828	1.176 <sup>2</sup>	2.183	— 538	— 178		
	1974	— 5.130	3.903 <sup>2</sup>	3.076	— 3.607	271		
<i>Variations correspondantes des éléments d'actif et de passif de caractère financier<sup>3</sup></i>								
Prêts bancaires <sup>4</sup> . . . . .	1972	— 589	— 7.489	— 1.927	— 2.988	14.025	— 1.032	
	1973	— 1.782	— 12.393	— 1.027	— 4.504	20.543	— 837	
Billets et monnaies, et dépôts en banque . . . . .	1974	— 541	— 8.078	— 24	— 4.411	13.173	— 119	
	1972	— 498	7.462	2.013	2.289	— 12.183	918	
	1973	— 444	13.915	3.510	2.605	— 20.584	998	
Flux monétaire total <sup>4</sup> . . . . .	1974	— 857	9.283	3.343	48	— 12.699	882	
	1972	— 1.265	1.265					
	1973	210	— 210					
Emprunts et investissements à l'étranger <sup>5</sup> . . . . .	1974	— 59	59					
	1972	495	— 575		4	45	31	
	1973	335	— 795		432	— 57	85	
Titres négociables de la dette publique . . . . .	1974	40	744		482	180	42	
	1972	981	327	5	— 20	— 1.713	420	
	1973	— 1.238	— 229	784	— 5	7	681	
Titres non négociables de la dette publique . . . . .	1974	— 2.219	1.021	562	41	214	381	
	1972	— 362	—	467	— 76	— 21	— 8	
	1973	62	—	54	— 67	— 41	— 8	
Dette des collectivités locales	1974	112	—	— 69	— 26	— 12	— 5	
	1972	— 423	149	— 82	125	31	200	
	1973	— 1.232	318	356	164	21	373	
Créances sur d'autres institutions financières <sup>6</sup> . . . . .	1974	— 2.131	— 78	799	141	— 175	1.444	
	1972	—	81	4.920	52	—	— 4.891	
	1973	—	72	5.118	9	—	— 5.199	
Actions et autres valeurs mobilières <sup>7</sup> . . . . .	1974	25	1.027	— 1.173	595	1	— 475	
	1972	14	— 464	— 1.111	59	115	1.387	
	1973	6	322	— 1.781	863	295	295	
Autres emprunts à l'intérieur <sup>8</sup>	1974	219	—	— 3.031	— 53	347	2.518	
	1972	1.206	—	— 3.155	— 1.010	283	2.676	
	1973	538	—	— 2.329	101	154	1.536	
Postes non identifiés . . . . .	1972	— 254	— 676	41	1.103	— 352		
	1973	49	176	— 1.676	975	291		
	1974	— 38	1.147	— 2.228	— 477	909		

<sup>1</sup> Un chiffre négatif correspond à une augmentation des créances (ou à une diminution des engagements) du Royaume-Uni à l'égard de l'étranger. <sup>2</sup> 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. <sup>3</sup> Un signe moins correspond à une diminution des éléments d'actif ou à une augmentation des éléments de passif. <sup>4</sup> Les emprunts en devises du gouvernement auprès de banques du Royaume-Uni sont considérés comme finançant le «flux monétaire total» dans la balance des paiements du Royaume-Uni; dans le présent tableau, ils sont inclus dans les prêts bancaires. <sup>5</sup> Y compris les ajustements correctifs des opérations extérieures des banques, en cas de variation des éléments d'actif et de passif en devises résultant de mouvements de taux de change. <sup>6</sup> Apports nets aux fonds d'assurance-vie et de retraite, et dépôts auprès d'autres institutions financières. <sup>7</sup> Y compris les transactions sur parts de fonds de placement (unit trusts). <sup>8</sup> Comprend principalement les emprunts pour acquisition de logements.  
Source: Banque d'Angleterre.

se sont contractés, au même titre d'ailleurs que les investissements publics (à l'exception de la construction de logements, qui a bénéficié des mesures spéciales prises en faveur de l'industrie du bâtiment). Vers la fin de l'année, par suite du tassement de la demande mondiale, les exportations ont fléchi sensiblement plus que les importations. Après avoir augmenté au troisième trimestre, le produit intérieur brut à prix constants a diminué au quatrième — en raison essentiellement d'un affaiblissement de la constitution de stocks et des exportations — de sorte que la production a marqué au second semestre de 1974 une progression de 1 ½% par rapport à la période correspondante de l'an dernier, alors qu'elle régressait dans les autres grands pays.

Etant donné, toutefois, que cette croissance a été inférieure au potentiel économique, le taux d'utilisation des capacités productives a fléchi, et le nombre des chômeurs totaux et partiels a augmenté progressivement. L'activité a continué de se ralentir pendant les mois d'hiver et la production industrielle est revenue, au cours du premier trimestre de 1975, à son plus bas niveau depuis l'introduction, un an plus tôt, de la semaine de travail de trois jours. Le nombre de chômeurs s'est accru en avril, atteignant 794.000 unités (chiffres désaisonnalisés), soit 3,4% des salariés. La balance commerciale s'est améliorée de façon notable sous l'influence du redressement des exportations et de la baisse continue des importations (de matières premières et de combustibles en particulier).

Sur le plan financier, à l'excédent exceptionnellement important du secteur des ménages et au solde négatif des opérations courantes a fait pendant un déficit énorme du secteur public et des entreprises. En ce qui concerne ces dernières, l'application du code des prix, dans le contexte d'une inflation fulgurante des salaires, s'est traduite par un laminage des marges bénéficiaires, alors que les ressources d'autofinancement des entreprises se ressentaient déjà gravement du coût croissant des matières premières. Par suite de l'évaluation des prix aux coûts d'origine, qui a été imposée pour des raisons fiscales et de présentation comptable, et de l'enchérissement des matières premières, les entreprises ont dû consacrer une proportion croissante de leurs ressources de trésorerie au remplacement des stocks. Une autre cause de tension a été l'inclusion, dans l'assiette de l'impôt, des plus-values nées de la différence entre la valeur comptable des stocks en fin et au début de l'exercice.

Dans le même temps, l'effondrement du marché financier a empêché les entreprises d'emprunter des ressources à long terme. Les cours des valeurs, tant à revenu fixe que variable, se sont effrités presque sans discontinuer en 1974 et, à la mi-décembre, les taux de rendement atteignaient 17,5% pour les fonds d'Etat à échéance éloignée et 19,5% pour les obligations de sociétés, tandis que le niveau des dividendes se situait à 13%. L'indice des valeurs à revenu variable avait baissé de plus de 70% par rapport à son niveau le plus élevé de 1972. Le crédit bancaire ayant dû prendre le relais, l'industrie de transformation a développé de 40% son recours à ce mode de financement, pendant la période de douze mois allant jusqu'en novembre. Par conséquent, les ratios endettement/capital-actions se sont accrus fortement et le ratio de «couverture» cash-flow/capitaux empruntés a fléchi de façon substantielle.

Dans ces conditions, l'atténuation des difficultés de trésorerie des entreprises a été le principal objectif du budget présenté en novembre. C'est ainsi que les sociétés

ont été autorisées à soustraire du bénéfice imposable la plus-value née de l'appréciation nominale des stocks, dans la mesure où elle dépasse 10% des autres bénéfices d'exploitation, et le code des prix a été modifié pour permettre aux entreprises de répercuter dans leurs barèmes de vente 80%, au lieu de 50% précédemment, des hausses de coûts salariaux. Ces deux mesures étaient destinées à renforcer de £1,5 milliard en 1975 leurs ressources d'autofinancement. De même, le taux des provisions d'amortissement initial appliquées aux bâtiments à usage industriel a été porté de 40 à 50%, et il était prévu que les banques et les autres institutions financières mettraient à la disposition de l'industrie un montant total de £1 milliard de ressources à moyen terme par le canal de l'organisme public de crédit «Finance for Industry». Ainsi qu'il s'était déclaré prêt à le faire, le gouvernement a effectivement apporté, dans plusieurs cas, une aide financière directe à des entreprises en difficulté.

Ce soutien au secteur industriel a été accordé, pour une grande part, au détriment de la position financière du secteur public lui-même. Par ailleurs, la limitation des hausses de prix dans les industries nationalisées a nécessité un accroissement massif des subventions, et les charges salariales de l'Etat comme des collectivités locales se sont alourdies plus rapidement que prévu. Il en est résulté une aggravation fantastique du déficit financier du secteur public et un accroissement plus important encore de ses besoins globaux d'emprunt, qui comprennent également des ressources destinées à être prêtées à l'économie et à l'étranger. Alors que le budget initial pour l'exercice 1974-75 évaluait à £2,7 milliards les besoins d'emprunt du secteur public, les ressources collectées ont atteint £7,6 milliards, c'est-à-dire 10% du produit intérieur brut.

Le montant cumulé du déficit du secteur public et des recours de l'industrie aux prêts bancaires explique l'importance de la croissance, en 1974 également, des crédits intérieurs (£7.630 millions au total); ce chiffre est cependant inférieur au résultat de 1973, en raison de la faible progression des concours des banques, en particulier aux emprunteurs du secteur non industriel. Si, au début de l'année, le système des dépôts spéciaux complémentaires et les normes sélectives ont manifestement découragé l'octroi de prêts bancaires, la demande de crédit s'est ralentie d'elle-même par la suite. De plus, le secteur public s'est procuré la majeure partie de ses moyens

#### Royaume-Uni: Expansion du crédit intérieur

Postes	1969	1970	1971	1972	1973	1974
	en millions de livres sterling					
Besoins d'emprunt du secteur public <sup>1</sup>	- 475	- 5	1.380	2.060	4.225	6.365
Cessions nettes de titres de la dette publique au secteur privé non bancaire (-)	- 345	- 110	- 2.105	- 1.025	- 2.035	- 3.440
Prêts bancaires au secteur privé <sup>2</sup>	525	1.135	1.575	5.710	6.240	4.415
Prêts bancaires en sterling à l'étranger	150	25	295	135	190	290
Expansion du crédit intérieur	- 145	1.045	1.145	6.880	8.620	7.630

<sup>1</sup> La différence entre le déficit financier du secteur public (cf. tableau de la page 50) 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. <sup>2</sup> Non compris les prêts en devises pour les investissements à l'étranger.

de financement par voie de cessions massives de titres d'Etat à des résidents du secteur non bancaire. La masse monétaire, qui a augmenté plus lentement que les crédits à l'économie en raison du déficit extérieur, s'est accrue à un rythme sensiblement moins rapide que le produit intérieur brut à prix courants. A la fin de février 1975, les autorités ont suspendu le système des dépôts spéciaux complémentaires.

Au premier trimestre de 1975, un retournement brutal s'est opéré sur les marchés financiers, en raison notamment du fléchissement des taux d'intérêt à l'étranger et de l'amélioration apportée par le budget de novembre à la trésorerie des entreprises. Une autre cause de ce revirement de tendance a été la suppression du blocage des loyers commerciaux, mesure capitale eu égard à l'importance de l'engagement des établissements financiers dans le secteur immobilier. Les taux d'intérêt à court terme ont cédé environ deux points, le taux minimum des avances de la Banque d'Angleterre ayant été ramené de 11 ½% au début de l'année à moins de 10% en avril. Les taux de rendement à long terme ont accusé une baisse plus sensible encore, et l'indice des valeurs à revenu variable a plus que doublé, faisant tomber le niveau des dividendes à 6,3% et favorisant de la sorte une reprise des émissions d'actions par les sociétés.

Dans le budget qu'il a présenté en avril, le Chancelier a dénoncé les hausses excessives des salaires et souligné la nécessité d'adapter désormais la consommation à la contraction des revenus réels provoquée par le renchérissement du pétrole. Soucieux de neutraliser les augmentations de salaires et de limiter les besoins massifs d'emprunt du secteur public, le gouvernement a relevé divers impôts directs et indirects, tout en poursuivant l'élimination progressive, commencée en novembre, des subventions aux entreprises nationalisées. Toutefois, les dépenses publiques ont conservé un tel élan que les besoins d'emprunt prévus pour 1975-76 sont passés à £9,1 milliards. Nonobstant l'ampleur de ce déficit budgétaire, on s'attend à une stagnation de l'activité et à une nouvelle progression du nombre des chômeurs, qui devrait dépasser le million au cours de cette année.

*Canada.* Etant donné que le Canada couvre globalement ses besoins énergétiques et qu'il a légèrement assoupli sa politique sur le plan budgétaire, le ralentissement de l'activité économique est apparu plus tard et a été moins sensible qu'aux Etats-Unis. La production a continué de progresser en volume au premier trimestre et s'est maintenue à un niveau élevé au printemps et en été avant de s'infléchir vers la fin de l'année. Les mises en chantier de logements ont diminué de près de 20%, et le taux de croissance de la consommation des ménages a été inférieur de moitié environ à celui de 1973 du fait du ralentissement puis, au quatrième trimestre, de la baisse brutale des ventes de véhicules automobiles. Par suite d'une légère diminution du volume des exportations, conjuguée à une expansion toujours vive des importations, la demande étrangère nette s'est inscrite en recul. En revanche, les dépenses d'investissement des entreprises sont demeurées assez élevées, étant donné que les industries de l'acier, de la chimie, de la pâte à papier et du papier se sont efforcées de corriger les insuffisances de capacités de production notées jusqu'alors, et les dépenses du secteur public en biens et services se sont, elles aussi, fortement accrues. Si le nombre de chômeurs n'a guère progressé avant le mois de décembre, il a en revanche augmenté de près de 1% à partir de cette date en raison des licenciements survenus dans l'industrie automobile.

L'indice des prix de détail a progressé de 12% en 1974; pour les produits alimentaires, la hausse s'est établie à 17% alors que, pour l'énergie, elle n'a été que de 9,5%, en raison de la limitation du renchérissement du pétrole canadien et de l'octroi de subventions au niveau de la consommation. Le taux de progression des salaires a été même plus élevé et dépassait 17% au dernier trimestre.

Au premier semestre de 1974, une série de mesures financières destinées à atténuer l'incidence de l'inflation ont contribué à soutenir la demande des consommateurs. L'indexation du barème de l'impôt sur le revenu des particuliers, annoncée en 1973, est entrée en vigueur. Les pensions de retraite des fonctionnaires ont été également indexées et les allocations familiales sensiblement relevées. En juillet, la taxe sur le chiffre d'affaires des industries du vêtement et de la chaussure a été abolie. Enfin, les prix de certains produits alimentaires ont été subventionnés. Pour combattre le ralentissement économique, le gouvernement fédéral a prévu dans le collectif budgétaire de novembre une réduction de 3% de l'impôt sur le revenu des particuliers, un allègement de l'impôt indirect sur les matériaux de construction, l'équipement du bâtiment et le matériel de transport, une prolongation du système d'amortissement en deux ans des installations et équipements industriels et des mesures pour encourager l'épargne et l'achat de logements. L'ensemble de ces dispositions devait se traduire, pour le gouvernement fédéral, par un accroissement net des dépenses équivalant à 1¼% environ du produit national brut.

Jusqu'en août, la politique monétaire a été orientée dans un sens restrictif, l'accent étant mis plus que les années précédentes sur le coût du crédit que sur la réduction du volume des ressources disponibles. Le taux d'escompte a été relevé à plusieurs reprises pour être porté à 9¼% à la fin du mois de juillet. Des inquiétudes n'ont toutefois pas tardé à se manifester à propos de la demande globale, et les autorités ont été amenées à assouplir quelque peu leur politique monétaire. Les interventions de la Banque du Canada visant à abaisser le niveau des taux d'intérêt à court terme ont été facilitées par le fléchissement, intervenu fin août, des taux américains et internationaux. Le taux d'escompte a été réduit d'un demi-point en novembre, puis de nouveau en janvier 1975. En outre, le taux des réserves secondaires des banques à charte a été ramené en trois étapes de 8 à 5½%, l'objectif principal étant de compenser l'incidence restrictive qu'a eue l'an dernier le grand succès de la campagne de souscription aux «Bons d'épargne canadiens».

Les principaux avoirs en dollars canadiens des banques commerciales se sont accrus de 19% pour la deuxième année de suite. Le rythme soutenu d'octroi de prêts bancaires aux entreprises s'est légèrement ralenti dans les derniers mois de l'année, le taux débiteur de base n'ayant réagi que tardivement à la baisse des taux d'intérêt à court terme sur le marché. Les prêts aux particuliers et les crédits hypothécaires consentis par les banques ont de nouveau connu une forte expansion, de 20 et 33% respectivement; au second semestre, ils ont cependant marqué le pas, en raison de l'affaiblissement du marché des biens de consommation durables. Les actifs liquides des banques ont augmenté de 14%, contre 3% seulement l'année précédente. La masse monétaire au sens large s'est accrue de 16%, soit une progression légèrement inférieure à celle de 1973. Après une diminution en valeur absolue au troisième trimestre, M<sub>1</sub> a de nouveau progressé à la fin de 1974 et au début de 1975.

**Canada: Volume des fonds recueillis par les principaux secteurs**

Secteurs	1970	1971	1972	1973	1974
	en milliards de dollars canadiens				
Entreprises autres que les institutions financières . . . . .	3,2	5,3	4,8	6,8	10,1
Consommateurs . . . . .	0,7	1,4	2,2	2,8	3,0
Emprunteurs sur hypothèque . . . . .	1,6	2,5	4,1	6,3	6,1
Administrations provinciales et municipales . . . . .	2,2	2,9	3,6	3,3	4,2
<b>Total . . . . .</b>	<b>7,7</b>	<b>12,1</b>	<b>14,7</b>	<b>19,2</b>	<b>23,4</b>
Gouvernement fédéral . . . . .	2,0	3,0	1,6	- 0,1	4,2
<b>Total général . . . . .</b>	<b>9,7</b>	<b>15,1</b>	<b>16,3</b>	<b>19,1</b>	<b>27,6</b>
<i>En pourcentage du PNB</i>	<i>11,3</i>	<i>16,4</i>	<i>15,7</i>	<i>16,1</i>	<i>20,0</i>

Le volume total des fonds recueillis par les emprunteurs résidents a augmenté de 45% en 1974. Le gouvernement est redevenu un important emprunteur net, mais la majeure partie des ressources collectées a servi à renforcer sa trésorerie; les entreprises non financières ont également intensifié leurs appels aux marchés du crédit. L'augmentation des emprunts des provinces et des communes a donné lieu à des souscriptions records aux émissions nettes de nouvelles obligations par des non-résidents, y compris quelques placements directs auprès d'investisseurs des pays producteurs de pétrole.

Les taux d'intérêt canadiens se sont alignés assez étroitement sur l'évolution des taux aux Etats-Unis. Les taux à court terme ont vivement progressé au printemps et se sont maintenus à des niveaux élevés jusqu'en août, date à laquelle la Banque du Canada a adopté une politique plus libérale en matière de réserves liquides. Il en est résulté un recul marqué du loyer de l'argent à court terme. Les taux débiteurs des banques à charte appliqués aux emprunteurs de première catégorie ont progressé de deux points entre janvier et juillet et se sont maintenus à un haut niveau jusque vers la fin octobre avant de s'inscrire en baisse légère. Si les taux d'intérêt à long terme sont restés relativement stables au début de l'année, ils se sont en revanche fortement tendus jusqu'à fin août. En décembre, les taux des obligations industrielles dépassaient encore de deux points ceux de l'année précédente.

Au printemps de 1975, les signes de récession se sont multipliés, mais la hausse des prix a également semblé se modérer quelque peu. La production industrielle a baissé de 2½% au premier trimestre et, en mars, le taux de chômage a progressé pour atteindre 7,2% de la population active. On attend, pour fin mai, un budget de relance de la part du gouvernement fédéral.

*France.* Au début de 1974, la France venait de connaître cinq années de croissance rapide, de plein-emploi et d'équilibre général du compte extérieur. Etant donné le dynamisme persistant des facteurs d'expansion, les restrictions monétaires et budgétaires ont été maintenues en vigueur afin de modérer l'inflation et de réduire l'important déficit de la balance des opérations courantes consécutif au renchérissement du pétrole.

Les dispositions limitant l'expansion du crédit bancaire, qui constituent une pièce maîtresse de la politique monétaire, ont été modifiées de manière à ramener à 12% la progression autorisée pour l'ensemble de l'année. En juin, les coefficients de réserves obligatoires supplémentaires imposées aux banques dont les concours dépassent le taux fixé par les autorités ont été relevés, bien que les dérogations en faveur des crédits à l'exportation et des investissements visant à économiser l'énergie aient laissé aux établissements de crédit une marge de manœuvre appréciable. Au printemps et au début de l'été, les autorités ont encouragé la hausse des taux du marché monétaire de façon à les rapprocher de ceux des euro-dollars à un mois. En juin, ce mouvement a été renforcé par un relèvement de 11 à 13% du taux officiel de l'escompte. En outre la charge des réserves obligatoires ordinaires a été quelque peu transférée des dépôts à terme vers les dépôts à vue et, par suite de l'accroissement excessif de l'endettement du système bancaire vis-à-vis de la Banque de France, l'obligation de réserve de 33% applicable à l'augmentation des actifs bancaires a été suspendue, les normes de progression étant considérées comme suffisantes pour restreindre la distribution du crédit.

Une nouvelle série de restrictions budgétaires a été introduite en juillet en vue notamment de neutraliser l'accroissement des décaissements provoqués par l'accélération de l'inflation: compression des dépenses publiques, réduction temporaire des coefficients d'amortissement dégressif des immobilisations, majoration exceptionnelle de l'impôt sur les bénéfices des sociétés et les revenus élevés des particuliers. En outre, les plus-values fiscales dues à la hausse des prix ont été stérilisées à concurrence de FF 3,5 milliards sur les livres de la Banque de France. Parmi les autres dispositions importantes on peut citer, d'une part, les mesures destinées à économiser l'énergie pour réduire les importations et, d'autre part, un durcissement du contrôle des prix, notamment une réduction, par voie de négociations, des marges bénéficiaires des commerçants. En septembre, au moment du renouvellement des accords de programmation des prix, les autorités ont suspendu l'autorisation de répercuter, sur les tarifs, les hausses du coût des matières premières et l'ont remplacée par des taux de hausse maximums pour certaines catégories de produits.

Après être demeurée soutenue jusque vers le milieu de l'année, la production industrielle a fléchi à partir de l'automne, en raison essentiellement d'un revirement du cycle des stocks et d'un tassement de la consommation. Toutefois, comme les exportations ont continué de s'accroître et que la construction de logements ne s'est que faiblement ralentie, la croissance du produit national brut en termes réels, qui s'est établie à 4% pour l'ensemble de l'année, a dépassé celle de la plupart des autres pays. Les progrès de la productivité ont compensé en partie les majorations de salaires, mais la hausse des prix à la consommation s'est maintenue aux alentours de 15% pendant l'année.

Au vu de ce léger ralentissement, les autorités ont assoupli leur politique de manière prudente et sélective. En août, les crédits à court terme à l'exportation ont été exemptés des normes de progression du crédit bancaire pour être soumis séparément à une limite indicative de croissance fixée à 22% en taux annuel pour la période d'octobre à décembre. En outre, une procédure de financement, portant sur FF 4 milliards et n'entrant pas dans le cadre de la limitation indicative, a été mise en place en vue d'offrir

des facilités d'investissement aux entreprises s'engageant à développer leurs exportations, tandis que des dispositions spéciales, autorisant notamment, le cas échéant, un aménagement des échéances fiscales, étaient prises pour aider les petites entreprises à faire face à la prolongation des restrictions de crédit. Le taux des réserves obligatoires sur les dépôts d'épargne dans les banques a été ramené de 6 à 4% en août. Etant donné que les interventions officielles ont ralenti leur baisse, les taux du marché monétaire ont fléchi nettement plus lentement que ceux des euro-dollars et, en décembre, le taux de l'argent au jour le jour n'était inférieur que de deux points environ à son niveau record de juillet.

La croissance des dépenses publiques s'est fortement ralentie sous l'effet de la politique d'austérité. En outre, l'accroissement des recettes fiscales a comprimé la liquidité du secteur privé jusque vers la fin de l'année, au moment où la grève des postes ainsi que des réformes administratives ont considérablement retardé le recouvrement des impôts. Par conséquent, alors qu'en 1973 le budget de l'Etat enregistrait un excédent de plus de FF 7 milliards et que le Trésor avait amélioré sa position vis-à-vis du système bancaire d'un montant encore plus élevé, l'an dernier cet excédent n'était plus que de FF 4 milliards. Au cours du premier semestre de 1974, le Trésor a remboursé des effets négociables, mais la détérioration de sa position l'a amené par la suite à recourir de façon substantielle aux concours bancaires. Le budget pour l'exercice 1975, présenté en septembre, a prévu le maintien d'une politique restrictive des dépenses et institué un nouveau type de surtaxe à laquelle seront assujetties les grandes entreprises dont la valeur ajoutée (principalement bénéfices et salaires) dépasse une certaine norme. De plus, le gouvernement a adopté une attitude ferme dans les négociations salariales du secteur public, et a décrété en décembre le blocage des marges bénéficiaires du commerce.

A partir de l'été, et après une longue grève dans les banques, celles-ci ont progressivement ramené à l'intérieur des limites prescrites l'expansion des crédits assujettis aux normes de progression. Compte tenu des concours consentis hors limitation et des prêts en devises, le crédit bancaire aux entreprises et aux particuliers s'est accru, au total, de 17% en 1974, contre 18% en 1973. Parallèlement, les sociétés ont considérablement développé leur recours direct au crédit extérieur. Après ajustement pour tenir compte des effets de la grève des postes, les disponibilités monétaires et quasi monétaires se sont accrues de près de 16%.

Les taux de rendement sur le marché financier sont demeurés jusqu'à la fin de l'année aux niveaux très élevés qu'ils avaient atteints au milieu de 1974. Le total des émissions a fléchi à FF 25 milliards, contre FF 38 milliards en 1973, année marquée par un emprunt exceptionnel de l'Etat d'un montant de FF 6,5 milliards. Le volume des emprunts du secteur des entreprises a très peu diminué.

Au début de 1975, devant l'affaiblissement de la demande dans un assez grand nombre d'industries et l'aggravation du chômage, les autorités ont prudemment assoupli leur politique monétaire. Le système visant à contrôler l'expansion du crédit bancaire a été reconduit sous une forme plus souple: de nouvelles catégories de prêts ont été exemptées des limitations, et le taux autorisé de progression des facilités à court terme à l'exportation a été relevé. En janvier, le coefficient des réserves obligatoires

France: Emplois et origine du crédit

Postes	1971	1972	1973	1974
	en milliards de francs français			
<b>Emplois</b>				
Réserves officielles de change . . . . .	17,8	6,5	— 7,4	— 2,4
Collectivités publiques <sup>1</sup> . . . . .	7,9	10,8	11,4	11,8
Entreprises . . . . .	65,4	80,2	83,4	103,2
Logement . . . . .	27,3	38,5	42,3	34,2
Particuliers . . . . .	4,8	7,8	0,8	— 0,2
Emplois divers . . . . .	0,9	11,7	23,8	40,7
<b>Total</b> . . . . .	<b>124,1</b>	<b>155,5</b>	<b>154,3</b>	<b>187,3</b>
<b>Origine</b>				
Système bancaire . . . . .	74,7	91,1	89,4	90,6
Organismes collecteurs d'épargne et Trésor . . . . .	30,2	43,9	43,7	77,0
Compagnies d'assurances . . . . .	3,4	2,6	3,2	3,8
Marché financier . . . . .	15,8	17,9	18,0	16,1
<b>Total</b> . . . . .	<b>124,1</b>	<b>155,5</b>	<b>154,3</b>	<b>187,3</b>
<b>Variations correspondantes des actifs financiers</b>				
Monnaie . . . . .	27,9	39,3	29,6	30,5
Epargne liquide . . . . .	57,7	60,0	68,0	81,2
Valeurs mobilières <sup>2</sup> . . . . .	15,6	12,9	13,3	12,3
Créances de l'Etat <sup>3</sup> . . . . .	1,8	12,1	9,6	21,6
Ressources diversés . . . . .	21,1	31,2	33,8	21,7
<b>Total</b> . . . . .	<b>124,1</b>	<b>155,5</b>	<b>154,3</b>	<b>187,3</b>
<i>Total en pourcentage du PNB</i>	<i>13,8</i>	<i>15,5</i>	<i>13,5</i>	<i>14,1</i>

<sup>1</sup> A l'exclusion du Trésor. <sup>2</sup> Acquisées par les entreprises et les particuliers. <sup>3</sup> Correspond à l'excédent de trésorerie. Source: Banque de France.

des banques a été abaissé pour les dépôts à vue et supprimé pour les dépôts d'épargne. La baisse des taux du marché monétaire s'est accélérée, et le taux d'escompte de la Banque de France a été ramené à 10% en trois étapes entre janvier et avril.

De nouvelles dispositions budgétaires ont été prises afin de stimuler de façon sélective l'investissement, l'objectif étant de favoriser la croissance sans compromettre pour autant l'amélioration du compte extérieur ni aggraver l'inflation. C'est ainsi qu'en janvier, les travaux publics et les programmes d'aide gouvernementale ont été intensifiés, tandis que des mesures étaient décidées pour relancer la construction de logements sociaux. En mars, les provisions normales d'amortissement ont été rétablies, les conditions d'octroi de certains crédits à l'équipement ont été assouplies et une dotation supplémentaire de FF 3 milliards a été consacrée à l'extension des capacités d'exportation des entreprises. D'autres moyens ont été mis en œuvre en avril pour un montant estimé à FF 15,5 milliards; ils comprennent un accroissement des investissements des entreprises du secteur public, un dégrèvement fiscal égal à 10% de la valeur des équipements commandés par les entreprises avant le 31 décembre 1975, l'octroi de nouvelles facilités de crédit à taux d'intérêt bonifiés en vue de faciliter les investissements des petites entreprises et des firmes exportatrices, le financement de cette mesure étant assuré à concurrence de FF 5 milliards par un emprunt, garanti par l'Etat, émis par les établissements spécialisés de crédit à moyen et long terme.

*Italie.* Au début de 1974, la phase de vive expansion de l'économie italienne, amorcée un an plus tôt, se poursuivait; dans certains secteurs, la production avait même atteint la limite des capacités disponibles. De surcroît, par suite du renchérissement considérable des importations, accentué par la dépréciation de la lire intervenue précédemment, l'inflation par les prix et les salaires prenait des proportions inquiétantes. Parallèlement, l'accentuation du déficit des paiements courants posait de graves problèmes de financement aux autorités. Devant le caractère critique de la situation, les perspectives d'ensemble se présentaient sous un jour fort sombre.

Dans ces conditions, les autorités ont été amenées à resserrer sensiblement leur politique restrictive à partir du début de l'année, notamment par la fixation d'un plafond de 15%, jusqu'en mars 1975, à l'expansion de la plupart des catégories de prêts bancaires, par le blocage des fonds recueillis au titre du système du dépôt à l'importation et de la contrepartie en liras des emprunts à l'étranger souscrits sous l'égide des pouvoirs publics, par la diminution du volume des émissions de valeurs à revenu fixe des établissements de crédit spécialisés et cela malgré les obligations imposées aux banques en matière de placement, et en laissant les taux d'intérêt progresser sensiblement. En août 1974, le gouvernement a également accentué l'orientation restrictive de la politique budgétaire; les mesures adoptées portaient en particulier sur un alourdissement de la fiscalité indirecte, l'introduction d'un impôt supplémentaire sur les hauts revenus (payable à partir de 1975 seulement) et une majoration des tarifs des services publics. Le déficit de caisse du Trésor et des administrations autonomes a toutefois continué de s'accroître, atteignant LIT 8.650 milliards pour l'année, contre LIT 7.500 milliards en 1973 et LIT 5.600 milliards en 1972.

La vive progression de la production jusqu'au printemps avait eu essentiellement son origine dans l'essor des investissements fixes et des biens de consommation durables alors que, pendant l'été, la croissance de la production a été soutenue par la reconstitution des stocks. Par la suite, l'économie a subi les effets de la baisse de la demande mondiale, conjuguée avec les restrictions internes et l'affaiblissement des anticipations inflationnistes. Devant le marasme persistant de la construction de logements et le retournement du cycle des stocks, la production industrielle a diminué de 4% — après ajustement — au troisième trimestre de 1974 et encore de 9% au quatrième trimestre. Le nombre de chômeurs recensés n'a cependant progressé qu'à un rythme modéré, en raison de l'extension des réductions d'horaires et d'un recours accru au Fonds d'égalisation des salaires qui a permis d'éviter des licenciements; dans le secteur tertiaire en revanche, le niveau de l'emploi a continué de s'accroître.

La hausse des prix à la consommation s'est encore accélérée par suite d'un relèvement en août des impôts indirects et de la levée, quelque temps auparavant, du blocage pendant un an des prix des produits industriels et des produits de première nécessité. A la fin de l'année, leur taux de progression, bien que moins rapide, se maintenait néanmoins à 24,5%, pourcentage identique aux majorations des salaires résultant du renouvellement des conventions collectives dans l'industrie.

Les opérations financières du Trésor ont contribué pour plus de LIT 7.600 milliards à la création de base monétaire l'année dernière, mais le déficit extérieur en a absorbé plus de la moitié. Comme les possibilités de recours des banques à l'Institut

d'émission demeuraient assujetties à des restrictions, la base monétaire ne s'est accrue que de LIT 4.000 milliards en 1974, contre près de LIT 5.100 milliards en 1973.

Les taux débiteurs de base des banques ont augmenté presque tout au long de l'année, atteignant un maximum de 18,5% en novembre, contre 10% un an auparavant. Les autorités ont tenté d'«isoler» dans une certaine mesure le coût du financement à long terme en prorogeant l'obligation faite aux banques d'employer une partie de leurs ressources en titres obligataires; les rendements des nouvelles obligations des établissements spécialisés dans le crédit industriel ne sont passés que de 7½% en janvier à 12½% (record de novembre). Mais, par suite du retrait du marché des investisseurs du secteur non bancaire, le montant des émissions nettes sur le marché financier intérieur est tombé à LIT 4.245 milliards en 1974 contre LIT 12.440 milliards en 1973. Au total, si l'on tient compte du fléchissement marqué des crédits accordés par les établissements spécialisés et des émissions directes d'actions et d'obligations, le montant des prêts intérieurs au secteur privé s'élève à LIT 12.300 milliards, soit une progression de 12,2% seulement.

Il est apparu de plus en plus clairement que l'expansion du volume total des concours aux secteurs public et privé en Italie pendant la période de douze mois se terminant en mars 1975 se situerait nettement au-dessous de la limite maximale de LIT 22.400 milliards fixée en accord avec le Fonds monétaire international. Compte tenu de la faiblesse de l'économie interne et de la forte amélioration des comptes extérieurs, la politique monétaire a été progressivement desserrée. Fin décembre, le taux d'escompte et le taux des avances de la Banque d'Italie ont été ramenés de 9 à 8%. En janvier, les autorités ont profondément modifié le système des réserves obligatoires des banques en décidant la constitution sur les livres de la Banque d'Italie de réserves assises sur l'accroissement des dépôts, au taux de 15%, et la modification du coefficient minimum d'emploi en valeurs à revenu fixe, obligeant les banques à placer sous cette forme un tiers environ de l'accroissement de leurs ressources. De nouvelles facilités sélectives de crédit ont été ouvertes en faveur de l'agriculture, des exportations et du bâtiment, et l'encadrement du crédit, déjà assoupli en décembre pour les crédits à l'exportation et les prêts aux grandes entreprises, a été supprimé en mars. L'abrogation du dépôt obligatoire sur les importations, annoncée en même temps, a sensiblement amélioré la trésorerie du secteur privé dans les mois suivants. Du fait de l'accélération de la baisse des taux d'intérêt sur le marché monétaire, les banques sont convenues en janvier d'abaisser de deux points les taux maximums de rémunération des dépôts et ont commencé en mars à réduire les taux débiteurs; elles ont été encouragées dans ce sens par la banque centrale qui offrait de refinancer en priorité les établissements procédant à cette réduction. En mars, le gouvernement a présenté un programme triennal de dépenses supplémentaires pour remédier à la crise dans la construction de logements. A ce moment-là, la production industrielle avait fléchi sensiblement, mais l'amélioration de la balance commerciale et l'apparition de signes de ralentissement de l'inflation donnent à penser que l'économie italienne est en passe de surmonter sa crise aiguë.

*Belgique.* La Belgique a également été l'un des pays où l'expansion de la production s'est poursuivie presque jusqu'à la fin de l'été 1974. Les exportations ont

continué de progresser; en outre, stimulés par les anticipations inflationnistes, les dépenses d'équipement, la constitution de stocks, les achats de biens de consommation durables et la construction de logements se sont développés à un rythme rapide. Par ailleurs, la hausse des prix des produits importés a fortement alimenté la spirale inflationniste, la plupart des salaires, loyers et pensions de retraite ayant souvent fait l'objet d'un ajustement automatique en application d'accords d'indexation.

L'orientation restrictive des politiques monétaire et budgétaire a encore été durcie au cours du printemps et de l'été. Les normes d'expansion des crédits bancaires qui ont pris en mars le caractère d'un plafonnement en bonne et due forme, ont été ramenées en juin de 17 à 14% en taux annuel, tandis que les prêts à l'exportation et les crédits d'équipement garantis par l'Etat, précédemment exemptés, ont été soumis à cet encadrement. Les banques ont été cependant invitées à donner la priorité à ces catégories de crédit à l'intérieur des limites fixées et à restreindre sévèrement leurs opérations de financement des ventes à tempérament. Les réserves obligatoires ont été assouplies pour des raisons techniques, mais l'adoption d'autres mesures a déterminé une vive tension du loyer de l'argent. C'est ainsi que les conditions de refinancement des banques ont été durcies, notamment par le biais d'une restriction sensible à l'accès aux facilités d'escompte. Les prêts au logement ont été étalés dans le temps et, à la fin de l'été, les prêts hypothécaires et les crédits de financement des ventes à tempérament ont été strictement réglementés. En outre, les projets importants de constructions nouvelles ont été ajournés d'un an.

Le gouvernement a réduit ses programmes d'investissement, jusqu'à concurrence de 27,5% dans le cas des projets non prioritaires, et suspendu pour trois mois, au cours de l'été, ses appels d'offres pour la construction de bâtiments publics. Toutefois, les dépenses courantes de l'Etat ont continué d'augmenter à une cadence rapide, de sorte que le déficit budgétaire (FB 97 milliards), a été légèrement plus élevé que celui de 1973. Le Trésor a progressivement été en mesure, en cours d'année, de réduire ses appels aux concours de la banque centrale. Le budget de 1975, présenté en août, a prévu un relèvement de la fiscalité indirecte et un alourdissement de l'impôt sur les sociétés et sur les revenus élevés des particuliers, ce qui devrait se traduire par des recettes supplémentaires de FB 20 milliards pour l'année.

La baisse de l'activité intervenue à partir de l'été a résulté, pour une grande partie, d'un tassement des exportations et de la consommation des particuliers, qui s'est conjugué à un retournement du cycle des stocks. Les investissements dans le secteur du logement et dans l'industrie se sont maintenus à un niveau élevé, tandis que la productivité s'est améliorée de façon satisfaisante. Ce résultat a cependant été nettement inférieur à la hausse de 24% en moyenne des rémunérations pendant l'année. Les prix à la consommation ont augmenté de 15,7%. Le système de surveillance des prix, axé sur le plafonnement des prix des produits de base et la notification préalable des majorations de tarifs, a été maintenu en vigueur. A partir de la mi-octobre, le délai obligatoire de notification anticipée a été porté à six mois et les augmentations de salaires dépassant les gains de productivité ont cessé d'être admises comme motif d'ajustement des prix.

Les taux d'intérêt ont commencé à fléchir pendant l'été sur le marché monétaire, mais ce n'est qu'à l'automne que le renversement de tendance s'est opéré pour

les autres taux directeurs. En octobre, devant l'incertitude croissante des perspectives économiques, les normes de distribution du crédit ont été assouplies, en particulier pour les prêts à l'exportation; par la suite, le montant des réserves obligatoires des banques n'a plus été majoré. Les taux d'intervention sur le marché monétaire ont été abaissés et, en novembre, les facilités de refinancement des banques élargies.

Après une croissance rapide au début de l'année, les prêts bancaires au secteur privé se sont ensuite ralentis, l'accroissement global s'établissant à 12% seulement, contre 18% en 1973. Par ailleurs, du fait de la diminution des avances au secteur public, la masse monétaire au sens large a progressé de 9%, contre 13,5% l'année précédente. Le niveau des taux d'intérêt et des considérations fiscales ont été à l'origine d'un gonflement des dépôts en francs belges détenus à l'étranger par le secteur privé, et les emprunts à l'étranger des entreprises se sont développés pratiquement dans les mêmes proportions. Egalement pour des considérations de taux d'intérêt, les épargnants ont quelque peu délaissé les dépôts d'épargne au profit des bons de caisse et des valeurs mobilières. Cependant, par suite de la réduction notable des achats effectués par les institutions financières, le total des émissions nettes de valeurs à revenu fixe — tant par l'Etat que par le secteur privé — a accusé un recul en 1974.

Vers la fin de l'année l'aggravation, plus rapide qu'au cours des précédentes récessions, de la situation de l'emploi a conduit les autorités monétaires à alléger plus encore leur dispositif restrictif. En décembre, le gouvernement a pris un certain nombre de mesures: création d'emplois dans le secteur public, octroi de nouvelles facilités au titre de la formation professionnelle, prime d'embauche offerte aux petites entreprises. Les autorités ont également amélioré le système de financement des exportations et des investissements et se sont engagées à ne plus comprimer en 1975 leurs propres dépenses d'équipement. Au début de février 1975, l'encadrement du crédit a été assoupli en faveur de la construction et de certains prêts d'équipement, tandis que les conditions de réescompte étaient allégées et les coefficients des réserves obligatoires abaissés. A la fin du même mois, c'est la réglementation du crédit hypothécaire qui a été libéralisée. Le loyer de l'argent à court terme continuant de fléchir, l'Institut d'émission a, entre janvier et mai, ramené son taux d'escompte de 8¾ à 6½%. Enfin, à la fin d'avril, l'encadrement du crédit, le coefficient d'emploi en titres d'Etat et les réserves obligatoires des banques ont été pratiquement abandonnés. Il a été prévu de libérer par étapes, entre mai et juillet, les avoirs des banques bloqués au titre des réserves obligatoires. En outre, au début de mai, le gouvernement a prévu, au profit des entreprises, des dégrèvements d'impôts au titre des investissements fixes, des stocks et des cotisations de sécurité sociale; il a néanmoins maintenu sa politique anti-inflationniste en instituant un blocage des prix pendant une durée de deux mois.

*Pays-Bas.* Après un an et demi de croissance modérée de la production, l'économie néerlandaise recéléait, au cours des premiers mois de 1974, une marge importante de capacités inutilisées. Le taux de chômage dépassait 3%, soit presque le double des offres d'emploi non satisfaites, tandis que la balance des opérations courantes dégageait un important excédent. L'atonie de la demande interne, qui a été imputable en partie à l'orientation restrictive de la politique budgétaire et de la gestion de la dette publique, a également résulté de la faiblesse des investissements des entreprises,

due elle-même à l'amenuisement des bénéfices réels sous l'effet de l'inflation par les coûts. Afin de combattre la récession et de prévenir de nouvelles revendications salariales, les autorités ont décidé d'imprimer dorénavant une orientation expansionniste à leur politique, de manière à dédommager les salariés des pertes de revenus résultant du renchérissement du pétrole. En d'autres termes, le fardeau des revenus, qui n'a, à dire vrai, pesé sur l'économie que temporairement, en attendant le relèvement des prix du gaz naturel exporté, a ainsi été reporté sur le secteur des entreprises et sur l'Etat.

Ce sont les politiques budgétaire et salariale qui ont assumé le rôle principal. Aux premières mesures prises en février pour intensifier les dépenses publiques et pour différer l'application de la taxe spéciale sur les investissements des entreprises dans les régions occidentales, a succédé en mars un programme plus vaste dont le coût s'élevait à quelque FL 2,25 milliards sur douze mois. Les incitations fiscales en faveur de l'investissement ont été renforcées et les impôts sur le revenu, en particulier ceux des contribuables les plus modestes, ont été abaissés. En outre, les prévisions de dépenses publiques ont été augmentées d'environ FL 600 millions pour financer la hausse des coûts, les autorités rompant ainsi avec la politique suivie précédemment, qui consistait à compenser ces augmentations de coûts par une réduction du volume des décaissements du secteur public. Peu après, il a été décidé de relever le taux de majoration des salaires – s'ajoutant aux ajustements prévus au titre de la hausse du coût de la vie – autorisé à partir d'avril dans le cadre du plan d'urgence décrété par le gouvernement. Le système de surveillance stricte des prix a été maintenu en dépit de quelques assouplissements apportés à partir du 1er juillet: suppression du contrôle des prix de détail sur les denrées alimentaires autres que la viande et relèvement à 50% dans le cas de l'industrie (contre un tiers précédemment), et à 85% pour les entreprises de services, du pourcentage des hausses de salaires susceptible d'être répercuté sur les prix.

Sous l'influence de ces mesures, les dépenses de consommation ont continué de s'accroître en volume; comme les exportations poursuivaient, elles aussi, leur mouvement ascendant, l'activité économique globale s'est maintenue à un niveau relativement élevé. En juillet-août, les pouvoirs publics ont accepté un certain resserrement du crédit, et les réserves libres des banques sont tombées de 1,5 à 0,5% environ de leurs engagements à court terme. L'activité a toutefois perdu de son élan, en raison de la contraction du volume des exportations à partir du milieu de l'année et du fléchissement brutal de la consommation pendant le quatrième trimestre. La formation de capital fixe a été, elle aussi, peu active tout au long de l'année, la construction résidentielle a reculé de 13% et, pour la troisième année de suite, les dépenses en capital du secteur public se sont contractées. Les investissements des entreprises ont subi le contrecoup, non seulement de l'amenuisement plus prononcé des marges bénéficiaires sous l'effet de la récession, mais également de la décision prise par le gouvernement de laisser les salaires réels disponibles s'accroître de 2½% en 1974. Aussi la part de la main-d'œuvre dans la valeur ajoutée est-elle passée de 79½% à un nouveau record de 82% dans l'ensemble des secteurs de l'industrie et des services.

La production industrielle a continué de s'accroître pour atteindre son niveau maximum en août; comme les entrées de commandes en carnet avaient déjà commencé

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

Postes	Années	Etat	Collec- tivités locales	Secteur bancaire	Inves- tisseurs institu- tionnels <sup>1</sup>	Secteur des ménages et des entre- prises	Etranger <sup>2</sup>
		en millions de florins					
Excédent ou déficit (—) financier (sur la base des règlements)	1972	205	— 2.585	4.435	11.210	— 8.690	— 4.575
	1973	580	— 2.770	3.030	13.265	— 8.630	— 5.475
	1974	— 945	— 3.900	3.110	14.160	— 8.425	— 4.000
<i>Variations correspondantes des éléments d'actif et de passif de caractère financier<sup>3</sup></i>							
Liquidités primaires et secondaires . . . . .	1972	—	380	—	— 620	5.245	— 3.225 — 2.370 — 3.310
	1973	—	40	—	1.565	8.690	
	1974	—	185	—	1.235	10.100	
Crédit bancaire . . . . .	1972	2.110	1.290	— 2.785	— 250	— 2.145	— 2.370 — 3.310
	1973	2.250	— 825	— 2.975	185	— 6.560	
	1974	1.335	— 225	— 2.590	— 250	— 6.480	
Recours net au marché financier . . . . .	1972	— 2.215	— 4.270	7.220	12.080	— 11.440	— 1.375
	1973	— 1.805	— 2.005	6.005	11.515	— 10.595	— 3.115
	1974	— 2.435	— 3.860	5.700	13.175	— 11.245	— 1.335
Opérations financières directes avec l'étranger . . .	1972	310	15	—	—	— 350	25
	1973	135	20	—	—	— 165	10
	1974	155	—	—	—	— 800	645

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

à se ralentir, elle s'est mise à fléchir brutalement vers la fin de l'année. Au début de 1975, elle avait diminué de 9% par rapport au maximum d'août 1974. En avril, le taux de chômage s'est établi, en chiffres désaisonnalisés, à 4,9% de la population active, soit le pourcentage le plus élevé depuis le début des années 1950.

L'affaiblissement de la demande globale a incité les autorités à conférer une orientation de plus en plus expansionniste à leur politique budgétaire. C'est ainsi que le projet de loi de finances pour l'exercice 1975, présenté en septembre, prévoyait un nouvel accroissement de FL 600 millions des dépenses publiques, ce qui portait les prévisions de déficit global à FL 4,6 milliards contre FL 2,8 milliards proposés initialement pour 1974. Les autres programmes de dépenses annoncés en novembre ainsi que les nouveaux allègements de l'impôt sur le revenu et les avantages fiscaux supplémentaires consentis en faveur des investissements ont accru de FL 3,5 milliards le déficit probable; enfin, un montant de FL 560 millions a été alloué en février 1975 sous forme notamment d'aide financière aux entreprises. En avril enfin, le gouvernement a accepté, sur proposition du Parlement, de consacrer FL 1 milliard supplémentaires à la résorption du chômage dans le bâtiment. Etant donné le temps nécessaire à la mise en œuvre de

ces programmes, on escompte que les besoins d'emprunt du gouvernement s'élèveront à FL 6 milliards environ en 1975, soit 3,1% du revenu national net.

La politique du crédit et la gestion de la dette publique ont conservé un caractère assez restrictif pendant la plus grande partie de l'année. Pour compenser partiellement l'incidence monétaire de l'excédent des comptes extérieurs, le gouvernement a repris sa politique d'endettement supérieur aux besoins; il a ainsi épongé un total de FL 2,4 milliards sur le marché financier, soit FL 1,3 milliard de plus que le déficit d'exécution de la loi de finances. Les taux d'intérêt à long terme se sont inscrits en hausse pendant le premier semestre de l'année et sont demeurés à un niveau élevé jusqu'au début de l'automne. A la fin d'octobre, à l'exemple de l'Allemagne fédérale, la Nederlandsche Bank a ramené son taux d'escompte, de 8 à 7%. Par la suite, les rendements à court terme comme à long terme se sont repliés jusqu'à la fin de l'année, s'alignant, grosso modo, sur la tendance à l'étranger. Les disponibilités monétaires et quasi monétaires se sont accrues de 20% en 1974, soit à un rythme nettement plus rapide que le PNB à prix courants; cet accroissement a cependant reflété en partie un glissement au détriment des dépôts à plus long terme non compris dans  $M_2$ .

En novembre, les banques ont été avisées qu'en 1975 les autorités empêcheraient les crédits bancaires financés par des ressources monétaires de s'accroître plus rapidement que le PNB en valeur nominale. Pendant les premiers mois de 1975, le loyer de l'argent a baissé plus lentement aux Pays-Bas qu'ailleurs, les autorités s'étant attachées à modérer la demande de ressources à court terme des entreprises. Au début de mars, toutefois, le fléchissement continu des taux d'intérêt à l'étranger a conduit la Nederlandsche Bank à réduire une fois encore son taux d'escompte pour le ramener à 6%.

D'une manière générale, on ne s'attendait pas à voir l'élan imprimé à la demande provoquer un redémarrage rapide de l'activité. De surcroît, les salaires nominaux étant en grande partie déterminés par le jeu de l'indexation, l'aggravation du chômage n'a guère eu d'incidence jusqu'à présent sur le taux de l'inflation. En 1974, les coûts salariaux par personne occupée se sont alourdis de 15%, dont 3,5% seulement correspondant à des relèvements de base. Le reste a été dans la plupart des cas le résultat du fonctionnement des clauses d'indexation, le coût de la vie ayant progressé de 9,5%. Durant le premier trimestre de 1975, les relèvements de base ne sont ressortis qu'à 2% environ, mais l'indexation a été maintenue, et les prix à la consommation ont continué de progresser d'environ 10% par rapport à la période correspondante de 1974. En avril, la part des hausses de salaires que l'industrie a été autorisée à répercuter sur les prix est passée de 50% à deux tiers.

*Suisse.* Au début de 1974, l'économie helvétique avait commencé à réagir au vaste programme anti-inflationniste adopté à la fin de 1972 et au début de 1973. Si la principale mesure a été la mise en flottement du franc suisse, d'autres dispositions importantes ont été prises: restriction de la construction, plafonnement de l'expansion du crédit et diverses réglementations destinées à absorber l'excédent de liquidités. Pour l'ensemble de 1974, la consommation privée s'est accrue à un rythme moins rapide en termes réels, et les investissements ont brutalement fléchi. La construction

a été particulièrement touchée, en partie sous l'effet de la politique restrictive, mais aussi par suite de l'affaiblissement structurel de la demande des secteurs privé et public, intervenu au terme de nombreuses années d'activité intense. En revanche, les exportations ont continué de s'accroître à un rythme soutenu jusqu'à l'automne, pour subir ensuite le contrecoup du recul de la demande mondiale et de la diminution de la compétitivité extérieure des produits suisses. Le tassement général s'est accentué à partir du second semestre, entraînant un fléchissement de la production industrielle et, plus tard dans l'année, une contraction des importations. Les augmentations des prix et des salaires ont tardé à s'adapter à la nouvelle situation, mais se sont ralenties quelque peu à l'automne; en ce qui concerne les prix à la consommation, leur taux annuel de croissance a été de 11% environ en septembre et de 9% en avril 1975.

Au premier semestre de 1974, les autorités se sont généralement employées à contenir l'expansion monétaire de manière à résorber progressivement l'énorme excédent de liquidités d'origine étrangère qui s'était constitué antérieurement. A cet effet, le taux de l'escompte a été relevé de 4½ à 5½% en janvier. En même temps cependant, et en liaison notamment avec la situation sur le marché des changes, la Banque nationale a été en mesure de réduire graduellement les taux des réserves obligatoires et d'élargir ses concours au système bancaire. Par ailleurs, la constitution de dépôts de pénalité en cas de dépassement des plafonds de progression des encours bancaires n'a été que partiellement exigée et, en avril, le plafond imposé à l'expansion des prêts bancaires a été porté de 6 à 7%. Les tensions sur le marché financier se sont maintenues, et le loyer de l'argent a fortement augmenté, sous l'effet principalement d'une hausse plus sensible encore des taux sur le marché de l'euro-franc. Un nombre croissant d'émissions d'obligations ont reçu un accueil très mitigé; en mai les autorités ont commencé à intervenir sur le compartiment des valeurs à revenu fixe et à limiter les émissions internes ainsi que les exportations de capitaux.

Après l'été, la Banque nationale a adopté, pour la première fois, une politique d'expansion monétaire pour satisfaire les besoins internes. Elle a assoupli, avec prudence il est vrai, le plafonnement du crédit, distribué plus généreusement ses concours et allégé les tensions temporaires en proposant des crédits croisés en devises au système bancaire. Les coefficients de réserves obligatoires ont de nouveau été abaissés en octobre, tandis que les réserves assises sur les dépôts de résidents ont été supprimées en novembre. De plus, la Banque nationale a financé une partie des paiements extérieurs de l'Etat, apportant ainsi sa contribution à la couverture d'un déficit budgétaire en augmentation. Par suite également de l'affaiblissement de la demande globale, les tensions financières se sont atténuées à l'automne, et les taux d'intérêt ont réagi en conséquence.

Le volume des prêts bancaires aux résidents s'est accru de 7,4% en 1974, contre 8,2% l'année précédente. Le taux de croissance des disponibilités monétaires et quasi monétaires est passé de 5% en 1973 à 6,6% en 1974. Sur le marché financier, les placements nets internes de valeurs mobilières offertes à la souscription publique ont, avec un total de FS 4,5 milliards, enregistré une progression de 4,8% par rapport à 1973. En revanche, les émissions nettes effectuées par les non-résidents sont revenues de FS 2,2 milliards en 1973 à FS 450 millions en 1974 et les placements d'effets étrangers à moyen terme («notes») ont fléchi de FS 3,4 milliards à FS 2,8 milliards. Le volume des

prêts à l'étranger soumis à autorisation s'est élevé à FS 1,9 milliard seulement, contre FS 3,2 milliards en 1973.

Un examen rétrospectif de la situation permet de constater que la mise en flottage du franc suisse a joué un rôle décisif en permettant aux autorités de reprendre le contrôle de l'expansion monétaire interne. En revanche, l'évolution de la situation depuis l'automne dernier a mis en lumière certaines limites que comporte la libre fluctuation du taux de change pour un petit pays industriel à secteur financier très vaste. A peu près à cette époque, l'atonie de la demande interne avait provoqué une contraction prononcée du déficit commercial, et l'on assistait parallèlement à une brusque accélération des entrées de capitaux. Bien qu'une partie de celles-ci aient été le fait de non-résidents et qu'elles aient été partiellement neutralisées par des mesures de contrôle des changes, il est probable que le resserrement des conditions d'accès au crédit interne par rapport à la situation prévalant à l'étranger a également donné lieu à des importations de capitaux de la part des résidents. Quoi qu'il en soit, la vive appréciation du franc suisse qui en est résultée a constitué une menace de plus en plus sérieuse pour les exportations et l'emploi, de sorte que les autorités ont été amenées à reprendre dans une certaine mesure leurs interventions sur le marché des changes à partir de janvier 1975. Quelque temps auparavant, le montant des prêts à l'étranger soumis à autorisation a été relevé et, au début de mars, le taux de l'escompte a été ramené de 5½ à 5%.

De plus, les coefficients des réserves obligatoires assises sur les engagements vis-à-vis des non-résidents ont été réduits en avril, et les autorités ont annoncé leur intention de laisser la base monétaire s'accroître de 6% en 1975. Puisque l'extension du chômage touchait principalement la construction et les industries d'exportation, les restrictions ont été levées dans le secteur du bâtiment et des mesures ont été prises pour promouvoir les ventes à l'étranger. Puis, au début du mois de mai, les plafonds limitant l'accroissement des prêts bancaires ont été complètement supprimés et la réglementation afférente au financement des ventes à tempérament a été assouplie. La Banque nationale a cependant indiqué que le rythme de l'expansion monétaire ne devrait pas être trop rapide et que la priorité devait être donnée aux concours susceptibles de développer l'emploi et les exportations. Par la suite, le taux d'escompte officiel a été abaissé à 4½%, le plafonnement des prêts à l'étranger et du placement de «notes» pour compte de non-résidents a été suspendu et les coefficients de réserves sur les engagements vis-à-vis des non-résidents ont été une nouvelle fois abaissés.

*Autriche.* La croissance rapide enregistrée ces dernières années s'est poursuivie jusque vers la fin du printemps de 1974. Par la suite, l'activité s'est ralentie sous l'effet de l'affaiblissement progressif de la consommation privée et de la baisse des investissements fixes. Au début de l'année, les exportations se sont fortement accrues pour se stabiliser ensuite à un niveau élevé. L'atténuation des pressions de la demande a été accueillie avec satisfaction pendant quelque temps, mais, vers la fin de l'année, la production industrielle et le bâtiment ont régressé sensiblement; de plus, les recettes au titre du tourisme ont été inférieures aux prévisions. Le plein emploi a été maintenu, quoique le nombre des travailleurs étrangers ait quelque peu diminué. En revanche, la hausse des prix, qui s'était calmée à l'automne de 1973, s'est accélérée vers le milieu

de 1974 pour atteindre un taux annuel supérieur à 10% ; il est resté depuis lors à ce niveau.

Les politiques anti-inflationnistes précédemment suivies n'ont guère subi de changements en 1974. Les restrictions budgétaires, appliquées pour la première fois vers la fin de 1972, ont été poursuivies, et le budget 1974 a été conçu de manière à éviter tout effet de relance supplémentaire. En outre, parallèlement aux mesures prises au niveau des collectivités locales, certains crédits votés ont été temporairement bloqués, et des recettes fiscales partiellement stérilisées. La Banque nationale d'Autriche n'a pas modifié l'orientation restrictive de sa politique et a prorogé, sous une nouvelle forme, le plafonnement de l'accroissement des prêts bancaires ainsi que les dispositions analogues appliquées aux autres institutions financières.

Le flanc extérieur étant protégé par le flottement du schilling et le contrôle des mouvements de capitaux, les autorités ont recouru aux réserves obligatoires et aux opérations d'open market pour adapter l'approvisionnement en liquidités aux besoins internes. C'est ainsi qu'elles ont réduit les réserves minimums au printemps et accru à plusieurs reprises leurs achats à l'open market. De plus, les ressources bancaires bloquées en vertu d'accords de contrôle des changes ont été libérées en deux fois. Le relèvement de 5½ à 6½% du taux de l'escompte en mai a eu pour objectif d'éviter que les capitaux ne se dirigent vers les marchés étrangers offrant des taux d'intérêt plus élevés.

Les concours bancaires à l'économie interne se sont accrus de 14,4%, contre 10,9% en 1973. Les achats de valeurs mobilières par les banques (y compris les effets publics à court terme) sont cependant revenus de SCH 10,4 milliards à SCH 3,4 milliards, de sorte qu'au cours de chacune des deux dernières années, le volume global des prêts bancaires a progressé de 13-14%. Par suite d'un recours accru aux emprunts extérieurs (principalement de la part de l'Etat), les achats officiels nets de devises ont exercé un effet expansionniste plus sensible qu'en 1973. Toutefois, comme les engagements à caractère non monétaire des banques ont augmenté plus rapidement qu'auparavant, le taux de croissance de la masse monétaire au sens large n'est ressorti qu'à 6,5%, contre 5,4% en 1973. Le marché des valeurs à revenu fixe a été soumis à des tensions très vives. Par suite des arbitrages continus opérés par les épargnants en faveur d'autres formes de placements — principalement sous l'effet d'allègements fiscaux — il a fallu ajuster les taux nominaux, qui sont ainsi passés de 7% environ à 8½% au milieu de l'année. A noter que ce relèvement a été également appliqué aux obligations en circulation. En 1974, les émissions nettes ont fléchi de près de SCH 0,6 milliard pour s'établir à SCH 11,8 milliards.

Au début de 1975, le taux d'utilisation des capacités productives dans l'industrie a nettement baissé, la production a fléchi au-dessous des niveaux des périodes correspondantes de 1974 et le chômage a commencé à s'accroître. L'épargne des ménages a augmenté, la propension à investir a continué de s'affaiblir et les exportations se sont mises à diminuer.

De ce fait, le gouvernement a quelque peu modifié l'orientation de sa politique au début du printemps. Afin d'encourager l'investissement et de promouvoir les échanges commerciaux, il a décidé d'injecter dans l'économie SCH 12,7 milliards

prélevés, pour l'essentiel, sur des ressources publiques jusqu'alors stérilisées et sur le fonds d'action anticyclique. En outre, le financement des exportations a été rendu plus facile. En revanche, mis à part l'abaissement du taux de l'escompte de 6½ à 6% en avril, aucune autre mesure monétaire n'a été prise, en raison de l'ampleur des marges de crédit encore disponibles auprès des banques.

*Danemark.* Etant donné sa forte dépendance à l'égard des importations de pétrole et sa vulnérabilité traditionnelle sur le plan de la balance des paiements courants, le Danemark a dû faire face, l'an dernier, à un grave problème d'ajustement. En conséquence, les autorités ont été contraintes de s'accommoder d'une importante marge de capacités inutilisées et de maintenir une politique monétaire assez restrictive jusque vers la fin de l'année.

L'activité économique a poursuivi son mouvement ascendant au début de 1974, mais a accusé, à partir du milieu de l'année, un recul brutal qui s'est accompagné d'une aggravation rapide du chômage. La diminution de la construction résidentielle a été particulièrement prononcée, la cadence annuelle des mises en chantier étant tombée à environ la moitié des chiffres élevés enregistrés au cours des deux années précédentes. L'alourdissement de la fiscalité indirecte, la hausse du coût du pétrole et les incertitudes qui pesaient sur l'emploi ont concouru à la baisse d'environ 3% en termes réels des dépenses de consommation du secteur privé. Les investissements des entreprises, soutenus au début de l'année, ont fléchi par la suite. Les décaissements du secteur public n'ont progressé que légèrement en volume, car l'accroissement des dépenses de consommation a été, pour une large part, compensé par une nouvelle contraction des investissements publics, consécutive à la décision de suspendre jusqu'à l'automne le démarrage des projets de construction de bâtiments publics et des travaux de génie civil. Aussi, l'atonie de la demande interne a-t-elle été la principale cause de la bonne tenue des exportations de produits manufacturés, qui ont augmenté de 10% en volume. A la fin de 1974, la balance des opérations courantes s'est considérablement améliorée et, au début de 1975, la hausse des prix s'est sensiblement ralentie et s'est éloignée du taux record de près de 17% atteint précédemment.

Au premier semestre de 1974, le Parlement a adopté diverses mesures anti-inflationnistes prévoyant une compression des dépenses publiques, un plan d'épargne obligatoire pour les particuliers assujettis à l'impôt sur le revenu, l'octroi de subventions à l'industrie pour atténuer l'incidence sur les prix des ajustements de salaires en fonction de la hausse du coût de la vie, enfin un relèvement des taxes sur divers produits de consommation. A la fin de l'été et en automne, une série de mesures sélectives ont toutefois été prises pour stimuler l'activité dans le secteur du bâtiment. De plus, en septembre, en liaison surtout avec la réforme fiscale, le Parlement a voté une réduction de KRDK 7 milliards de l'impôt sur le revenu des particuliers, applicable à compter de janvier 1975. Pour l'exercice financier se terminant en mars 1975, le budget de l'Etat devrait se solder, d'après les estimations, par un déficit de trésorerie de KRDK 3,1 milliards, contre un excédent de KRDK 3,8 milliards l'année précédente.

La politique monétaire a conservé une orientation restrictive jusqu'au milieu de 1974, mais la situation s'est ensuite quelque peu détendue sur le marché. L'encadrement du crédit n'a pas été modifié pendant les sept premiers mois de 1974, mais les

avances bancaires ont continué de progresser. A la fin du mois d'août, l'apparition de tendances récessionnistes et un allègement des tensions externes ont amené les autorités à relever de trois points, puis de nouveau de deux points en novembre, le plafond des prêts. A l'automne, diverses restrictions temporaires appliquées au crédit hypothécaire ont commencé d'être levées. Les concours bancaires se sont accrus à un rythme moins rapide vers la fin de l'année, en raison essentiellement de la diminution des prêts à la construction, et les nouveaux plafonds de crédit n'ont pas été immédiatement mis à profit. La liquidité du système bancaire s'est améliorée, l'excédent de trésorerie de l'Etat ayant fait place à un déficit, dont le financement a entraîné des prélèvements sur les ressources disponibles à la banque centrale. Par suite de la baisse du loyer de l'argent à l'étranger, de l'amélioration du compte extérieur et de l'extension du chômage, le taux de l'escompte a été abaissé à 9% à la mi-janvier et à 8% au début d'avril.

Le volume des prêts consentis par les banques commerciales et par les principales caisses d'épargne n'a marqué qu'une progression de 7% en 1974, alors qu'il s'était accru de 15,8% en 1973. La croissance de la masse monétaire au sens large s'est ralentie à 9% approximativement, soit la plus faible augmentation qui ait été enregistrée depuis 1971. Les importations nettes de capitaux ont été en progression, les emprunts à l'étranger des entreprises s'étant élevés à un total de KRD 4,5 milliards environ. Le budget pour l'exercice 1975-76, tel qu'il a été adopté par le Parlement, prévoit un déficit de trésorerie d'environ KRD 9,4 milliards. Au début de mars, après la rupture des négociations salariales au plan national, le Parlement a voté un nouveau programme de stabilisation qui prévoit notamment la prolongation pour deux ans des conventions collectives en vigueur. Le programme comporte en outre un blocage des marges bénéficiaires et des dividendes. A la fin d'avril, les plafonds de prêts des banques commerciales et des caisses d'épargne ont été de nouveau relevés de trois points. Toutefois, pour compenser partiellement l'incidence du déficit budgétaire sur la liquidité, les facilités de crédit des banques auprès de la Banque nationale ont été réduites. De surcroît, le gouvernement envisage l'émission d'un emprunt à moyen terme d'un montant pouvant atteindre KRD 6 milliards.

*Norvège.* Grâce, en partie, à la politique budgétaire de relance et à l'activité liée à l'exploitation du pétrole en Mer du Nord, l'expansion économique s'est poursuivie en Norvège, le produit intérieur brut ayant progressé de 3,6% environ l'an dernier en termes réels. Des allègements fiscaux et des subventions de prix, conjugués à l'accroissement des transferts sociaux, ont permis d'augmenter sensiblement les revenus réels disponibles et de relancer la consommation, dont le rythme d'accroissement a été plus rapide qu'en 1973. Tout en progressant à une cadence moins rapide que l'an dernier, les investissements sont demeurés une composante active de la demande. Les exportations, qui ont continué de faire preuve de dynamisme au début de l'année, ont fléchi par la suite, à l'instar des recettes nettes de la marine marchande, sous l'effet de la récession internationale. Les tensions sur le marché du travail et le niveau très bas du chômage (moins de 1% de la population active) ont été à l'origine d'une majoration de 18% des salaires dans l'industrie de transformation. Toutefois, la hausse des prix à la consommation aurait été largement supérieure aux 9½% enregistrés si le gouvernement n'avait pas eu recours à des subventions de caractère sélectif.

Pour neutraliser les effets prévisibles du renchérissement du pétrole, les autorités ont adopté une politique budgétaire plus expansionniste. A cet égard, le gouvernement a eu les mains plus libres que dans les autres pays, étant donné que la Norvège ne tardera pas à devenir un exportateur net de pétrole et qu'elle n'a eu aucune peine à attirer des capitaux étrangers. Compte tenu des opérations au titre de la sécurité sociale, les finances publiques ont dégagé un excédent correspondant à près de 1% du produit intérieur brut, contre 3% environ en 1973. Bien que les stimulants budgétaires aient porté principalement sur les subventions des prix des denrées alimentaires, les transferts sociaux et les allègements fiscaux, la consommation du secteur public s'est accrue elle aussi, progressant de 4% à prix constants.

Les autorités ont dû adapter la politique du crédit à l'augmentation plus rapide que prévu des prix et de la demande de biens d'investissement; aussi ont-elles, en cours d'année, révisé en hausse les normes d'accroissement des prêts, tout en maintenant l'expansion du crédit au-dessous de la croissance des investissements, de manière à encourager l'autofinancement. Le crédit a, au total, progressé de quelque 15% selon les estimations, grâce surtout aux importations de capitaux qui se sont accrues de plus de 50%. Les disponibilités monétaires et quasi monétaires ont, avec un taux de progression de 12% environ, augmenté un peu plus fortement qu'au cours des deux années précédentes.

En mars 1974, le taux de l'escompte a, pour la première fois depuis 1970, été relevé et porté de 4½ à 5½%. En même temps, le taux des bons du Trésor a été majoré de 3¼ à 5%, tandis que celui des fonds d'Etat à cinq ans passait de 5¼ à 6½%. En raison de l'activité de prêt exceptionnellement intense observée dans les banques au printemps et pendant l'été, la Banque de Norvège a instauré, en septembre, un système de réserves obligatoires supplémentaires, aux termes duquel les banques qui ont développé leurs concours de plus de 3% entre le 31 juillet et le 31 décembre 1974 ont été tenues de constituer, sur les livres de l'Institut d'émission, des dépôts d'un montant équivalant à 50% du dépassement. En outre, comme les interventions effectuées en septembre et octobre sur le marché des changes ont permis d'atténuer les pressions qui s'exerçaient sur la liquidité du système bancaire, le taux des réserves primaires a été porté de 6 à 8% pour les grandes banques commerciales. Vers la fin de l'année, la croissance des prêts bancaires s'est ralentie. Contrairement à ce qui s'est passé pour les banques commerciales, le volume des concours des caisses d'épargne a été inférieur, pendant le premier semestre de 1974, au maximum autorisé par les normes de progression. Leur position de réserve s'est cependant détériorée, de sorte que les coefficients de liquidité primaire, après avoir été ramenés de 5 à 4% en avril, ont été supprimés en juin.

Alors que, l'an dernier, le budget a fait ressortir un excédent plus faible, le projet de loi de finances pour l'exercice 1975 prévoit, compte tenu des opérations au titre de la sécurité sociale, un équilibre global, la plus grande partie de la variation s'expliquant par un allègement de la fiscalité. Les prévisions budgétaires pour 1975 tablent sur une accélération de l'expansion du crédit bancaire aux résidents, conjuguée à une stabilisation des importations de capitaux au niveau élevé qu'elles atteignent à l'heure actuelle. Pour faciliter la réalisation des nouveaux objectifs en matière de distribution du crédit, les coefficients de réserves primaires des banques commerciales ont été

abaissés de deux points à la mi-février, et le régime des réserves a de nouveau été assoupli au début d'avril pour des raisons de caractère saisonnier. Le collectif budgétaire proposé en mai prévoit le maintien de la consommation à un niveau élevé et une forte demande d'investissement, le taux de croissance réel devant atteindre 6% ou plus en 1975. La politique économique globale doit donc être maintenue modérément restrictive.

*Suède.* Contrairement à l'évolution notée dans les autres pays, la production réelle a de nouveau progressé l'an dernier (+4,2%), tandis que le chômage est revenu de 2½ à 2% de la population active. Les mesures budgétaires ont permis de maintenir à 10,5% pendant l'année la hausse des prix à la consommation et d'améliorer de façon substantielle les revenus réels disponibles. Aussi, en dépit d'une nouvelle augmentation du taux d'épargne, la consommation s'est-elle accrue, en termes réels, de 4,4%, soit le pourcentage le plus élevé enregistré depuis assez longtemps. En outre, après s'être dégonflés deux années durant, les stocks ont été rapidement reconstitués. Les investissements industriels ont continué de se développer, tandis que les exportations ont augmenté de 3,7%. Toutefois, après une longue période d'activité intense, tant la construction résidentielle que les investissements connexes des collectivités locales ont fléchi de nouveau l'an dernier.

En mars 1974, soucieux de stimuler l'expansion et de ralentir la spirale des salaires et des prix, le gouvernement a adopté une série de mesures budgétaires: accroissement des transferts sociaux, subventions pour les denrées alimentaires, réduction temporaire des taux de la taxe à la valeur ajoutée et octroi de primes spéciales en faveur des investissements visant à économiser l'énergie. L'accroissement du déficit budgétaire a été financé par des ressources monétaires et l'Etat n'a guère modifié le volume de ses emprunts effectués en dehors du système bancaire. Etant donné que les mesures prises comportaient des allègements fiscaux et des transferts sociaux, la consommation du secteur public en termes réels ne s'est accrue que modérément, soit de 3%.

D'autres mesures, en partie de caractère structurel, ont été adoptées à l'automne. C'est ainsi qu'en octobre la politique du logement a été modifiée, dans le but notamment de moins exposer la construction résidentielle aux variations des taux d'intérêt. D'autres dispositions annoncées à cette époque, et devant prendre effet en janvier, comportaient une amélioration du régime des retraites, la suppression des versements par les salariés des cotisations d'assurance-maladie et une atténuation de la progressivité de l'impôt pour les contribuables se situant dans les tranches moyennes de revenus. Pour financer ces mesures, il a été décidé de relever les contributions versées à la sécurité sociale par les employeurs et les travailleurs indépendants. Dans le dessein également de modérer les revendications salariales, le gouvernement a proposé de soumettre les entreprises à l'obligation de placer une fraction de leurs bénéfices nets de 1974 en comptes spéciaux non rémunérés, destinés à financer des investissements et des améliorations des conditions de travail.

L'affaiblissement de la position extérieure du pays, consécutif à la hausse du coût du pétrole, a conduit les autorités à réviser la politique monétaire, de façon à encourager les importations de capitaux. Au début d'avril, le taux de l'escompte a été modifié pour la première fois depuis 1971, pour être porté de 5 à 6%. Le coefficient

des réserves obligatoires étant passé de 1 à 5%, les banques se sont trouvées dans l'obligation de recourir davantage aux concours de la banque centrale, parfois même à des taux de pénalité. En outre, l'octroi de crédits bancaires au secteur privé, à l'exclusion des prêts au logement, a été soumis en 1974 à des limitations de croissance: 15% pour les banques commerciales, 10% pour les caisses d'épargne et 13% pour les caisses de crédit mutuel. Les avances bancaires consenties par les banques commerciales et financées par des capitaux importés ont été exemptées des plafonds de crédit.

Toutefois, étant donné l'abondance de la liquidité des entreprises et le niveau relativement bas des taux d'intérêt en Suède par rapport à l'étranger, ces mesures se sont révélées insuffisantes pour attirer des capitaux. En conséquence, le taux de l'escompte a été porté de 6 à 7% à la mi-août et la réglementation des emprunts à l'étranger du secteur privé a été assouplie une fois de plus. En novembre, le plafond des prêts consentis par les banques commerciales a été relevé, leur accroissement étant désormais limité à 20% pour la période de dix-huit mois se terminant le 30 juin 1975. Bien que les directives appliquées aux caisses d'épargne et aux caisses de crédit mutuel en matière de prêts n'aient pas été reconduites au-delà de 1974, les banques ont été invitées à faire preuve de modération, et il leur a été recommandé de respecter des ratios de liquidités de 23% au lieu de 20% à compter du 30 juin 1975.

Les disponibilités monétaires et quasi monétaires n'ont progressé que de 9,4% en 1974 soit le rythme le plus faible noté depuis plusieurs années. L'expansion des avances des banques commerciales s'est progressivement ralentie pour ne représenter

Suède: Flux nets de crédits

Prêteurs	Années	Emprunteurs				Total
		Etat	Collectivités locales	Secteur du logement	Secteur des entreprises	
en millions de couronnes suédoises						
Riksbank . . . . .	1972	— 185	5	—	5	— 175
	1973	— 1.535	5	—	20	— 1.510
	1974	8.340	5	—	70	8.415
Banques commerciales . . . . .	1972	1.950	125	1.945	4.055	8.075
	1973	2.810	535	2.995	6.890	12.230
	1974	— 2.880	260	2.750	5.935	6.065
Caisses d'épargne et caisses de crédit mutuel . . . . .	1972	1.830	675	2.685	1.330	6.520
	1973	145	— 125	1.765	2.400	4.185
	1974	385	— 110	2.440	3.270	6.985
Organismes publics d'assurances . . . . .	1972	1.935	765	2.675	2.795	8.170
	1973	1.870	685	3.595	3.130	9.280
	1974	1.525	645	3.595	3.050	8.815
Organismes privés d'assurances . . . . .	1972	460	290	1.400	1.090	3.240
	1973	830	145	1.700	1.370	4.045
	1974	1.175	50	2.170	2.045	5.440
Divers . . . . .	1972	350	40	20	745	1.155
	1973	2.030	90	— 255	130	1.995
	1974	2.175	90	185	1.085	3.535
Total . . . . .	1972	6.340	1.900	8.725	10.020	26.985
	1973	6.150	1.335	8.800	12.940	30.225
	1974	10.720	940	11.140	15.455	38.255

que 12,8% pendant l'année, c'est-à-dire un taux très inférieur à celui que permettait le plafonnement du crédit. En dépit des restrictions imposées à l'activité des banques commerciales, la progression du crédit sous toutes ses formes a été, dans l'ensemble, assez considérable (KRS 38 milliards contre KRS 30 milliards en 1973). Cet accroissement est intervenu essentiellement au premier semestre et il s'explique par le déficit de l'Etat et les emprunts des entreprises. Bien que le niveau des taux d'intérêt ait été relevé en 1974, les emprunts à l'étranger du secteur privé n'ont que faiblement augmenté jusqu'à l'automne.

Le budget de l'Etat pour 1975-76 présenté en janvier envisage un déficit de KRS 12 milliards environ, soit à peu près l'équivalent du déficit d'exécution pour l'exercice en cours. Constatant qu'un budget expansionniste suppose l'acceptation d'un déficit substantiel du compte extérieur, le gouvernement a prévu de recourir en 1975, et ce pour la première fois, aux emprunts à l'étranger. A la mi-avril, la limite de croissance fixée jusqu'au milieu de l'année pour les prêts des banques commerciales non destinés au logement a été portée de 20 à 22% du niveau atteint à fin 1973, la marge supplémentaire ainsi dégagée étant destinée au financement de l'industrie. En même temps, le taux nominal des nouvelles émissions d'obligations a été majoré d'un point, et il atteint maintenant 9¼% pour les valeurs à revenu fixe émises par les collectivités locales et les entreprises industrielles. Cette décision vise à faciliter un emprunt de KRS 2 milliards à long terme dont le produit servira à financer les investissements industriels, avec une préférence pour les projets de développement des ventes à l'étranger. Peu après, le gouvernement a annoncé qu'une somme de plus de KRS 3 milliards de ressources des entreprises, bloquée sur les livres de la Riksbank tant au titre de la protection de l'environnement qu'en compte spécial d'investissement, sera libérée dès le deuxième semestre au profit des investissements. Un nouvel accord salarial conclu fin avril au niveau national a prévu un relèvement d'environ 25% sur deux ans des salaires de base dans l'industrie — et même un peu plus si l'on tient compte des charges sociales des entreprises et du glissement des salaires.

*Finlande.* La croissance économique s'est maintenue pendant la plus grande partie de l'année; cependant, la vive hausse des prix des produits importés a aggravé l'inflation et expliqué en partie l'ampleur du déficit de la balance des opérations courantes. Le produit national brut, en termes réels, s'est accru d'environ 3,7%, soit un rythme quelque peu inférieur à celui de 1973, la formation brute de capital fixe s'étant accrue de 4,1%. La construction de logements s'est ralentie à la fin de l'année et on n'escomptait pas de redémarrage rapide de l'activité. En volume, les exportations ont cessé de croître du fait que les progrès relativement importants réalisés dans les industries métallurgique et mécanique ont été annulés par une réduction du volume des exportations du secteur de la sylviculture. Malgré un accroissement sensible de la population active, le taux de chômage est demeuré au-dessous de 2% et ce pour la première fois depuis 1966. Pendant l'année, les prix à la consommation ont fait un bond de 17% après une hausse de 10,7% en 1973.

Les efforts de stabilisation ont été caractérisés par une étroite coordination des politiques budgétaire et des revenus. En mars 1974, un accord-cadre concernant

les augmentations de salaires a été conclue, à l'échelon central, pour la période allant jusqu'à fin janvier 1976. Elle porte aussi bien sur la modification des taux des impôts directs, les cotisations patronales de sécurité sociale, et les subventions au bénéfice des produits alimentaires que sur le contrôle des prix. En juillet, le gouvernement et les représentants de l'industrie forestière sont convenus de stériliser temporairement MF 300 millions (somme ramenée ultérieurement à près de MF 240 millions) prélevés sur les recettes d'exportation de cette branche. Les mesures de contrôle des prix ont été légèrement assouplies en septembre et, au début d'octobre, les impôts sur certaines denrées alimentaires et sur le mazout ont été temporairement abaissés. L'excédent budgétaire de l'Etat est revenu de MF 1,2 milliard en 1973 à MF 900 millions environ l'an dernier.

L'orientation générale du budget a été légèrement moins restrictive qu'en 1973. Toutefois, du point de vue monétaire, le resserrement s'est progressivement accentué sur les marchés financiers tout au long de l'année. Les facilités d'emprunt des banques commerciales auprès de la banque centrale ont été élargies en février, mai et juin; pendant la plus grande partie de l'année, l'endettement des établissements bancaires a toutefois dépassé ces limites. La collecte de dépôts a été inférieure à l'expansion du crédit bancaire, qui a été stimulée par le boom des investissements, les possibilités limitées d'accès aux ressources extérieures à long terme et le coût relativement bas du crédit intérieur. Les taux d'intérêt pratiqués par les banques sont demeurés inchangés par rapport à leur niveau du milieu de 1973, et le taux de l'escompte est resté à 9¼%, les taux de pénalité en cas de dépassement des plafonds étant maintenus en vigueur. Les taux d'intérêt des obligations sont passés à l'automne de 9% à 9¾-10¼%. En novembre, la banque centrale a publié des directives de caractère sélectif sur la distribution du crédit, qui mettent l'accent sur la nécessité d'accorder la priorité aux investissements industriels et aux autres dépenses connexes. La progression des prêts bancaires est tombée de 25% environ en 1973 à 19% approximativement en 1974. La croissance des disponibilités monétaires et quasi monétaires s'est élevée à 17,6% sur l'année, contre 15,5% en 1973.

Au début de 1975, la demande d'exportation a subi une forte baisse, et le déficit de la balance des paiements courants s'est accentué. Dans ce contexte, des mesures d'une assez grande ampleur ont été prises en mars. L'accent a été mis sur une compression sélective de la demande au moyen de restrictions monétaires et financières conjuguées à des mesures visant à favoriser l'élargissement des capacités de production. En outre, un système de dépôt à l'importation a été institué pour un an avec effet immédiat; il s'est appliqué à 50% environ du total des importations. Les dépôts, dont les taux s'échelonnent entre 5 et 30% du prix des produits importés, doivent être maintenus pendant six mois en compte non rémunéré sur les livres de la banque centrale. Les principales catégories de produits non assujetties à ce système sont, pour la plupart, les matières premières et les biens utilisés directement dans la production destinée à l'exportation. Simultanément, le contrôle des prix a été modifié pour empêcher que le coût des dépôts à l'importation ne soit répercuté sur les prix à la consommation, et des compressions de dépenses publiques ont été proposées. Les autorités ont poursuivi la politique de restrictions monétaires, tout en durcissant les conditions d'octroi des prêts personnels. En mars, la banque centrale a annoncé que les avances aux banques

commerciales dépassant de 50% leur plafond de refinancement feraient à l'avenir l'objet de négociations.

*Espagne.* La croissance économique s'est ralentie en 1974, surtout au second semestre, alors que la hausse des prix s'est poursuivie à un rythme rapide. Le recul a été particulièrement marqué dans les investissements fixes des entreprises, le logement, les exportations et le tourisme. Par suite de la faiblesse persistante de la demande et d'un reflux de travailleurs espagnols provoqué par la récession dans d'autres pays européens, le nombre de chômeurs recensés a vivement progressé. En dépit de l'amorce de stagnation et du maintien en vigueur du contrôle des prix, l'indice des prix à la consommation s'est accru de près de 18% pour l'ensemble de l'année, contre 14% en 1973.

Si, sous l'effet de la montée des prix du pétrole, la balance des paiements courants s'est soldée par un déficit, le niveau confortable des réserves de change de l'Espagne — auquel il convient d'ajouter le produit d'emprunts à l'étranger — a fait qu'aucune contrainte extérieure ne pesait dans l'immédiat sur la poursuite d'une politique expansionniste. Aussi, dans les premiers mois de 1974, les autorités ont-elles pris des dispositions pour contrecarrer les effets de l'enchérissement du pétrole sur la demande comme sur les prix. Le train de mesures financières comprenait un accroissement des dépenses publiques, des subventions aux denrées alimentaires, une réduction des recettes perçues par le gouvernement sur le pétrole, l'ajournement du relèvement prévu des cotisations de sécurité sociale et une réduction temporaire des droits de douane à l'importation. En octobre, le gouvernement a annoncé d'autres mesures de relance devant permettre notamment un accroissement des investissements publics et privés.

Les restrictions monétaires ont continué d'être appliquées en 1974, et ont encore été durcies au printemps et en été lorsque l'inflation par les prix s'est accélérée. Au début de mai, le coefficient de trésorerie des banques commerciales a été porté de 7½ à 8%. Les opérations sur titres et le relèvement des contingents de réescompte ont parfois été utilisés pour atténuer les pressions, mais au printemps, le resserrement de la liquidité a entraîné une vive décélération, pendant un certain temps, de l'expansion des agrégats monétaires, de sorte qu'au milieu de l'année le coefficient de trésorerie a été ramené de 8 à 7¼%. Début août, le taux de l'escompte a été relevé de 6 à 7% de façon à le rapprocher davantage des taux plus élevés en vigueur à l'étranger. Sur l'ensemble de l'année, le crédit bancaire au secteur privé a augmenté de 26,7%, contre près de 31% en 1973. L'accroissement des disponibilités monétaires et quasi monétaires s'est ralenti, s'établissant à 19%, contre 24% l'année précédente.

Bien que la plupart des modifications de prix soient restées soumises, à des degrés divers, à un régime de surveillance officiel, la hausse des prix des produits alimentaires et le renchérissement des hydrocarbures et matières premières importés ont imprimé l'an dernier une vive impulsion à la spirale inflationniste. Le plafonnement des augmentations de salaires, institué à la fin de 1973, a été abandonné en août, mais, en novembre, le gouvernement a prorogé le programme de modération des prix. Simultanément des avantages fiscaux destinés à atténuer les effets de l'inflation ont été annoncés. Au début d'avril 1975, le gouvernement a renforcé sa politique des revenus: blocage des marges bénéficiaires et des dividendes, limitation de la plupart des hausses de salaires à l'augmentation du coût de la vie et possibilité de ne répercuter dans les

prix industriels que la progression des coûts de main-d'œuvre et de matières premières. D'autres mesures restrictives comprenaient un nouvel impôt de 15% frappant les intérêts créditeurs des dépôts bancaires, et des réformes visant à supprimer certaines possibilités d'évasion fiscale en matière d'impôt sur le revenu.

*Yugoslavie.* Pendant la majeure partie de l'année dernière, l'évolution interne et externe a été influencée par les politiques expansionnistes adoptées en été 1973, au moment où l'activité économique commençait à se ralentir. On notait alors des signes de fléchissement de la demande finale, notamment en matière d'investissement, un plafonnement de la production industrielle et de l'emploi ainsi qu'une vive progression des stocks de produits finis. Diverses mesures ont été prises pour stimuler à la fois la consommation et les investissements, et il a été envisagé de développer fortement les importations pendant un certain temps, même au prix d'une diminution des réserves officielles de change. Ces politiques ont eu pour effet de relancer la production industrielle, qui a progressé régulièrement tout au long de l'année 1974 pour atteindre un taux de croissance de 10% tandis que, dans le bâtiment, l'activité s'est développée de 6% et que les importations enregistraient en automne un accroissement de 20% sur douze mois. A cette époque les exportations, qui n'avaient cessé de se ralentir, se situaient à 15% au-dessous du niveau atteint à la fin de 1973.

En valeur, la demande interne a progressé beaucoup plus rapidement que la production réelle, d'où une vive accélération de la hausse des prix et l'apparition d'un important déficit de la balance des paiements. Toutefois la Banque nationale ayant été amenée à effectuer de fortes cessions nettes de devises, alors qu'en 1973 elle s'était livrée à des achats nets, la croissance de la base monétaire interne a été beaucoup plus faible l'année dernière qu'en 1973. Aussi en est-il résulté un ralentissement de l'expansion de la demande vers la fin de l'année. En termes réels, les investissements ont fortement progressé, atteignant un maximum au troisième trimestre, où ils ont dépassé de 32% le niveau de la période correspondante de 1973; leur taux de croissance sur douze mois est, toutefois, retombé à environ 10% au quatrième trimestre. La demande de consommation a augmenté pendant tout l'été, mais est revenue en automne à peu près au même niveau qu'un an auparavant. Aux restrictions monétaires appliquées aux dépenses s'est ajoutée en août l'introduction de mesures visant à limiter les importations. En revanche, la pression croissante sur la liquidité des banques a été quelque peu atténuée par l'abaissement progressif du coefficient de réserves obligatoires et par d'autres mesures visant en outre à promouvoir les exportations.

On estime que, sur l'ensemble de l'année 1974, le crédit bancaire a augmenté de 23%, contre 17% en 1973. En raison toutefois du renversement du solde de la balance des paiements, devenu déficitaire, l'accroissement de la masse monétaire est retombé de 37% en 1973 à 26%, mais les avoirs liquides du secteur des entreprises sont en fait restés inchangés. Les hausses de prix ont de nouveau été vives durant l'année, allant de 19% pour les produits agricoles à 36% pour les produits industriels; le coût de la vie a augmenté d'environ 22% et les prix de détail de 30%. Le renchérissement des importations a été partiellement responsable de cette évolution, notamment à partir de l'automne, lorsque le taux de change effectif du dinar a été ajusté en baisse d'environ 7%. L'hiver dernier, après l'adoption des grandes lignes

de la politique économique pour 1975, l'accent a été mis sur la nécessité d'appliquer des restrictions sur une large échelle et de promouvoir les exportations tout en freinant les importations. Dans les premiers mois de 1975, la montée du chômage a amené les autorités à accorder davantage d'attention au marché du travail et aux améliorations du système de sécurité sociale.

*Hongrie.* Les investissements ont repris en 1974 à la suite de l'assouplissement des mesures restrictives de 1972. Au total, ils ont augmenté de 11% en valeur et de 9% en volume; les dépenses en capital fixe que les entreprises et les coopératives financent elles-mêmes ont marqué une progression légèrement plus rapide que celles qui ont été effectuées par les autorités centrales. Ces progrès, combinés avec une amélioration des avantages de salaires, ont permis de développer de 7,2% la productivité dans l'industrie. Les taux d'accroissement les plus élevés de la production ont été obtenus dans certaines branches de l'industrie mécanique; en revanche, tout en s'accélégrant, les progrès réalisés dans les industries de biens de consommation ont été lents par comparaison. Bien que dépassant de 4,7% le volume de 1973, l'activité dans la construction de logements est restée au-dessous des chiffres records de 1972. Dans le secteur agricole, les résultats de la production animale ont été très satisfaisants; en revanche, certaines récoltes ont pâti de conditions météorologiques défavorables. La progression du revenu national «produit» a, par conséquent, été sensiblement inférieure à celle de 1973. Les salaires mensuels ont augmenté de 6,5-7,2% en moyenne et l'ensemble des revenus nominaux de 11% environ. Les ventes au détail ayant enregistré un taux de croissance similaire, elles se sont donc accrues plus fortement qu'en 1973. L'augmentation des dépenses de consommation et d'investissement a été plus rapide que celle de l'offre de produits d'origine interne, si bien que la balance commerciale est devenue déficitaire. Le gonflement de 54% des importations en provenance des pays industriels à économie de marché a provoqué, vis-à-vis de ces pays, une accentuation du déficit en termes de roubles convertibles (435 millions en 1974 contre 35 millions un an plus tôt). Les ventes nettes aux pays du Comecon ont brutalement baissé et le solde de la balance des échanges avec les pays en voie de développement est devenu négatif. Les besoins de devises ont été en partie couverts par de nouveaux recours au marché des euro-crédits et par le lancement d'un emprunt international. Le renchérissement des produits importés a donné une impulsion supplémentaire à la hausse des prix internes que les subventions de l'Etat ainsi que d'autres mesures ont cependant permis de limiter à 2% environ au stade du détail pour l'ensemble de l'année. Pour 1975, les autorités ont généralement fixé des objectifs de croissance inférieurs aux résultats effectivement obtenus l'an passé.

*Tchécoslovaquie.* L'an dernier, l'activité économique a, d'une manière générale, progressé sensiblement au même rythme qu'en 1973. Par rapport aux années précédentes, toutefois, l'évolution de la situation n'a pas été entièrement satisfaisante étant donné que les taux de croissance dans certains secteurs clés ont continué de régresser et que l'espoir de voir s'améliorer la tendance générale a été déçu. Par suite d'une forte pénurie de main-d'œuvre supplémentaire, l'expansion a été tributaire pour une large

part des gains de productivité. Ceux-ci se sont cependant inscrits en baisse: ils sont revenus de 6,4% en 1971 à 5,4% l'an dernier dans l'industrie et le bâtiment. Par ailleurs, l'approvisionnement énergétique a continué de peser sur la production. Néanmoins, grâce à une utilisation plus efficace des matières premières, il a été possible de réduire légèrement les coûts unitaires de production. En dépit des résultats décevants de l'agriculture, le revenu national s'est accru à peu près dans les mêmes proportions qu'en 1973. L'augmentation de l'ensemble des revenus nominaux a été inférieure à celle de 1973, mais les ventes au détail, notamment celles de biens de consommation durables, se sont développées à un rythme plus vigoureux. Les investissements ont marqué une progression de 8,7% soit plus qu'en 1973, sans toutefois atteindre le taux de 9,6% fixé par le plan. L'augmentation nominale des importations a été relativement plus forte que celle des exportations, de sorte que le déficit de la balance commerciale s'est encore amplifié. En raison notamment de l'inflation à l'étranger, les importations nettes en provenance des pays industriels à économie de marché se sont fortement gonflées tandis que, sous l'effet de l'accélération des achats effectués dans les autres pays du Comecon, la balance commerciale interzone de la Tchécoslovaquie est devenue déficitaire. Vis-à-vis des pays en voie de développement, cependant, le solde négatif des échanges a fait place à un excédent. Des objectifs relativement élevés ont été retenus pour 1975 afin de compenser les retards enregistrés jusqu'à maintenant dans l'exécution

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

Pays	Années	Production brute			Revenu national «produit» <sup>1</sup>
		Industrie	Agriculture	Construction	
pourcentage de variation annuelle moyenne, ou annuelle, en volume					
Bulgarie . . . . .	1966-72	10,4	4,5	9,7	8,4
	1973	9,3	0,7	6,7	8,0
	1974	8,5	0,0 <sup>2</sup>	10,0	7,5
Hongrie . . . . .	1966-72	6,1	3,7	9,0	6,5
	1973	7,0	6,7	3,1	7,3
	1974	8,2	3,7	5,0	7,0
Pologne . . . . .	1966-72	8,7	3,8	8,4	6,9
	1973	11,3	7,3	20,5	11,6
	1974	12,2	2,0 <sup>2</sup>	18,2	10,0 <sup>2</sup>
République démocratique allemande . . . . .	1966-72	6,3	2,9	7,1	5,2
	1973	6,8	1,0	6,1	5,5
	1974	7,4	8,3	6,2	6,3
Roumanie . . . . .	1966-72	11,8	7,0	10,5	8,8
	1973	14,7	0,2	7,3	10,8
	1974	15,0	0,0	6,6	12,5
Tchécoslovaquie . . . . .	1966-72	6,7 <sup>3</sup>	3,5	8,4	6,5
	1973	6,3	4,7	6,5	5,3
	1974	6,2	3,0	7,0	5,2
URSS . . . . .	1966-72	8,1	2,4	7,5	6,9
	1973	7,4	16,1	2,3	9,0
	1974	8,0	— 3,7	6,0	5,0

<sup>1</sup>Produit «matériel» net.    <sup>2</sup> Estimation.    <sup>3</sup> Pour 1971-72 seulement.

Source: Nations Unies, Commission économique pour l'Europe, *Etude sur la situation économique de l'Europe en 1974*.

du plan quinquennal. Comme les résultats dépendront d'une amélioration de la productivité, il est prévu de donner la priorité non seulement au développement des exportations, mais également à la réalisation accélérée des projets d'investissements ainsi qu'à la rationalisation des méthodes de gestion.

*République démocratique allemande.* Après avoir été assez modéré en 1973, l'accroissement du revenu national s'est élevé l'année dernière à 6,3%, soit le meilleur résultat enregistré depuis plusieurs années. Le principal facteur de cette évolution a été la progression de 7,4% de la production industrielle, imputable essentiellement à une amélioration de la productivité du travail. Les ressources productives ont constamment été soumises à de fortes pressions, et les heures supplémentaires se sont multipliées. L'existence de goulots d'étranglement dans le secteur des transports et la pénurie de pièces de rechange dans l'industrie ont entraîné quelques interruptions du flux de production. Dans le secteur du bâtiment, la priorité ayant été donnée à la construction de logements, la croissance de la production s'est maintenue au même niveau qu'en 1973. Ces résultats favorables dans l'ensemble — même dans l'agriculture — sont dus en grande partie au niveau assez élevé des investissements réalisés ces dernières années; ils ont représenté environ 29% du produit national. Cependant, après avoir atteint le taux élevé de 8,5% en 1973, la progression des investissements s'est ralentie, notamment dans l'industrie, pour ressortir à 4% en 1974 au total. A en juger d'après les ventes au détail, la consommation des ménages semble avoir progressé d'à peine plus de 6%, soit un taux sensiblement égal à celui de 1973, bien que l'expansion des revenus nominaux ait fléchi, au total, de 5,6 à 4,8%. L'épargne s'est ainsi accrue plus lentement, ce phénomène s'expliquant peut-être en partie par un meilleur approvisionnement en biens de consommation. Le rythme d'accroissement des importations a encore été plus rapide que celui des exportations (23 et 16% respectivement), et le déficit commercial a presque triplé. La balance des échanges commerciaux avec les pays industriels occidentaux et avec ceux du Comecon s'est détériorée, tandis que le déficit vis-à-vis des pays en voie de développement s'est considérablement réduit. Il apparaît que les emprunts sur les euro-marchés se sont fortement développés. Le plan de 1975 prévoit un accroissement relativement important du commerce extérieur, un rythme de progression des investissements semblable à celui des années précédentes et une croissance légèrement plus lente de la consommation.

*Pologne.* L'action entreprise ces dernières années pour utiliser plus efficacement les ressources, semble avoir produit de bons résultats. En 1974, la production industrielle a enregistré une forte augmentation (12,2%), attribuable pour plus des quatre cinquièmes à des gains de productivité, alors qu'au cours des années précédentes la croissance de la production avait davantage reposé sur l'embauche de main-d'œuvre supplémentaire, abondante à ce moment-là. Si ces progrès ont été principalement dus à un accroissement des investissements, qui s'est chiffré à près de 25% pour chacune des trois dernières années, ils résultent également d'une amélioration de l'organisation des entreprises et de l'octroi d'avantages accrus en matière de salaires. Des progrès rapides ont été réalisés dans le bâtiment: la production s'est développée dans ce secteur de 18,2% au total, et le nombre de logements neufs a progressé de 14,8%. Bien que la production agricole ait été affectée par des conditions météorologiques défavorables,

le revenu national a augmenté de 10% en 1974, soit à peu près autant qu'en 1973. Par suite de la hausse de 13% des salaires nominaux, la demande est demeurée fort active. Malgré une augmentation des subventions, les prix à la consommation se sont enchéris de 5,6% environ, après être demeurés stables plusieurs années durant. De ce fait, la hausse des salaires réels n'a été que de 8% environ contre 11% en 1973, et la consommation des particuliers s'est accrue dans des proportions correspondantes. Sous l'effet, notamment, de mesures de relance de caractère sélectif, les exportations ont progressé de près de 30%, contre 18% seulement en 1973, tandis que la croissance des importations, avec 33%, est demeurée constante. Bien que le déficit se soit en fait sensiblement amplifié, l'évolution a été à peu près conforme à l'objectif fixé, qui était de développer les exportations plutôt que de réduire les importations. La Pologne a renforcé, sur le plan commercial, sa position à l'égard du Comecon et des pays en voie de développement, tandis que le déficit a presque doublé avec les pays à économie de marché. Des emprunts en euro-devises ont encore une fois été contractés pour des montants assez importants. Le plan pour 1975 prévoit une croissance globale à peu près identique à celle de 1974.

*Roumanie.* Maintenant la cadence rapide d'expansion de ces dernières années, la Roumanie a vu son revenu national progresser de 12,5% en 1974, malgré une stagnation de la production agricole. Celle-ci a subi le contrecoup des intempéries, mais aussi de l'exode persistant de la main-d'œuvre vers l'industrie, où le niveau de l'emploi a augmenté de plus de 7%. Cet accroissement, conjugué à un gain de productivité d'une ampleur à peu près équivalente, a permis de développer de 15% la production industrielle, soit le taux d'expansion de loin le plus élevé enregistré en Europe de l'Est. Néanmoins, les résultats ont en fait été inférieurs aux objectifs du plan dans certains secteurs, en raison d'une pénurie de matières premières, de retards dans les livraisons et de la sous-utilisation des capacités productives. La formation de capital fixe a progressé de 18% environ en 1974, contre un taux moyen de près de 10% au cours des trois années précédentes, et la part des investissements dans le produit matériel net a dépassé 38%. La hausse des salaires est ressortie à 6,3% en termes nominaux, et à 4,4% en termes réels. L'offre de biens de consommation s'est améliorée, et les prix se sont enchéris de près de 2%, en partie sous l'effet de la progression des coûts de l'importation. Des mesures rigoureuses ont été prises à la fin de 1973 pour économiser l'énergie et les matières premières, mais le déficit commercial hors Comecon s'est aggravé l'an dernier, passant de \$50 millions à un montant estimé à \$250 millions. En revanche, l'excédent vis-à-vis des pays du Comecon semble avoir fortement augmenté, pour s'établir à plus de \$400 millions. Les objectifs pour 1975 ayant de nouveau été fixés à un niveau élevé, l'accent sera mis sur la modernisation des équipements et la productivité.

*Bulgarie.* Bien que la croissance de l'économie ne se soit ralentie que modérément l'an dernier, les résultats obtenus ont été loin de correspondre aux objectifs du plan. L'une des causes principales réside dans les piètres rendements de l'agriculture dus à un printemps et à un été très secs mais, en outre, les ressources d'investissement se sont encore raréfiées et la main-d'œuvre disponible n'est plus aussi abondante qu'auparavant. Les autorités se sont donc davantage préoccupées de réaliser une

croissance « intensive » et de développer la productivité du travail, en particulier dans l'industrie et le bâtiment. Les progrès de la productivité se sont cependant ralentis pour la seconde année de suite, et le gain de 6% réalisé dans l'industrie a été inférieur aux prévisions; ce résultat est notamment imputable à la baisse de 10% des investissements en capital fixe, qui s'étaient accrus de 9% environ en 1972 et 1973. Aussi a-t-on redoublé d'efforts pour moderniser la technologie et pour accroître les échanges commerciaux, principalement par la conclusion d'accords de coopération avec les pays industriels n'appartenant pas au Comecon. La hausse des salaires nominaux s'étant ralentie, le revenu réel par habitant a progressé de 5%, contre 7,4 et 7% au cours des deux années précédentes. La semaine de cinq jours sera progressivement introduite cette année et l'an prochain à condition que les normes de production soient atteintes. On espère que cette décision améliorera le rendement du facteur travail tout en allégeant les frais généraux. Les importations se sont accrues plus rapidement que les exportations (31 et 16,3% respectivement), de sorte que la balance commerciale est, pour la première fois depuis des années, devenue déficitaire. Le solde négatif est apparu essentiellement dans les échanges avec les pays autres que ceux du Comecon, et il a été en partie financé par des crédits en euro-devises. L'objectif global du plan pour 1975 est à peu près identique à celui de 1974, la priorité étant de nouveau accordée à l'amélioration de la productivité.

*Union Soviétique.* Avec un taux de 5%, la croissance du revenu national a été nettement inférieure à celle de 1973 (9%) et même quelque peu au-dessous du chiffre de 6,5% prévu dans le plan de 1974. La production agricole s'est inscrite en recul, après les excellentes récoltes de céréales de l'année précédente; ce fléchissement est en grande partie imputable aux mauvaises conditions atmosphériques, puisque tant la mécanisation que les surfaces cultivées ont été développées. La construction de logements a progressé de moins de 1%. En revanche, la production de matériaux de base et de biens d'équipement a augmenté de 8,3%, soit à peu près le même pourcentage qu'en 1973. L'accent a été davantage mis, l'an dernier, sur la production de biens de consommation qui s'est accrue de 7,2%, contre 5,9% un an plus tôt. La production de voitures particulières a enregistré une progression remarquable (+22%). Les quelques difficultés rencontrées au niveau de la production proviennent essentiellement de retards dans la réalisation des projets d'investissement et de la pénurie de certaines matières premières. Cependant, la productivité a augmenté de 6,5% dans l'industrie, soit un peu plus qu'en 1973, et le revenu réel par habitant s'est accru de 4,2%. Comme les prix sont restés stables et que l'offre de marchandises s'est développée, les ventes au détail ont progressé de 5,9%, contre 5,3% en 1973. La formation de capital fixe a enregistré une expansion de 7%, ce qui dénote un progrès par rapport au taux de 1973. Des efforts particuliers ont été faits pour élargir les capacités dans le secteur de l'énergie, ainsi que dans l'industrie chimique et les moyens de transport. L'augmentation de la demande interne, notamment d'investissement, s'est traduite par une croissance plus rapide des importations en termes nominaux, mais la valeur des exportations a progressé davantage encore. L'excédent commercial global est passé de RBL 260 millions à près de RBL 1,9 milliard. Les déficits que l'Union Soviétique avait enregistrés en 1973 dans ses échanges avec le Comecon et les pays occidentaux industrialisés ont fait place dans les deux cas à des excédents

importants, mais les exportations nettes vers les pays en voie de développement ont quelque peu régressé. Les autorités ont fait publiquement connaître, au cours du dernier trimestre de 1974, qu'elles se procuraient sur le marché des euro-monnaies un crédit de \$100 millions.

Le plan pour 1975 vise à consolider la croissance globale. La réalisation de cet objectif dépendra en grande partie des améliorations effectuées en matière de productivité du travail et d'efficacité générale, grâce notamment à une accélération des investissements en cours de réalisation et à un examen attentif des nouveaux projets. L'accroissement des revenus doit être maintenu dans certaines limites, mais un nouvel «indice d'efficacité» est prévu pour assurer la liaison entre les stimulants matériels et l'économie de coûts.

*Afrique du Sud.* Après une reprise assez lente en 1973, l'économie est entrée l'année dernière dans une phase de vive expansion, par suite du développement des exportations, des investissements productifs et de la constitution de stocks. La production, agricole et minière - à l'exclusion des mines d'or - s'est, elle aussi, sensiblement accrue, de sorte que le produit national brut a augmenté de 7,2% en volume, contre 4,3% en 1973. Vers la fin de l'année, toutefois, la production industrielle et le bâtiment ont marqué le pas. En décembre, les prix à la consommation dépassaient de 14,1% ceux de l'année précédente, mais on décelait déjà certains signes de ralentissement.

Au début de l'année, le volume des importations s'est fortement accru par rapport aux exportations; cependant, comme les prix des exportations d'or et de matières premières ont augmenté plus que ceux des importations, le déficit de la balance des opérations courantes (R 836 millions) a été proportionnellement bien inférieur à celui qui a été enregistré lors des précédentes phases d'expansion. Ce déficit a été presque entièrement couvert par des entrées nettes de capitaux (R 741 millions), survenues principalement vers la fin de l'année par suite d'un resserrement des conditions monétaires et de l'adoption de mesures destinées à faciliter les emprunts à l'étranger. A partir de juin 1974, les autorités ont ajusté périodiquement le taux de change du rand par rapport au dollar et, en mars 1975, le rand avait subi une dépréciation pondérée en fonction des échanges commerciaux d'environ 3%.

Le projet de budget du gouvernement pour l'exercice se terminant en mars 1975 prévoyait des allègements de la fiscalité directe et indirecte ainsi qu'une augmentation des subventions aux produits alimentaires, l'objectif étant de modérer l'inflation tout en stimulant la production et la productivité. Par suite d'un accroissement exceptionnellement rapide des dépôts bancaires, les autorités monétaires se sont cependant abstenues, au début de 1974, d'atténuer l'effet restrictif que les réserves obligatoires et le déficit extérieur exerçaient sur les réserves libres des banques. Après une vive tension des taux d'intérêt sur le marché monétaire, le taux de réescompte a été porté de 6½ à 8% en juin et août. Les taux d'intérêt appliqués aux transactions de la Banque de Réserve en titres d'Etat, les plafonds de rémunération des dépôts bancaires et les taux débiteurs de base des banques ont également été relevés durant l'été. En août, les contrôles sur les taux d'intérêt des dépôts bancaires d'un montant de plus de R 250.000 ont été supprimés.

La croissance rapide des dépenses a entraîné une aggravation de la situation budgétaire vers la fin de l'année et, pour l'ensemble de 1974, les besoins nets de financement du gouvernement se sont établis à R 574 millions, contre R 246 millions en 1973. Ces besoins ont été couverts en partie par des emprunts à l'étranger, et le reste a été financé essentiellement par le canal du système bancaire. Par suite également d'un afflux de capitaux privés, la liquidité bancaire s'est améliorée à partir de septembre et les taux du marché monétaire se sont inscrits en baisse.

Le développement des prêts bancaires au secteur privé s'est ralenti à partir du milieu de l'année 1974 pour atteindre, en rythme annuel, un taux de 19% environ, contre 36% en 1973. Les disponibilités monétaires et quasi monétaires ont progressé de 22% (23% l'année précédente). Sur le marché des valeurs mobilières, où les rendements ont encore augmenté, le total des émissions nettes d'obligations est revenu de R 960 millions en 1973 à R 650 millions en 1974, en raison d'une forte régression des emprunts lancés par le gouvernement et par d'autres organismes du secteur public. Les émissions d'actions ont fortement baissé; en revanche, le total des titres à revenu fixe émis par les sociétés a légèrement dépassé, avec R 117 millions, le chiffre de 1973.

Au début de 1975, la pression de la demande s'est atténuée et les autorités ont estimé que le maintien des restrictions ne serait pas d'une grande utilité dans la lutte contre l'inflation. Tout en s'abstenant de prendre des mesures de nature à neutraliser un accroissement de la liquidité bancaire, la Banque de Réserve a adopté une procédure plus souple assortie de taux variables dérivés du marché pour ses opérations sur fonds d'Etat. Le budget 1975-76 est légèrement expansionniste; il prévoit un accroissement de 18,5% des dépenses publiques ainsi qu'une augmentation des facilités d'investissement et des avantages fiscaux sur les bénéfices non distribués.

*Australie.* Au début de 1974 les ressources productives ont été soumises à de très fortes tensions sous l'effet d'un vigoureux mouvement ascendant de l'économie, entraîné par l'accroissement des recettes d'exportation, mais reposant de plus en plus sur un essor généralisé de la demande interne. Par suite également des réévaluations du dollar australien et des réductions des tarifs douaniers effectuées pour freiner l'inflation, les importations ont connu une rapide progression et la balance des paiements est devenue déficitaire. Du fait de l'envolée des salaires survenue dans un climat général d'agitation sociale, la hausse des prix à la consommation, bien que largement isolée de l'enchérissement des prix internationaux du pétrole, a atteint au milieu de l'année un taux annuel de 16% environ.

La politique monétaire a été aménagée au début de 1974 de manière à appuyer le resserrement considérable de la liquidité bancaire provoqué par le déficit extérieur et par les recouvrements d'impôts — portant toujours sur des sommes importantes en cette période de l'année — fortement gonflés par l'inflation. Les achats de valeurs mobilières par la Banque de Réserve et l'abaissement de 9 à 5% du coefficient des réserves obligatoires entre juin et août avaient uniquement pour objectif de satisfaire les besoins indispensables de liquidité, et le loyer de l'argent a continué de monter. En juillet, les plafonds de rémunération des dépôts et les taux réglementés sur découverts ont été relevés de deux points. Réflétant la rigueur des restrictions monétaires,

la masse monétaire au sens restreint a fléchi de 4% au cours de la période de douze mois ayant pris fin en septembre, tandis qu'au sens large elle n'a progressé que de 6½%.

L'économie s'est rapidement affaiblie à partir du milieu de l'année. Les exportations ont continué de progresser à un rythme satisfaisant mais, par suite du ralentissement de la consommation privée, de la construction de logements et des investissements productifs, la production industrielle a fléchi de 5% — chiffre désaisonnalisé — entre les deuxième et quatrième trimestres; en décembre, le taux de chômage, après correction des variations saisonnières, s'est élevé à 4,1%, contre 1,5% en juin.

Opérant un renversement spectaculaire de la politique suivie précédemment, le gouvernement a, en septembre, dévalué de 12%, le dollar australien et abandonné le lien fixe avec le dollar des Etats-Unis pour adopter un taux directeur pondéré en fonction des échanges commerciaux. Les propositions budgétaires modérément expansionnistes, présentées le même mois, ont été suivies d'une série de mesures de plus en plus stimulantes: réduction, en novembre, des impôts sur le revenu des personnes physiques et des sociétés, doublement temporaire, en décembre, des provisions d'amortissement, abaissement temporaire, en janvier, de l'impôt sur les ventes de véhicules automobiles et relèvement substantiel, en février, des aides financières aux Etats. En raison également de l'accroissement des autres dépenses, on prévoyait que le budget pour l'exercice se terminant le 30 juin 1975 se solderait par un déficit record, de quelque \$A 2,5 milliards, contre \$A 290 millions l'année précédente.

Pour ce qui est de la politique monétaire, le coefficient des réserves obligatoires des banques commerciales a de nouveau été réduit et ramené progressivement en septembre et en octobre à 3%; en outre, les banques se sont vu offrir, à titre provisoire, des facilités spéciales de crédit auprès de la banque centrale. En novembre, le coefficient de placement obligatoire imposé aux caisses d'épargne a été modifié de manière à permettre un accroissement des prêts au logement et, en décembre, pour soulager la trésorerie des entreprises, le versement de l'impôt sur les sociétés selon le système nouvellement mis en vigueur a été ajourné. En novembre, l'interdiction faite aux résidents d'emprunter à court terme à l'étranger a été levée partiellement, et il a été mis fin à l'obligation de constituer des dépôts en compte bloqué en contrepartie d'emprunts à échéance éloignée (le coefficient de l'espèce avait déjà été ramené de 33⅓ à 5% en deux étapes en juin et août). D'autres mesures, soulignant la priorité absolue donnée maintenant à la résorption du chômage, ont entraîné la suspension en octobre de l'immigration, le contingentement des importations de véhicules automobiles ainsi que l'abandon des politiques tendant à décourager les investissements étrangers en Australie.

Les importations ont fléchi à la fin de l'année, mais, pour l'ensemble de 1974, la balance des opérations courantes s'est soldée par un déficit de \$A 1,79 milliard, qui a succédé à un excédent de \$A 400 millions en 1973. Avec la reprise des entrées nettes de capitaux durant le dernier trimestre, la balance des mouvements de capitaux a fait apparaître en 1974 un solde positif de \$A 460 millions, contre un déficit de \$A 630 millions l'année précédente.

Au début de 1975, le crédit bancaire et les disponibilités monétaires ont recommencé à s'accroître à un rythme rapide et, plus récemment, la demande interne du

secteur privé a montré des signes de reprise. Les perspectives d'évolution des prix à la consommation et des revenus salariaux, lesquels ont progressé de 16,2 et 27,7% respectivement au cours de 1974, semblent moins rassurantes. En avril, l'office national des salaires a entrepris, à titre temporaire, d'ajuster les salaires sur la hausse des prix à la consommation.

*Nouvelle-Zélande.* Après deux années de croissance économique rapide, la baisse des recettes d'exportation a entraîné l'année dernière un refroidissement général de la conjoncture. La hausse des salaires réels a contribué à soutenir la demande interne et la production pendant presque toute l'année. De plus, à la suite de la réévaluation du dollar néo-zélandais intervenue précédemment et d'un octroi assez généreux de licences d'importation, les dépenses au titre des achats à l'étranger ont progressé de 53% en 1974, entraînant une contraction des liquidités qui n'a été compensée qu'en partie par des mesures de caractère monétaire.

La balance des opérations courantes, calculée sur la base des règlements, s'est soldée l'année dernière par un déficit de \$NZ 815 millions, contre un excédent de \$NZ 150 millions en 1973. Les opérations en capital ont fait apparaître un surplus de \$NZ 425 millions, alors qu'on avait enregistré un déficit de \$NZ 20 millions l'année précédente. Les entrées de capitaux privés ont été encouragées par l'adoption de nouvelles mesures en matière de change et par les difficultés d'accès au crédit interne qui ont prévalu au second semestre. Par ailleurs, le gouvernement s'est tourné vers les marchés financiers étrangers, se procurant ainsi un total de \$NZ 295 millions de ressources entre août 1974 et février 1975; il a également tiré, vers la fin de l'année, \$NZ 101 millions sur le FMI au titre des facilités pétrolières. En septembre, le dollar néo-zélandais a été dévalué de 9% dans le sillage du dollar australien.

Le budget du gouvernement pour l'exercice clos le 31 mars 1975 prévoyait un accroissement de 19% des dépenses publiques, mais des mesures destinées à ralentir cette augmentation ont été annoncées en août, en même temps qu'un durcissement de la réglementation concernant les achats à tempérament de véhicules automobiles et une majoration des taxes sur la vente de voitures à forte consommation d'essence. En octobre, le gouvernement a présenté un projet d'épargne obligatoire des ménages, visant à immobiliser au début de 1975 un montant de \$NZ 50 millions qui serait débloqué en cours d'année; il a alourdi en outre, à certains égards, l'impôt sur le revenu des personnes physiques. En revanche, diverses mesures ont été prises, avec effet à partir d'août, pour atténuer la forte pression qui s'exerçait sur la liquidité de l'économie. Le coefficient d'emploi en fonds d'Etat, imposé aux caisses d'épargne, a été réduit progressivement afin de dégager des ressources supplémentaires en faveur des prêts au logement. A partir d'octobre, la Banque de Réserve a effectué des dépôts spéciaux auprès des banques commerciales pour leur permettre de satisfaire les besoins urgents de liquidités de leur clientèle. Des facilités spéciales de crédit ont été accordées aux exportateurs et aux agriculteurs; elles visaient également à financer les plans de stabilisation des prix des produits agricoles; en même temps, les sociétés aux prises avec des difficultés de trésorerie ont été autorisées à différer le paiement de leurs impôts. Les restrictions appliquées au secteur de la construction ont été assouplies et, au début de 1975, de nouvelles mesures ont été adoptées en faveur de l'agriculture.

L'ensemble des mesures de contrôle des prix et des marges bénéficiaires ainsi que le blocage des salaires ont été maintenus. En juin, le gouvernement a annoncé un relèvement général des rémunérations de 9% et autorisé un accroissement supplémentaire de 2¼% dans le cadre des conventions collectives. Au lieu de l'ajustement prévu en fonction du coût de la vie, une hausse générale de 4% sur une première tranche (\$NZ 75) du salaire brut hebdomadaire a été autorisée pour janvier 1975. Sur l'ensemble de l'année, les taux de salaires nominaux ont augmenté de 14½% et les prix à la consommation de 12,6%.

Les prêts des banques commerciales se sont ralentis vers la fin de l'année, mais leur progression s'est établie à 29% pour l'ensemble de l'année 1974, après une augmentation de 55% en 1973. En raison de l'important déficit du compte extérieur, les disponibilités monétaires et quasi monétaires ne se sont accrues que de 6%, contre 34% l'année précédente. Par suite de la persistance du ralentissement de l'activité, le chômage a commencé à se développer brusquement au début de 1975. Le déficit de la balance des paiements est demeuré très élevé, mais les importations se sont inscrites en recul. Le budget de l'Etat pour l'exercice 1975-76, présenté en mai, prévoit une réduction de l'impôt sur le revenu et un fort gonflement du déficit.

### III. ÉCHANGES ET PAIEMENTS INTERNATIONAUX

#### Commerce mondial

Parallèlement au ralentissement de la croissance de la production réelle dans le monde, qui est revenue de 6,5% environ en 1973 à près de zéro en 1974, le taux d'accroissement, en volume, du commerce international est tombé de 13 à 4½%. En revanche, la valeur unitaire moyenne, exprimée en dollars, des marchandises échangées dans le monde est montée en flèche, passant de 22% en 1973 à 39% l'an dernier. Aussi, le chiffre d'affaires du commerce mondial (en termes douaniers) s'est-il accru de \$235 milliards, pour s'établir à \$755 milliards, soit un doublement en deux ans.

#### Commerce international<sup>1</sup>

Zones	Exportations (fob)		Importations (caf)		Taux d'accroissement des			
					exportations		importations	
	1973	1974	1973	1974	1973	1974	1973	1974
	en milliards de dollars EU				en pourcentage			
<b>Zones développées</b>								
Europe occidentale:								
CEE <sup>2</sup> . . . . .	211	274	215	291	37	30	40	36
Autres pays . . . . .	47	62	62	88	39	32	39	42
Total . . . . .	258	336	277	379	37	30	40	37
Etats-Unis . . . . .	71	98	74	108	43	38	25	46
Canada . . . . .	26	34	25	34	24	31	24	36
Japon . . . . .	37	56	38	62	29	51	63	63
Autres pays <sup>3</sup> . . . . .	17	20	19	29	43	18	49	53
Total des zones développées . . . . .	409	544	433	612	37	33	38	41
(Indice en volume 1972 = 100) . . . . .	(114)	(122)	(113)	(113)	(14)	(7)	(13)	(0)
<b>Zones en voie de développement</b>								
OPEP <sup>4</sup> . . . . .	37	122	20	33	50	230	42	65
Autres pays . . . . .	72	88	76	114	41	22	33	50
Total des zones en voie de développement . . . . .	109	210	96	147	44	93	34	53
(Indice en volume 1972 = 100) . . . . .	(111)	(111)	(111)	(135)	(11)	(0)	(11)	(22)
<b>Total général . . . . .</b>	<b>518</b>	<b>754</b>	<b>529</b>	<b>759</b>	<b>38</b>	<b>46</b>	<b>37</b>	<b>43</b>
(Indice en volume 1972 = 100) . . . . .	(113)	(119)	(112)	(116)	(13)	(5)	(13)	(4)

<sup>1</sup> 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. <sup>2</sup> Neuf pays. <sup>3</sup> Afrique du Sud, Australie, Israël, Nouvelle-Zélande. <sup>4</sup> Algérie, Equateur, Gabon, Indonésie, Iran, Iraq, Koweït, Libye, Nigeria, Qatar, Arabie Saoudite, Emirats Arabes Unis, Venezuela.

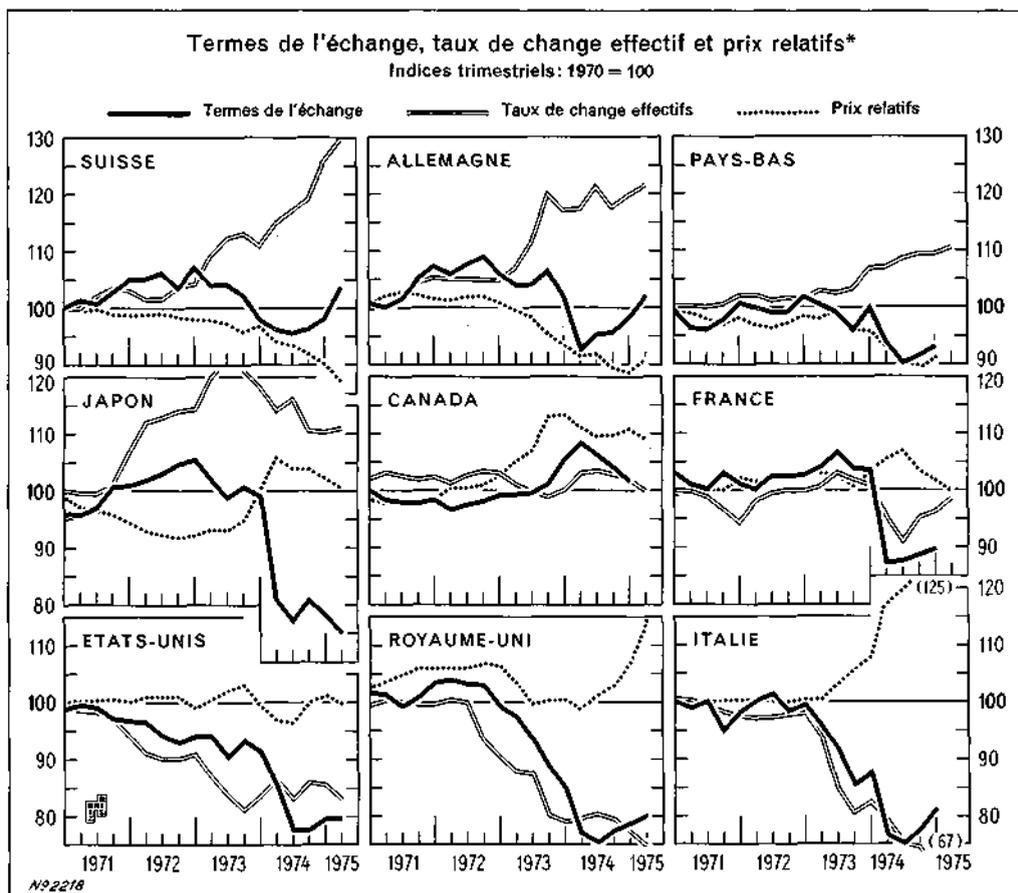
Les pays développés ont concouru à raison de \$135 milliards à l'expansion en valeur des exportations mondiales, les plus grands progrès étant enregistrés par les Etats-Unis (\$27 milliards), l'Allemagne (\$20 milliards) et le Japon (\$19 milliards). La France, l'Italie, le Canada et le Royaume-Uni ont aussi connu des augmentations notables, s'échelonnant entre \$8 milliards et \$11 milliards. Les exportations des pays en voie de développement se sont accrues de \$100 milliards environ. Cette progression est attribuable, pour plus des quatre cinquièmes, aux ventes de pétrole qui, tout en ayant légèrement diminué en volume, ont presque quadruplé en valeur. Le reste (soit \$16 milliards) reflète, pour une large part, la hausse de 25% des cours des matières premières entre 1973 et 1974.

Depuis le printemps de 1974, où les cours des matières premières avaient atteint leur plus haut niveau, les termes de l'échange ont évolué en faveur des produits manufacturés. De 1970 au troisième trimestre de 1972, les produits manufacturés et les matières premières faisant l'objet d'échanges internationaux ont accusé des hausses de prix d'environ 15 et 20% respectivement. Puis, pendant la période de dix-huit mois allant jusqu'à la fin de mars 1974, les prix des produits de base ont monté de 120%, tandis que ceux des produits manufacturés se sont enchéris de 28%. Toutefois, au cours de la période de douze mois qui s'est terminée fin mars 1975, les cours des matières premières ont subi peu de changements, tandis que les prix des biens manufacturés ont progressé de près de 30%. Les pays en voie de développement non producteurs de pétrole doivent faire face à une situation difficile en raison du coût accru du pétrole et de la montée des prix des produits industriels d'une part, et de la baisse des cours de leurs produits de base d'autre part. De fait, par suite d'un gonflement de près de \$40 milliards des importations — qui a porté leur total à \$115 milliards approximativement en 1974 — le déficit commercial de ces pays a presque quintuplé entre 1973 et 1974.

Bien que les achats à l'extérieur des pays de l'OPEP aient augmenté des deux tiers pour totaliser \$33 milliards l'an dernier, l'excédent commercial de ces pays a fait un bond vertigineux à près de \$90 milliards.

Les importations des pays développés ont marqué un accroissement de \$180 milliards, soit de plus de 40%; les taux de progression les plus élevés ont été enregistrés par les Etats-Unis (\$34 milliards), le Japon (\$24 milliards), le Royaume-Uni et la France (\$15 milliards chacun). Le solde négatif global des échanges des pays développés s'est accru de \$44 milliards pour atteindre \$68 milliards, l'évolution la plus défavorable à cet égard ayant été notée au Royaume-Uni où le déficit, avec \$16 milliards, a presque doublé. La principale exception a été l'Allemagne, dont l'excédent s'est amélioré de \$7 milliards.

La détérioration de la situation commerciale des pays développés est imputable à l'évolution défavorable de leurs termes de l'échange. En volume, leurs exportations ont accusé une hausse de 7%, inférieure de moitié à celle de 1973, alors que leurs importations sont restées stables, après s'être accrues de 13% un an plus tôt. Dans les zones en voie de développement, on a noté en revanche des changements en sens opposé: le volume des importations s'est accru de 22%, soit deux fois plus qu'en 1973, alors qu'on n'a enregistré aucun changement dans le volume des exportations, qui avait augmenté de 11% en 1973.



\* Indice des prix de gros (en monnaie nationale) de chaque pays divisé par la moyenne pondérée des indices des prix de gros (en monnaies nationales) des autres pays du Groupe des Dix et de la Suisse.

Dans le cas des grands pays industrialisés importateurs nets de pétrole, l'ajustement, en 1974, du volume des échanges est saisissant. Si le total des importations a accusé un faible recul par suite de la récession interne, en revanche les exportations ont enregistré une avance de 9%. Toutefois, comme le montre le graphique ci-dessus, les termes de l'échange ont également, pendant le premier trimestre de 1975, contribué dans une large mesure au réajustement des comptes commerciaux. A l'exception du Japon, où au début de 1975 les prix à l'exportation baissaient plus que les prix à l'importation, la tendance antérieure à l'aggravation des termes de l'échange a été en partie renversée en 1974 dans tous les autres pays (y compris ceux dont la monnaie s'est dépréciée) et a même fait place, dans certains cas, à une nette amélioration au début de 1975. Par contre, le Canada, qui avait précédemment bénéficié de sa situation d'exportateur de matières premières et avait été vendeur net de pétrole, a subi une détérioration de ses termes de l'échange à partir du milieu de 1974.

Jusqu'au début de 1973, les variations intervenues dans les taux de change effectifs des pays industriels se sont en général accompagnées d'un mouvement identique de leurs termes de l'échange considérés globalement et elles ont déterminé, pendant la

période de 1970 à 1973, un large réalignement des positions concurrentielles. Cette tendance a été contrecarrée dans un premier temps par la flambée des cours des matières premières puis par le renchérissement du pétrole. Toutefois, en 1974, les variations des taux de change effectifs n'ont même pas toujours été associées à des mouvements parallèles des termes de l'échange des produits manufacturés et n'ont donc pas nécessairement entraîné des ajustements à court terme des positions concurrentielles. En effet, les mouvements en sens inverse des taux relatifs d'inflation dans les différents pays ont parfois compensé ou surcompensé les variations dans les taux de change. C'est ce qui ressort de la relation observée en 1974 entre les variations des taux de change effectifs et les prix de gros relatifs exprimés en monnaies nationales. En Italie, par exemple, les prix de gros relatifs ont accusé une hausse de 16% entre le dernier trimestre de 1973 et le trimestre correspondant de 1974, et le taux de change effectif s'est déprécié d'un pourcentage analogue durant la même période. Au Royaume-Uni, la hausse des prix relatifs est ressortie à 6%, alors que le taux de change effectif a régressé de 2%. Dans l'autre sens, tant aux Pays-Bas qu'en Allemagne, les prix relatifs ont baissé de 5% environ, tandis que l'appréciation effective s'est établie à 2%. Aux Etats-Unis, en revanche, les prix relatifs ont monté de près de 2%, et il s'est produit une appréciation effective de la même ampleur.

**Volume des exportations et des importations, valeurs unitaires relatives des exportations des produits manufacturés (en dollars EU) et demande interne**

Pays	Volume des exportations			Valeurs unitaires relatives des exportations des produits manufacturés <sup>1</sup>			Volume des importations			Demande interne réelle		
	1973	1974		1972	1973	1974	1973	1974		1973	1974	
		Année	2ème semestre					Année	2ème semestre		Année	2ème semestre <sup>2</sup>
variations en pourcentage par rapport à l'année précédente												
Allemagne fédérale	15½	12½	8	1½	7	- 5	6	- 1½	1	3½	- 2½	2
Belgique-Luxembourg	14	½	- 3	4½	1	- 1	16½	2½	- 1½	7	4½	2
Canada	8½	- 1½	0	- 6	- 11	2½	15	12	11	8½	7	5
Etats-Unis	24	8½	4½	- 7½	- 9	1	5	- 1½	½	5	- 2½	- 3½
France	10½	10	6½	0	5½	- 4½	12½	4	0	6½	3½	3
Italie	4	8½	1½	1	- 3½	- 3½	13½	- 1	- 7	7½	1½	- 1
Japon	5	17	22	4	3	7	28	- 2½	- 8½	12	- 3	- 3½
Pays-Bas	12	7½	6	½	4½	14½	12½	- ½	- 2	4	0	- 2
Royaume-Uni	13½	5	4½	- 1	- 7½	½	14½	½	- 1½	6	- 1	- ½
Suède	16	4	5	4½	½	- ½	7½	10	13	1	4	3
Suisse	20½	4½	0	4½	8	- 3½	6	- 1½	- 5	3	- 1½	- 4
Total	14	8	6	(9) <sup>3</sup>	(18) <sup>3</sup>	(20) <sup>3</sup>	12	1	- ½	6	- 1	- 2

<sup>1</sup> Indice des valeurs unitaires des exportations (exprimé en dollars EU) de chaque pays, divisé par la moyenne pondérée des indices des valeurs unitaires des exportations (en dollars EU) des autres pays du Groupe des Dix et de la Suisse. <sup>2</sup> Données sur la base d'estimations partielles. <sup>3</sup> Modification effective de l'indice pondéré pour tous les pays du Groupe des Dix et la Suisse.

Une comparaison des variations des prix relatifs des produits manufacturés exportés, qui entraînent, en 1974, à raison des trois quarts dans les exportations totales en provenance du Groupe des Dix et de la Suisse permet d'aboutir à peu près aux mêmes conclusions. Ces relations de prix, en dépit de leurs imperfections, permettent utilement de mesurer directement les modifications intervenues dans les positions concurrentielles. Comme l'indique le tableau de la page précédente, le pays qui a enregistré la plus forte amélioration moyenne en un an sur le plan de la compétitivité a été l'Allemagne (5%), en dépit de l'appréciation de sa monnaie, alors que la capacité concurrentielle du Royaume-Uni s'est légèrement affaiblie malgré la dépréciation du taux pondéré en fonction des échanges commerciaux. L'Italie et la Suisse ont enregistré certains progrès, encore que, pour le premier pays, ils se soient accompagnés d'une dépréciation effective de 13% d'une année à l'autre et que la monnaie du second se soit appréciée de 7%. Par contre, la compétitivité des Pays-Bas s'est nettement détériorée, l'accroissement relativement important des prix à l'exportation des produits manufacturés ayant été amplifié par l'appréciation de sa monnaie.

L'évolution de la situation en 1974 donne à penser une fois encore que des facteurs cycliques ont, à court terme, plus d'effet sur le volume des échanges commerciaux que les variations des prix relatifs. Cependant l'an dernier, en raison de l'affaiblissement de la demande et du resserrement général du crédit, les termes de paiements ont sans doute joué un rôle important tandis que, dans un passé récent, du fait de la limitation générale des capacités productives, c'est surtout la simple disponibilité des marchandises qui a été déterminante. Les deux accroissements les plus appréciables des exportations en volume l'an dernier ont été enregistrés par le Japon et l'Allemagne (17 et 12½% respectivement); ils s'expliquent probablement en grande partie par l'effort de promotion des ventes à l'étranger (et notamment l'octroi d'importantes facilités de crédit) qu'ont fourni les entreprises devant la baisse de 3% environ de la demande interne dans ces deux pays et de l'excédent de capacités qui en est résulté. En effet, la position concurrentielle du Japon — mesurée d'après les prix relatifs à l'exportation de l'industrie manufacturière — s'est de nouveau dégradée en moyenne l'année dernière. Celle de l'Allemagne s'est, en revanche, améliorée en 1974, juste après avoir subi cependant une détérioration non négligeable. Les Etats-Unis ont élargi leur part de marché, par suite de l'amélioration antérieure de leur capacité de concurrence et d'un fléchissement de 2½% de la demande interne, succédant à une croissance de 5% en 1973. Seul le Canada a accusé une diminution du volume des exportations (— 1½%). Celle-ci s'est produite en dépit de progrès antérieurs en matière de compétitivité, mesurés sur la base des valeurs unitaires relatives des produits manufacturés exportés; ce phénomène s'explique sans doute par l'expansion de la demande interne, à concurrence de 7% en 1974, et par les conflits sociaux qui ont affecté les exportations et les importations. La plus faible augmentation du volume des exportations (½%) a été enregistrée par l'Union Economique Belgo-Luxembourgeoise, où la demande interne s'est accrue de 4½%. La France, en revanche, a réussi à s'assurer une progression des exportations en volume bien au-dessus de la moyenne, en dépit d'une expansion de 3½% de la demande interne.

Sur le plan des importations, les variations en volume ont, en général, eu tendance à suivre les fluctuations de la demande réelle. Il y a eu cependant quelques

exceptions. Alors qu'au Royaume-Uni, par exemple, le repli de la demande interne s'est accompagné d'une légère progression des importations, on a noté en Italie une légère baisse des achats à l'étranger en dépit d'une expansion de la demande interne.

### **L'évolution des transactions invisibles**

L'évolution des grandes catégories de transactions invisibles en 1974 a été marquée par des changements importants.

Les *transports* se sont, bien entendu, ressentis de l'alourdissement des coûts consécutif à l'enchérissement des prix du pétrole, bien que les cours des frets maritimes aient diversement réagi à ce phénomène général selon la situation de l'offre et de la demande prévalant dans chaque pays. C'est ainsi que les taux des frets au long cours et ceux des frets de cabotage pour les matières pondéreuses ont accusé en 1974 des hausses sensibles sur l'année précédente. En revanche, le plafonnement puis la contraction des exportations de pétrole ont entraîné une baisse prononcée des taux des frets pétroliers (ceux des navires de gros tonnage ayant diminué de près de moitié entre décembre 1973 et décembre 1974), de sorte que les recettes de fret et d'affrètement n'ont pas toujours permis de couvrir en totalité les charges d'exploitation. Les répercussions de ces mouvements divergents des taux de fret sur les différents pays ont donc varié en fonction de la structure des flottes commerciales de chaque pays. Les modifications substantielles intervenues dans les courants commerciaux ont, de toute évidence, aussi influé sur le poste « Transports ». Elles semblent avoir joué un grand rôle dans la réduction de près de moitié de l'important déficit — ramené à \$600 millions — que l'Allemagne accuse traditionnellement sur le plan des transports, étant donné que l'activité des armateurs allemands est plus orientée vers le trafic de marchandises à l'exportation qu'à l'importation. Aux Pays-Bas, en revanche, l'augmentation de \$500 millions de l'excédent net semble avoir eu sa principale origine dans l'accroissement des recettes nettes afférentes aux frets de matières pondéreuses. Ce sont le Japon, la France et le Royaume-Uni qui ont enregistré la détérioration la plus sensible (\$900 millions, \$500 millions et \$400 millions respectivement) du fait d'une évolution défavorable à la fois sur le plan des échanges commerciaux et des frais de transport.

Le *tourisme* et les *envois de fonds privés* ont pâti du recul général d'activité qui a affecté l'économie mondiale l'an dernier. Depuis la fin de la guerre, le tourisme international a figuré parmi les grandes industries d'exportation qui ont connu l'essor le plus rapide, en particulier dans certains pays d'Europe occidentale. L'année 1974 a été marquée toutefois par une stagnation quasi générale du *tourisme*. Même exprimés en termes nominaux et en dollars des Etats-Unis, les excédents des pays traditionnels d'accueil ont, soit cessé de progresser, soit effectivement diminué; inversement, les pays déficitaires ont enregistré une contraction des décaissements nets ou, du moins, une décélération du taux de croissance par rapport à ces dernières années. C'est ainsi que les recettes nettes de l'Espagne, pays le plus fortement excédentaire sur le plan du *tourisme*, se sont pratiquement stabilisées à \$2,8 milliards, après avoir progressé de \$600 millions en 1973. La Grèce, la Turquie et le Portugal ont en outre été gravement affectés par les difficultés supplémentaires nées des vicissitudes politiques: les recettes nettes des deux premiers pays sont revenues aux niveaux de 1972, tandis que l'excédent du Portugal a été le même qu'en 1971. Deux pays à devise forte

**Soldes des transactions invisibles**

Pays	Années	Trans- port <sup>1</sup>	Tou- risme	Revenu des investissements		Envois de fonds privés <sup>2</sup>	Tran- sactions privées diverses	Tran- sactions de l'Etat <sup>3</sup>	Total
				Privés	Publics				
en millions de dollars EU									
Allemagne fédérale	1972	- 850	- 2.700	- 840	+ 1.170	- 3.110	- 1.200	+ 30	- 7.500
	1973	- 1.140	- 4.330	- 1.280	+ 1.870	- 4.100	- 1.630	- 110	- 10.720
	1974	- 580	- 4.780	- 2.130	+ 2.150	- 4.250	- 2.340	- 520	- 12.450
Autriche . . . . .	1972	- 30	+ 1.130	- 80		+ 40	- 90	+ 20	+ 990
	1973	- 40	+ 1.380	- 130		+ 60	- 140	+ 30	+ 1.160
	1974	- 60	+ 1.190	- 100		+ 60	- 130	+ 20	+ 980
Belgique- Luxembourg . . .	1972	+ 100	- 280	+ 170		+ 300	+ 10	- 190	+ 110
	1973	+ 60	- 430	+ 190		+ 420	+ 90	- 420	- 90
	1974	+ 70	- 460	+ 310		+ 340	+ 10	- 370	- 100
Canada . . . . .	1972	- 130	- 240	- 1.080		+ 230	- 840	- 260	- 2.320
	1973	- 170	- 300	- 1.340		+ 290	- 820	- 320	- 2.660
	1974	- 180	- 310	- 1.530		+ 520	- 1.030	- 430	- 2.960
Espagne . . . . .	1972	- 10	+ 2.240	- 290	+ 110	+ 910	- 60	0	+ 2.900
	1973	- 50	+ 2.870	- 350	+ 260	+ 1.450	- 20	- 70	+ 4.090
	1974	- 100	+ 2.800	- 470	+ 570	+ 1.260	- 60	- 110	+ 3.890
Etats-Unis . . . .	1972	- 830	- 2.220	+ 6.410	- 1.890	- 1.050	+ 3.480	- 6.720	- 2.820
	1973	- 580	- 2.130	+ 8.300	- 3.010	- 1.250	+ 3.880	- 5.240	- 30
	1974	- 550	- 1.890	+ 12.920	- 3.240	- 1.080	+ 4.360	- 8.670	+ 1.850
France . . . . .	1972	- 270	+ 350	+ 190		- 1.170	+ 720	- 830	- 1.010
	1973	- 390	+ 300	+ 400		- 1.700	+ 580	- 640	- 1.450
	1974	- 930	+ 270	+ 380		- 1.600	+ 800	- 1.020	- 2.100
Grèce . . . . .	1972	+ 80	+ 300	- 60		+ 570	+ 40	0	+ 930
	1973	0	+ 400	- 60		+ 730	+ 60	+ 40	+ 1.170
	1974	+ 180	+ 310	- 100		+ 640	+ 40	+ 40	+ 1.110
Italie . . . . .	1972	- 230	+ 1.550	- 80		+ 1.330	- 480	- 140	+ 1.950
	1973	- 310	+ 1.660	- 240		+ 1.440	- 660	- 440	+ 1.450
	1974	- 370	+ 1.780	- 780		+ 1.260	- 650	- 580	+ 660
Japon . . . . .	1972	- 960	- 570	+ 370		- 140	- 1.380	+ 340	- 2.340
	1973	- 1.700	- 1.040	+ 490		- 100	- 1.950	+ 480	- 3.820
	1974	- 2.580	- 1.120	- 490		- 90	- 2.350	+ 450	- 6.180
Pays-Bas . . . .	1972	+ 770	- 130	+ 150		+ 70	+ 80	- 90	+ 850
	1973	+ 890	- 210	+ 360		+ 90	+ 160	+ 40	+ 1.330
	1974	+ 1.390	- 310	+ 400		+ 60	- 60	- 80	+ 1.400
Portugal . . . . .	1972	- 30	+ 260	+ 20		+ 880	- 40	0	+ 1.090
	1973	- 60	+ 320	+ 90		+ 1.110	- 180	0	+ 1.280
	1974		+ 190			+ 1.030			+ 1.130
Royaume-Uni . . .	1972	+ 40	+ 50	+ 1.820	- 340	- 140	+ 2.100	- 1.410	+ 1.920
	1973	- 30	0	+ 3.160	- 480	- 250	+ 2.440	- 1.940	+ 2.900
	1974	- 410	+ 300	+ 3.760	- 840	- 230	+ 2.650	- 2.080	+ 3.350
Suède . . . . .	1972	- 60	- 500	- 30		- 70	- 110	- 180	- 950
	1973	- 60	- 520	0		- 100	- 180	- 210	- 1.070
	1974	- 290	- 510	+ 20		- 110	- 360	- 320	- 1.570
Suisse . . . . .	1972	- 310	+ 670	+ 1.040		- 840	+ 780	- 70	+ 1.270
	1973	- 420	+ 840	+ 1.500		- 1.130	+ 1.020	- 130	+ 1.680
	1974	- 560	+ 890	+ 1.890		- 1.310	+ 1.180	- 130	+ 1.960
Turquie . . . . .	1972	- 50	+ 40	- 100		+ 740	- 160	+ 40	+ 510
	1973	- 90	+ 80	- 90		+ 1.180	- 80	+ 40	+ 1.040
	1974	- 230	+ 40	- 170		+ 1.430	+ 50	+ 50	+ 1.170
Yougoslavie . . .	1972	- 30	+ 220	- 160		+ 1.050	+ 70	0	+ 1.150
	1973	- 40	+ 590	- 180		+ 1.400	+ 20	0	+ 1.790
	1974	- 170	+ 650	- 180		+ 1.650	+ 80	0	+ 2.030

<sup>1</sup> Y compris l'assurance des marchandises. <sup>2</sup> Rémunérations des travailleurs frontaliers et des travailleurs temporairement employés à l'étranger, envois de fonds des émigrés et divers transferts privés. <sup>3</sup> A l'exclusion du revenu des investissements.

Note: Les données ci-dessus, à l'exception de celles qui concernent la Belgique, le Luxembourg, la Grèce et le Portugal sont tirées des balances établies sur la base des transactions FOB (estimations partielles); elles ne tiennent généralement pas compte du travail à façon ni des opérations de courtage, qui sont considérés comme ressortissant aux échanges commerciaux. Dans le cas de Belgique-Luxembourg et du Portugal, les chiffres sont calculés en partie sur la base des règlements; dans celui de la Grèce, ils sont établis exclusivement sur cette base. Ces facteurs sont responsables de certains écarts entre les chiffres de ce tableau et ceux des tableaux relatifs aux divers pays qui figurent dans la dernière partie de ce chapitre.

ont mieux résisté qu'on n'aurait pu le penser: l'Autriche, dont les recettes nettes ont diminué de \$200 millions seulement, pour se situer à \$1,2 milliard, et la Suisse, qui a bénéficié d'une légère amélioration de ses recettes, lesquelles ont atteint \$900 millions (en francs suisses, les recettes nettes sont cependant demeurées inchangées). Parmi les pays à monnaie faible, seules l'Italie et la Yougoslavie ont vu leurs recettes nettes progresser légèrement, à \$1,8 milliard et \$0,7 milliard respectivement. Au Royaume-Uni, le solde nul de 1973 a fait place à un excédent de \$300 millions, attribuable à un accroissement des recettes procurées par les touristes étrangers et à un plafonnement des dépenses à l'étranger des résidents.

En ce qui concerne les pays accusant habituellement un déficit relativement élevé, le solde négatif des Etats-Unis s'est contracté de \$200 millions pour revenir à \$1,9 milliard, et celui de l'Allemagne s'est élevé à \$4,8 milliards, en augmentation de quelque 10% par rapport à 1973, mais de 80% par rapport à 1972. Au cours de cette même période de deux ans, le déficit du Japon a doublé pour atteindre \$1,1 milliard, la majeure partie de cet accroissement étant survenue en 1973.

Sous l'effet de la récession, les flux de travailleurs migrants se sont sensiblement modifiés, en Europe occidentale notamment. Le nombre de nouveaux immigrants dans les pays d'accueil s'est stabilisé, mais les retours dans les pays d'origine se sont accélérés, de sorte qu'on a assisté en général à une inversion des flux nets. Bien que les envois de fonds des travailleurs émigrés aient diminué en termes réels, dans bien des cas la réduction ne paraît pas évidente en valeur et, exprimée en dollars EU, elle est masquée à la fois par l'inflation et par les variations des taux de change. L'an dernier, les décaissements nets de l'Allemagne se sont élevés à \$4,3 milliards, soit un accroissement de \$200 millions venant s'ajouter au bond de \$1 milliard noté en 1973. En Suisse également, le déficit s'est élargi pour atteindre \$1,3 milliard, encore que l'augmentation ait été inférieure à celle de l'année précédente. Par contre, le déficit de la France s'est légèrement contracté - à quelque \$1,6 milliard - après s'être accru de \$500 millions en 1973.

La Yougoslavie et la Turquie, qui enregistrent les apports les plus élevés au titre des envois de fonds privés, ont vu leurs recettes nettes s'améliorer encore et passer à \$1,6 milliard et \$1,4 milliard respectivement; cette progression a toutefois été très inférieure dans les deux cas à celle de 1973. En revanche, les revenus nets de l'Italie comme de l'Espagne se sont amenuisés de \$200 millions pour se rapprocher de \$1,3 milliard. Au Portugal également, les recettes nettes se sont légèrement contractées à \$1 milliard.

Les balances des *revenus des investissements* ont été influencées en 1974 par l'entrée en jeu simultanée de plusieurs facteurs. La hausse du prix du pétrole a eu généralement un effet favorable sur les bénéfices des compagnies pétrolières internationales, bien qu'elle ait été partiellement compensée par la décision des pays exportateurs de nationaliser certaines installations pétrolières, tandis que de nombreux pays ont commencé à se ressentir des charges d'intérêt liées au financement des déficits de paiements d'origine pétrolière. La hausse des taux d'intérêt a provoqué un gonflement des flux bruts de revenus au titre des investissements de portefeuille, alors que, agissant en sens contraire, le mouvement de récession a, en général, exercé un effet de contraction sur les recettes provenant des investissements directs.

L'excédent net du Japon, qui était de \$500 millions en 1973, a fait place à un déficit du même ordre de grandeur; ce revirement est probablement en grande partie le reflet aussi bien de la diminution des avoirs officiels nets en 1973 que de l'accroissement des engagements nets des banques japonaises en 1974. En Allemagne, le solde au titre du revenu des investissements privés a accusé une détérioration, les décaissements nets s'étant élevés à \$2,1 milliards. Cette variation a été en partie imputable à un gonflement des bénéfices effectivement versés aux investisseurs étrangers qui, dans le passé, s'étaient abstenus de les encaisser pour des raisons liées au taux de change. Il n'en demeure pas moins que le total des revenus nets d'investissement a continué de dégager un léger excédent, dû pour une large part aux revenus tirés par la Bundesbank sur les avoirs nets de change. En Italie, l'augmentation considérable de l'endettement extérieur du secteur public a contribué à l'élargissement de \$500 millions du déficit au titre du revenu des investissements. Une détérioration de même nature s'est produite dans le déficit du secteur public au Royaume-Uni; elle a cependant été plus que compensée par une augmentation de l'excédent du secteur privé, consécutive pour l'essentiel à une diminution des décaissements — liée au marasme dans l'industrie, en particulier dans le secteur de l'automobile — et à un gonflement des bénéfices des compagnies pétrolières britanniques. L'accroissement des recettes tirées du pétrole a également joué un rôle important dans l'amélioration de \$4,6 milliards de l'excédent net des Etats-Unis au titre du revenu des investissements privés, excédent qui est passé à \$12,9 milliards.

Le groupe des pays figurant sur le tableau de la page 94 a enregistré un solde actif de \$12,4 milliards au titre du revenu global des investissements. Ce surplus a cependant été largement annulé par le déficit de \$13,8 milliards accusé au total par les *transactions de l'Etat* ne portant pas sur le revenu des investissements (et comprenant surtout des transferts unilatéraux), sous l'effet principalement de décaissements nets des Etats-Unis (\$8,7 milliards) et du Royaume-Uni (\$2,1 milliards).

Dans certains pays, la balance générale des paiements a fait apparaître des variations considérables; en particulier, le déficit de l'Allemagne fédérale s'est monté à \$12,5 milliards, contre \$10,7 milliards en 1973 et \$7,5 milliards en 1972. Le déficit japonais a connu une détérioration plus grande encore, passant à \$6,2 milliards au total, contre \$3,8 milliards et \$2,3 milliards respectivement au cours des deux précédentes années. Le déficit de la Suède, en augmentation de \$0,5 milliard, est passé à \$1,6 milliard, tandis que l'excédent de l'Italie s'est amenuisé à concurrence de \$0,8 milliard. Des progrès substantiels ont été enregistrés au Royaume-Uni (\$0,5 milliard) et surtout aux Etats-Unis, où en dépit d'un montant de \$3,1 milliards d'aides spéciales à l'Inde, à Israël et au Viêt-nam, la balance globale des transactions invisibles a accusé un excédent de \$1,9 milliard, contre un solde presque nul en 1973 et un déficit de \$2,8 milliards en 1972.

### **Paiements internationaux**

Les changements importants qui se sont produits dans la balance des paiements des pays développés sont résumés dans le tableau ci-après. La comparaison des tendances est effectuée ici en termes de dollars EU et, dans la mesure du possible, sur

**Balances des paiements des zones développées**

Soldes et périodes	CEE <sup>1</sup>	Autres pays d'Europe du nord et d'Europe centrale <sup>2</sup>	Autres pays d'Europe du sud <sup>3</sup>	Total Europe occidentale	Etats-Unis	Canada	Japon	Pays de l'hémisphère sud <sup>4</sup>	Total zones développées
	en milliards de dollars EU								
<b>Balance commerciale<sup>5</sup></b>									
1972 . . . . .	+ 8,7	- 2,3	- 5,4	+ 1,0	- 7,0	+ 1,7	+ 9,0	+ 3,0	+ 7,7
1973 . . . . .	+ 6,5	- 2,4	- 8,5	- 4,4	+ 0,5	+ 2,3	+ 3,7	+ 4,5	+ 6,6
1974 . . . . .	- 4,7	- 5,2	- 16,2	- 26,1	- 5,9	+ 1,1	+ 1,4	- 0,6	- 30,1
<b>Services et transferts</b>									
1972 . . . . .	- 3,0	+ 2,6	+ 6,6	+ 6,2	- 2,8	- 2,4	- 2,4	- 2,6	- 4,0
1973 . . . . .	- 5,5	+ 3,0	+ 9,5	+ 7,0	0	- 2,7	- 3,8	- 3,6	- 3,1
1974 . . . . .	- 7,8	+ 1,9	+ 9,8	+ 3,9	+ 1,9	- 3,0	- 6,1	- 4,3	- 7,6
<b>Balance des paiements courants</b>									
1972 . . . . .	+ 5,7	+ 0,3	+ 1,2	+ 7,2	- 9,8	- 0,7	+ 6,6	+ 0,4	+ 3,7
1973 . . . . .	+ 1,0	+ 0,6	+ 1,0	+ 2,6	+ 0,5	- 0,4	- 0,1	+ 0,9	+ 3,5
1974 . . . . .	- 12,5	- 3,3	- 6,4	- 22,2	- 4,0	- 1,9	- 4,7	- 4,9	- 37,7
<b>Mouvements de capitaux</b>									
1972 . . . . .	- 0,6	+ 0,6	+ 1,9	+ 1,9	- 3,8	+ 0,2	- 1,9	+ 2,7	- 0,9
1973 . . . . .	+ 9,7	+ 1,6	+ 1,8	+ 13,1	- 5,0	+ 0,2	- 10,0	- 1,2	- 2,9
1974 . . . . .	+ 5,2	+ 5,0	+ 2,7	+ 12,9	- 2,1	+ 2,7	- 2,1	+ 2,3	+ 13,7
<b>Balance générale<sup>6</sup></b>									
1972 . . . . .	+ 5,1	+ 0,9	+ 3,1	+ 9,1	- 13,6	- 0,5	+ 4,7	+ 3,1	+ 2,8
1973 . . . . .	+ 10,7	+ 2,2	+ 2,8	+ 15,7	- 4,5	- 0,2	- 10,1	- 0,3	+ 0,6
1974 . . . . .	- 7,3	+ 1,7	- 3,7	- 9,3	- 6,1	+ 0,8	- 6,8	- 2,6	- 24,0
<b>dont, variations de position extérieure nette des banques<sup>7</sup></b>									
1972 . . . . .	- 1,1	0	- 0,5	- 1,6	- 2,5	- 0,7	+ 2,0	- 0,4	- 3,2
1973 . . . . .	- 0,3	+ 0,4	+ 0,2	+ 0,3	+ 0,8	+ 0,3	- 4,0	0	- 2,6
1974 . . . . .	- 0,1	+ 1,8	- 0,9	+ 0,8	+ 2,0	+ 0,8	- 8,2	- 0,1	- 4,7
<b>avoirs officiels nets</b>									
1972 <sup>8</sup> . . . . .	+ 6,2	+ 0,9	+ 3,6	+ 10,7	- 11,1	+ 0,2	+ 2,7	+ 3,5	+ 6,0
1973 . . . . .	+ 11,0	+ 1,8	+ 2,6	+ 15,4	- 5,3	- 0,5	- 6,1	- 0,3	+ 3,2
1974 . . . . .	- 7,2	- 0,1	- 2,8	- 10,1	- 8,1	0	+ 1,4	- 2,5	- 19,3

<sup>1</sup> Neuf pays. <sup>2</sup> Autriche, Finlande, Islande, Norvège, Suède, Suisse. <sup>3</sup> Espagne, Grèce, Portugal, Turquie, Yougoslavie. <sup>4</sup> Afrique du Sud, Australie, Nouvelle-Zélande. <sup>5</sup> Sur la base de la balance des paiements fob (estimations partielles). <sup>6</sup> Correspond aux variations des postes monétaires, à l'exclusion, dans la mesure du possible, des gains ou des pertes résultant des ajustements comptables des actifs et des passifs. <sup>7</sup> A l'exclusion des opérations à long terme, quand les données le permettent. <sup>8</sup> Pour faciliter les comparaisons, il n'a pas été tenu compte des allocations de DTS.

une base uniforme, encore que les modifications des taux de change et le recours à de nouveaux systèmes de financement mis au point en raison notamment de l'apparition de déficits pétroliers aient affecté la qualité intrinsèque des statistiques et leurs possibilités de comparaison. C'est ainsi qu'il est devenu de plus en plus difficile d'établir une distinction satisfaisante entre les mouvements de capitaux à court terme et à long terme qui transitent par les banques, et les variations connues des avoirs officiels nets n'ont pas toujours été comptabilisées de manière identique. Chaque fois qu'il

a été possible, un effort d'uniformisation a été fait, en particulier pour faire ressortir, dans les positions « monétaires », le montant des pertes ou gains comptables résultant des fluctuations des taux de change.

Après avoir dégagé un léger excédent en 1973, la balance des opérations courantes des Etats-Unis a accusé un déficit de \$4 milliards. Ce dernier a cependant été inférieur de plus de moitié à celui de 1972, malgré l'incidence du prix du pétrole et des aides spéciales mentionnées ci-dessus consenties à l'Inde, à Israël et au Viêt-nam du Sud. La balance des opérations courantes vis-à-vis des autres pays développés a en effet continué de s'améliorer l'an dernier, l'apparition d'un solde positif de \$2 milliards marquant un renversement de \$12 milliards par rapport à 1972.

La position des autres pays développés considérés dans leur ensemble s'est brusquement et fortement détériorée, étant donné que le changement intervenu vis-à-vis des Etats-Unis s'est ajouté à la hausse des prix du pétrole et des matières premières; l'excédent global de \$13,5 milliards au titre des opérations courantes en 1972 est revenu à \$3 milliards en 1973 et s'est transformé l'année dernière en un déficit de près de \$34 milliards. Le solde global des transactions courantes de la CEE est revenu d'un excédent de \$1 milliard en 1973 à un déficit de \$12,5 milliards l'an dernier. Alors que l'excédent de l'Allemagne a doublé pour s'élever à \$9,4 milliards, le solde passif du Royaume-Uni, de l'Italie et de la France s'est élargi respectivement de \$6,3 milliards, \$5,3 milliards et \$5,2 milliards, jusqu'à \$9 milliards, \$7,8 milliards et \$5,9 milliards. Le surplus enregistré par les Pays-Bas et la Belgique a quelque peu fléchi, mais il s'est néanmoins chiffré à \$1,6 milliard dans le premier cas et à \$0,9 milliard dans le second. Au Danemark comme en Irlande, le déficit a augmenté de \$0,5 milliard pour ressortir respectivement à \$1 milliard et \$0,7 milliard. A l'exception de la Suisse, dont le faible excédent n'a subi aucune modification, les autres pays d'Europe occidentale ont tous accusé, l'an dernier, un déficit de leur balance des opérations courantes, et presque tous une détérioration par rapport à 1973. Les plus fortes aggravations ont été subies par l'Espagne, où le surplus de \$0,6 milliard apparu en 1973 a fait place à un déficit de \$3,1 milliards, et la Suède où un renversement de position de \$2,2 milliards a donné naissance à un solde négatif de \$1 milliard.

Malgré l'effet favorable de la hausse du prix du pétrole sur la balance commerciale du Canada, le déficit des paiements courants s'est élargi de \$1,5 milliard pour atteindre \$1,9 milliard. Au Japon le déficit a été de \$4,7 milliards alors que la balance était pratiquement équilibrée en 1973. Pris en tant que groupe, les trois pays de l'hémisphère sud (Afrique du Sud, Australie et Nouvelle-Zélande) ont vu leur excédent de \$0,9 milliard en 1973 faire place à un déficit de près de \$5 milliards.

En dépit de l'ampleur du renversement intervenu dans les balances des opérations courantes des pays développés, le financement des déficits n'a pas présenté, l'an dernier, de difficultés majeures. En ce qui concerne les pays développés autres que les Etats-Unis, le déficit global de \$34 milliards a été financé pour près de la moitié par des entrées nettes de capitaux, à raison d'un cinquième par des emprunts nets à court terme par le canal des banques, et d'un tiers par prélèvement sur les avoirs officiels nets. Aux Etats-Unis, en revanche, le déficit de la balance des opérations courantes s'est accompagné de sorties nettes de capitaux au titre des secteurs non bancaire et bancaire, d'un montant de \$2 milliards dans chaque cas; les besoins de financement

qui en ont résulté ont été entièrement couverts par un fléchissement de \$8 milliards des réserves officielles nettes, alors que l'augmentation des engagements vis-à-vis des pays de l'OPEP a été supérieure à ce total.

Les renseignements partiels dont on dispose sur l'évolution pendant le premier trimestre de 1975 laissent à penser que des changements importants se sont produits dans les balances des opérations courantes des pays développés. En chiffres désaisonnalisés et en rythme annuel, on peut penser que le déficit global du Groupe pris dans son ensemble est retombé à quelque \$20 milliards contre \$38 milliards en 1974, mouvement qui reflète essentiellement une résorption du déficit vis-à-vis des pays exportateurs de pétrole, mais aussi un accroissement de l'excédent vis-à-vis des autres pays en voie de développement. Cette amélioration semble cependant avoir été inégalement répartie. En effet, les quatre plus grands pays - Etats-Unis, Japon, Allemagne et France - ont probablement enregistré un excédent courant de \$15 milliards environ au total, seule la France continuant de faire apparaître un léger déficit; par rapport aux résultats de 1974, cette variation traduit un progrès de près de \$20 milliards, que se sont partagé les Etats-Unis, le Japon et la France, alors que le solde positif de l'Allemagne fédérale a légèrement fléchi. L'Italie et le Royaume-Uni sont parvenus à réduire de façon appréciable leur déficit des paiements courants par rapport à 1974, tandis que la balance globale des autres pays du Groupe des Dix s'est peu modifiée. Il semblerait par conséquent que le déficit des pays développés moins importants ait continué de s'accroître pendant les trois premiers mois de 1975.

#### **Evolution dans les différents pays**

*Etats-Unis.* Sous l'effet d'une détérioration de \$6,4 milliards, la balance commerciale est devenue déficitaire à concurrence de \$5,9 milliards en 1974; ce chiffre est néanmoins inférieur de \$1,1 milliard au déficit record enregistré en 1972, malgré l'augmentation de \$21 milliards environ de la facture nette du pétrole entre les deux années. L'expansion des exportations, qui a concerné la plupart des secteurs, est ressortie, au total, à \$26,8 milliards l'année dernière et celle des importations à \$33,2 milliards. Mis à part le pétrole, le plus fort accroissement des importations nettes a été celui des métaux (\$2,5 milliards), tandis qu'une progression des exportations nettes a été enregistrée dans le secteur des biens d'équipement (\$6,4 milliards), des denrées alimentaires (\$1,9 milliard) et des produits chimiques (\$1,8 milliard). Si, en 1974, le dollar a enregistré une appréciation effective de 2% environ par rapport à l'année précédente, la compétitivité extérieure des Etats-Unis s'est trouvée renforcée par la dépréciation du dollar dont le cours moyen de 1974 a été inférieur de 13½% au taux du premier semestre de 1971. Compte tenu de l'amélioration de \$5 milliards du solde des transactions invisibles (après défalcation des transactions spéciales avec l'Inde, Israël et le Viêt-nam du Sud des données de la balance des paiements de 1974), la balance des opérations courantes s'est soldée par un déficit de \$0,9 milliard qui s'est concentré principalement sur le milieu de l'année, contre un excédent de \$0,5 milliard en 1973.

Il s'est produit une détérioration plus importante encore du solde des mouvements de capitaux privés à long terme, avec des sorties nettes d'un montant de \$7,6 milliards,

contre un léger afflux net en 1973. Ce revirement s'explique à la fois par la levée, fin janvier 1974, des contrôles appliqués aux sorties de capitaux, par la plus grande facilité d'accès aux ressources financières aux Etats-Unis par rapport aux autres marchés nationaux et par la faiblesse de la bourse des valeurs à revenu variable. C'est ainsi que les achats d'actions américaines par les non-résidents ont diminué de \$2,3 milliards, tandis que les investissements directs des Etats-Unis à l'étranger se sont accrus de \$1,9 milliard. Aussi la balance de base a-t-elle accusé un déficit de \$10,6 milliards contre \$1 milliard en 1973.

**Etats-Unis: Balance des paiements<sup>1</sup>**

Postes	1973	1974				1975 1er trimestre	
		Année entière	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre		4ème trimestre
en millions de dollars							
<b>Commerce extérieur (fob)</b>							
Exportations . . . . .	70.275	97.080	22.210	23.925	24.730	26.215	26.820
Importations . . . . .	69.805	102.960	22.385	25.595	27.205	27.775	25.480
Balance commerciale	+ 470	- 5.880	- 175	- 1.670	- 2.475	- 1.560	+ 1.340
Autres transactions courantes <sup>2</sup>	- 20	+ 5.000	+ 2.050	+ 385	+ 1.225	+ 1.340	.
Balance des paiements courants	+ 450	- 880	+ 1.875	- 1.285	- 1.250	- 220	.
<b>Capitaux à long terme</b>							
Opérations du gouvernement américain <sup>2</sup> . . . . .	- 1.535	- 2.100	- 660	- 235	- 220	- 985	.
Opérations du secteur privé . . . . .	+ 60	- 7.600	+ 505	- 1.040	- 2.405	- 4.660	.
Total . . . . .	- 1.475	- 9.700	- 155	- 1.275	- 2.625	- 5.645	.
Balance de base . . . . .	- 1.025	- 10.580	+ 1.720	- 2.560	- 3.875	- 5.865	.
<b>Capitaux à court terme</b> . . . . .	- 1.175	- 750	- 1.540	+ 80	+ 790	- 80	.
<b>Erreurs et omissions</b> . . . . .	- 2.305	+ 5.195	+ 1.305	+ 1.460	+ 840	+ 1.590	.
Balance générale . . . . .	- 4.505	- 6.135	+ 1.485	- 1.020	- 2.245	- 4.355	.
<i>dont, variations de :</i>							
position extérieure nette à court terme des banques . . . . .	+ 795	+ 1.935	+ 435	+ 3.500	- 1.925	- 75	.
avoirs officiels nets <sup>3</sup> . . . . .	- 5.300	- 8.070	+ 1.050	- 4.520	- 320	- 4.280	- 2.805
<i>Pour mémoire :</i>							
Variations des engagements envers des organismes officiels étrangers	5.100	9.500	- 800	4.900	1.300	4.100	.
<i>dont :</i>							
OPEP . . . . .	400	9.700	1.000	2.400	3.900	2.400	.
Divers . . . . .	4.700	- 200	- 1.800	2.500	- 2.600	1.700	.

<sup>1</sup> Après correction des variations saisonnières. <sup>2</sup> A l'exclusion, dans les données de 1974, des transactions spéciales avec l'Inde, Israël et le Viêt-nam du Sud, s'élevant à \$3,1 milliards. <sup>3</sup> A l'exclusion des ajustements comptables.

Le déficit global – à l'exclusion des opérations bancaires à court terme – ne s'est toutefois élevé qu'à \$6,1 milliards, en augmentation de \$1,6 milliard par rapport à 1973, le poste des erreurs et omissions ayant bénéficié d'un apport net de \$5,2 milliards en 1974, après avoir enregistré des sorties nettes de \$2,3 milliards en 1973. Cet excédent sans précédent correspond probablement, dans une large mesure, à des entrées de fonds pétroliers non identifiées jusqu'ici, enregistrées soit simplement au titre des décalages entre les transactions commerciales et les règlements, soit au titre des mouvements à plus long terme. Il s'est peut-être également produit un revirement des sorties de capitaux non identifiés survenu au moment de la crise du dollar au début de 1973.

Pendant l'année 1974, les banques américaines ont joué un grand rôle dans le recyclage des fonds des pays excédentaires vers les pays déficitaires: les engagements à court terme vis-à-vis des non-résidents se sont notamment accrus de \$15,7 milliards, et les prêts à l'étranger ont fait un bond de \$17,7 milliards. La balance des transactions entre autorités monétaires a accusé un déficit de \$8,1 milliards, soit une aggravation de \$2,8 milliards par rapport à 1973. Il convient cependant de remarquer que, l'an dernier, l'accroissement des engagements officiels nets des autorités américaines a reflété presque exclusivement l'accumulation volontaire d'avoirs par les pays exportateurs de pétrole.

Au cours du premier trimestre de 1975 et pour la première fois depuis le dernier trimestre de 1973, la balance commerciale a dégagé un solde positif de \$1,3 milliard, ce qui représente un renversement d'un montant de \$2,9 milliards par rapport au déficit enregistré d'octobre à décembre 1974. Les exportations ont légèrement augmenté, alors que les importations se sont contractées de 8%. En volume, les ventes à l'étranger n'ont guère subi de changement, mais les achats à l'extérieur ont reculé de 10%. Le fléchissement a porté, à concurrence des deux cinquièmes, sur les achats de pétrole, qui ont diminué de \$0,9 milliard; les importations de biens de consommation se sont également inscrites en baisse, mais celles de biens d'équipement sont demeurées stationnaires.

*Canada.* La balance commerciale du Canada a subi le contrecoup non seulement de la vivacité relative de la demande interne, mais également des conflits sociaux. Si le surplus au titre du pétrole et du gaz naturel est passé de \$1 milliard à \$1,5 milliard, l'excédent global des échanges commerciaux a connu une évolution contraire, passant de \$2,2 milliards en 1973 à \$1 milliard en 1974. La valeur totale des exportations a progressé de \$7 milliards, soit de 27%, en raison essentiellement de l'augmentation des recettes tirées des produits énergétiques, du blé, de la pâte à papier et du papier-journal, mais les importations se sont accrues de \$8,2 milliards, soit de 35%. En ce qui concerne les automobiles et les pièces détachées, le déficit commercial a atteint \$1,7 milliard, soit presque le double de celui de 1973, car les importations ont vivement progressé tandis que les exportations sont demeurées pratiquement stationnaires. On a constaté également une forte expansion des achats d'acier, de sucre et de produits chimiques. Le déficit traditionnel des transactions invisibles s'est encore creusé, à raison de \$0,2 milliard, de sorte que la balance des opérations courantes a enregistré un solde négatif de \$1,9 milliard, soit \$1,5 milliard de plus qu'en 1973.

Canada: Balance des paiements

Postes	1972	1973	1974	1973		1974	
				1er semestre	2ème semestre	1er semestre	2ème semestre
en millions de dollars canadiens							
<b>Commerce extérieur (fob)</b>							
Exportations . . . . .	20.220	25.500	32.490	12.330	13.170	15.605	16.885
Importations . . . . .	18.575	23.270	31.470	11.300	11.970	14.790	16.680
<b>Balance commerciale</b>	+ 1.645	+ 2.230	+ 1.020	+ 1.030	+ 1.200	+ 815	+ 205
<b>Services et transferts</b>	- 2.300	- 2.655	- 2.895	- 1.510	- 1.145	- 1.625	- 1.270
<b>Balance des paiements courants</b>	- 655	- 425	- 1.875	- 480	+ 55	- 810	- 1.065
<b>Mouvements de capitaux à long terme</b>	+ 1.760	+ 660	+ 945	+ 475	+ 185	+ 450	+ 495
<b>Balance de base</b>	+ 1.105	+ 235	- 930	- 5	+ 240	- 360	- 570
<b>Mouvements de capitaux à court terme, erreurs et omissions</b>	- 1.640	- 440	+ 1.745	- 350	- 90	+ 1.255	+ 490
<b>Balance générale</b>	- 535	- 205	+ 815	- 355	+ 150	+ 895	- 80
<i>dont, variations de :</i>							
position extérieure nette à court terme des banques	- 755	+ 260	+ 790	- 165	+ 425	+ 545	+ 245
avoirs officiels nets <sup>1</sup>	+ 220 <sup>2</sup>	- 465	+ 25	- 190	- 275	+ 350	- 325

<sup>1</sup> A l'exclusion des ajustements comptables. <sup>2</sup> A l'exclusion, pour faciliter les comparaisons, de l'allocation de DTS de \$117 millions.

Etant donné que la politique budgétaire est devenue plus expansionniste, les autorités n'ont assoupli leur politique monétaire qu'avec prudence à partir de la fin de l'été, de sorte que les variations de taux d'intérêt ont favorisé des entrées nettes de capitaux, en provenance notamment des Etats-Unis, tant à long qu'à court terme. Ce mouvement, conjugué avec l'abandon de facto des normes fixées en 1970 en matière d'emprunt, a été en partie à l'origine, l'année dernière, de l'accroissement de \$2,5 milliards de l'apport net de capitaux qui a plus que compensé la détérioration de la balance des paiements courants. L'excédent de la balance globale a eu comme contrepartie une amélioration de la position extérieure à court terme des banques, imputable à des écarts sensiblement plus grands entre les taux d'intérêt des euro-dollars et les taux des dépôts à terme canadiens, qui s'ajustent lentement. Il faut y ajouter la levée des restrictions sur les prêts à l'étranger des banques canadiennes, qui est intervenue en janvier 1974, peu après la suppression, aux Etats-Unis, des contrôles sur les sorties de capitaux. Sur l'année, les avoirs officiels nets ont subi peu de changements, comme d'ailleurs le taux de change effectif.

*Japon.* En 1974, la balance des paiements du Japon a été marquée par de profonds changements sous l'effet, dans un premier temps, de l'enchérissement du pétrole et, ultérieurement, du fait de la récession interne et de la poursuite de la politique monétaire restrictive. La balance des opérations sur marchandises est revenue, en

chiffres désaisonnalisés, d'un excédent trimestriel moyen de \$1,1 milliard pendant les neuf premiers mois de 1973 à un déficit trimestriel moyen de \$0,5 milliard pendant le premier semestre de 1974. Au troisième et au quatrième trimestres, la balance du commerce extérieur est redevenue créditrice à raison de \$0,7 milliard et \$1,5 milliard respectivement. Si l'on exclut l'augmentation de la facture nette du pétrole, l'excédent commercial au cours du second semestre de 1974 ressort à près de \$10 milliards, soit quelque 4% du produit national brut. L'apparition de l'excédent a correspondu à une augmentation substantielle des exportations de même qu'à une stagnation des importations succédant à la forte progression enregistrée pendant le premier semestre.

Pour l'ensemble de l'année, les exportations se sont accrues de \$18,2 milliards en valeur, mais les importations ont fait un bond de \$20,5 milliards qui s'explique à concurrence des deux tiers par le gonflement de la facture pétrolière. Etant donné la nouvelle aggravation du solde des transactions invisibles, la balance des opérations courantes a accusé un déficit de \$4,7 milliards alors que, l'année précédente, elle avait approché de l'équilibre.

Toutefois, cette détérioration a été compensée, et au-delà, par une forte contraction des sorties nettes de capitaux, qui sont revenues d'un chiffre record de \$10 milliards en 1973 à \$2,1 milliards. En conséquence, le déficit de la balance générale a fléchi

**Japon: Balance des paiements**

Postes	1973	Année entière	1974				1975 1er trimestre
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
en millions de dollars EU							
<b>Commerce extérieur (fob)</b>							
Exportations . . .	36.265	54.480	10.095	13.475	14.680	16.230	12.960
Importations . . .	32.575	53.045	11.945	14.320	13.165	13.615	12.150
Balance commerciale	+ 3.690	+ 1.435	- 1.850	- 845	+ 1.515	+ 2.615	+ 810
<b>Services et transferts</b>							
Balance des paiements courants	- 3.825	- 6.130	- 1.440	- 1.560	- 1.650	- 1.480	- 1.610
<b>Mouvements de capi- taux à long terme</b>							
Balance de base . .	- 135	- 4.695	- 3.290	- 2.405	- 135	+ 1.135	- 800
<b>Mouvements de capitaux à court terme, erreurs et omissions</b>							
Balance générale .	- 9.750	- 3.880	- 1.590	- 1.015	- 550	- 725	+ 135
<b>dont, variations de: position extérieure nette à court terme des banques avoirs officiels nets*</b>							
Balance de base . .	- 9.885	- 8.575	- 4.880	- 3.420	- 685	+ 410	- 665
Mouvements de capitaux à court terme, erreurs et omissions	- 190	+ 1.735	+ 740	+ 355	+ 85	+ 555	- 25
Balance générale .	- 10.075	- 6.840	- 4.140	- 3.065	- 600	+ 965	- 690
Position extérieure nette à court terme des banques	- 3.975	- 8.200	- 4.365	- 4.130	- 375	+ 670	- 1.295
Avoirs officiels nets*	- 6.100	+ 1.360	+ 225	+ 1.065	- 225	+ 295	+ 605

\* A l'exclusion du montant estimé des ajustements comptables.

de \$3,2 milliards pour s'établir à \$6,8 milliards. La diminution des sorties a porté principalement sur les opérations à long terme et sur le poste erreurs et omissions. Ce dernier, qui correspond en grande partie à des opérations de termaillage, a été pratiquement nul l'année dernière alors qu'en 1973 il y avait eu sortie nette de \$2,6 milliards. La réduction des sorties de fonds à long terme est due principalement à un recul des prêts aux non-résidents (\$1,1 milliard, contre \$3 milliards en 1973), à une contraction des achats de valeurs mobilières étrangères (\$0,1 milliard contre \$1,8 milliard) ainsi qu'à un afflux — de l'ordre de \$1 milliard — de capitaux en provenance des pays exportateurs de pétrole. Ces changements sont imputables non seulement à l'orientation restrictive de la politique monétaire, mais aussi aux mesures prises vers la fin de l'année 1973 et au début de 1974 pour stimuler les entrées et décourager les flux vers l'étranger. En grande partie pour les mêmes raisons, il y a eu une progression de \$4,2 milliards à \$8,2 milliards des entrées nettes de fonds bancaires à court terme (comptabilisées au-dessous de la ligne).

L'excédent commercial désaisonnalisé s'est encore accru pendant le premier trimestre de 1975, pour se chiffrer à \$2 milliards; les décaissements nets au titre des transactions invisibles s'étant poursuivis au rythme mensuel moyen de \$0,5 milliard, le solde positif de la balance des opérations courantes s'est élevé à \$0,4 milliard, alors qu'elle était grosso modo équilibrée pendant le dernier trimestre de 1974. Toutefois, en raison de facteurs saisonniers défavorables, la balance, avant ajustement, des opérations courantes est devenue déficitaire à hauteur de \$0,8 milliard; comme le montant total des entrées nettes de capitaux s'est établi à \$0,1 milliard, la balance générale fait ressortir un solde négatif de \$0,7 milliard, contre \$4,1 milliards pendant la période correspondante de 1974.

*Royaume-Uni.* Le Royaume-Uni a été le seul grand pays industriel à enregistrer l'année dernière une détérioration de son commerce extérieur supérieure au gonflement de sa facture pétrolière. La balance commerciale a accusé un déficit de £5,3 milliards, soit plus du double du chiffre de 1973. Les exportations se sont accrues de quelque 35%, mais les importations ont progressé de plus de 50%. En ce qui concerne les transactions invisibles, l'excédent a légèrement dépassé £1,4 milliard, contre £1,2 milliard en 1973, de sorte que le déficit des opérations courantes a grimpé de £1,1 milliard en 1973 à £3,8 milliards, dont un dixième environ représente, d'après les estimations, les importations liées à l'exploitation des gisements pétroliers de la Mer du Nord.

Les transferts de capitaux effectués en application de la garantie de change stipulée dans les accords sur les balances sterling ont atteint un total de £75 millions. Ces dispositions ont été suspendues à partir de la fin 1974.

Les entrées nettes de capitaux, qui comprennent des opérations non identifiées, se sont élevées à £2,7 milliards, soit £1,3 milliard de plus qu'en 1973. Le volume des sorties nettes de capitaux publics à long terme, soit £0,2 milliard, a été à peu près le même qu'en 1973. Les emprunts nets en devises du secteur public se sont montés à £1,3 milliard, marquant ainsi un accroissement de £0,2 milliard par rapport à 1973; au cours de ces deux années, ces entrées ont porté pour les neuf dixièmes sur des capitaux bénéficiant de garanties de change officielles. Le chiffre de 1974 ne comprend pas un premier tirage de £0,6 milliard (\$1,5 milliard) — effectué au quatrième trimestre

sur des facilités en euro-devises de \$2,5 milliards mises sur pied pour le compte du gouvernement au début de 1974 – qui est traité ici comme une écriture compensatoire. Le poste «Erreurs et omissions» a augmenté fortement pour s'élever à £1,1 milliard l'an dernier sous l'effet à la fois d'entrées liées à la pression qui s'exerçait sur la situation financière des entreprises britanniques et du gonflement du coût des importations. L'afflux net de capitaux d'investissements privés et d'autres ressources identifiées n'est, avec £400 millions, que légèrement supérieur à celui de 1973, mais ce montant est la résultante de changements notables. L'augmentation des investissements étrangers dans le secteur privé britannique, combinée avec un fléchissement net des investissements à l'étranger des particuliers et entreprises du Royaume-Uni, est ressortie à près de £0,5 milliard, mais elle a été pratiquement annulée par un accroissement des sorties nettes comptabilisées au titre des crédits à l'exportation et à l'importation.

Pendant les trois premiers mois de 1975, les exportations ont augmenté de 13% et les importations ont diminué de 5% par rapport au dernier trimestre de 1974, en termes désaisonnalisés. De ce fait, le déficit commercial est revenu de £1,5 milliard à £0,7 milliard; comme les recettes nettes au titre des opérations invisibles ont pu

Royaume-Uni: Balance des paiements

Postes	1972	1973	1974	1973		1974	
				1er semestre	2ème semestre	1er semestre	2ème semestre
en millions de livres sterling							
<b>Commerce extérieur (fob)</b>							
Exportations . . . . .	9.145	11.510	15.590	5.505	6.005	7.400	8.190
Importations . . . . .	9.830	13.810	20.050	6.405	7.405	10.155	10.695
Balance commerciale	- 685	- 2.300	- 5.260	- 900	- 1.400	- 2.755	- 2.505
Services et transferts	+ 765	+ 1.185	+ 1.435	+ 350	+ 835	+ 705	+ 730
Balance des paiements courants	+ 80	- 1.115	- 3.825	- 550	- 565	- 2.050	- 1.775
Transferts en capital	-	- 60	- 75	- 55	- 5	- 30	- 45
<b>Mouvements de capitaux</b>							
Capitaux publics à long terme . . . . .	- 140	- 180	- 195	- 75	- 105	- 60	- 135
Emprunts à l'étranger du secteur public britannique . . . . .	0	+ 1.100	+ 1.260	+ 380	+ 720	+ 845	+ 415
Autres transactions identifiées . . . . .	- 105	+ 320	+ 475	+ 300	+ 20	+ 720	- 245
Erreurs et omissions . . . . .	- 675	+ 175	+ 1.145	+ 200	- 25	+ 345	+ 800
Total . . . . .	- 920	+ 1.415	+ 2.685	+ 805	+ 610	+ 1.850	+ 835
Balance générale . . . . .	- 840	+ 240	- 1.215	+ 200	+ 40	- 230	- 985
<i>dont, variations de:</i>							
avoirs officiels nets . . . . .	- 1.170*	+ 210	- 565	+ 445	- 235	+ 70	- 635
autres postes monétaires nets . . . . .	+ 330	+ 30	- 650	- 245	+ 275	- 300	- 350

\* Pour faciliter les comparaisons il n'a pas été tenu compte de l'allocation de DTS de £124 millions.

varié, le solde des opérations courantes est tombé à £0,3 milliard contre £1,1 milliard le trimestre précédent. Toutefois, ces chiffres exagèrent peut-être dans une certaine mesure l'amélioration de la situation des opérations courantes du Royaume-Uni, étant donné que les échanges commerciaux – et notamment les importations – ont été affectés par la grève des dockers londoniens et par le blocus de certains ports organisé en mars par les pêcheurs.

*Allemagne fédérale.* Les traits les plus marquants de l'évolution en 1974 ont été le doublement de l'excédent des opérations courantes (il a atteint DM 24,2 milliards) et le financement sans problème de ce dernier par des sorties de capitaux privés à long et à court terme. En conséquence, la balance générale a enregistré un solde actif de DM 7,8 milliards, contre DM 31,6 milliards en 1973. En fait, par suite d'une expansion substantielle des avoirs nets à court terme du système bancaire, la balance établie sur la base des transactions officielles a enregistré un déficit de DM 1,9 milliard, contre un excédent de DM 26,4 milliards l'année d'avant, l'appréciation effective moyenne du deutsche mark s'élevant, d'une année sur l'autre, à 4½%. Le déficit structurel des transactions invisibles a encore augmenté, pour atteindre DM 32,2 milliards. Il convient de remarquer que, malgré la hausse à concurrence de DM 15,6 milliards de la facture nette du pétrole, l'excédent commercial a progressé de DM 16,4 milliards pour atteindre le niveau record de DM 56,3 milliards.

Le retournement de la conjoncture s'est, en Allemagne fédérale, produit plus tôt que chez ses principaux concurrents, si bien que c'est au début de l'année que l'expansion des exportations a été la plus prononcée, au moment où la demande mondiale était encore soutenue. Par suite de l'affaiblissement de la demande intérieure, les importations autres que celles de pétrole n'ont augmenté que modérément en valeur (14%) et ont baissé en volume, tandis que les entreprises faisaient des efforts soutenus pour orienter davantage leur production vers l'exportation. Aussi les crédits fournisseurs accordés par le secteur des entreprises se sont-ils traduits par une sortie nette de DM 12,9 milliards alors que l'on avait constaté DM 4,6 milliards d'entrées nettes en 1973.

Ce revirement massif a été favorisé essentiellement par un abaissement progressif des taux d'intérêt à court terme sur le marché intérieur, mais dans une certaine mesure, aussi, au second semestre, par une diminution des rendements à long terme par rapport à l'étranger, la perspective d'un nouveau raffermissement du deutsche mark n'ayant pas eu finalement d'effet compensatoire important. Sur l'ensemble de l'année, tous les principaux postes des mouvements de capitaux privés sont devenus déficitaires, à l'exception des investissements directs; ce dernier poste a en effet été le siège d'entrées nettes un peu plus élevées (DM 1,5 milliard au total) en raison notamment de placements de l'OPEP. Les transactions sur titres se sont soldées par des décaissements nets de DM 4,2 milliards, contre DM 6,4 milliards de recettes nettes en 1973, du fait surtout de cessions nettes de valeurs allemandes par des non-résidents, mais aussi d'un revirement de tendance en faveur d'achats nets de valeurs étrangères par les résidents. En ce qui concerne les «prêts et crédits», les engagements n'ont progressé que de DM 1 milliard (contre DM 3,9 milliards l'année précédente), alors que les

avoirs ont augmenté de DM 2,8 milliards, après avoir fait une chute de DM 4,1 milliards en 1973. Malgré une contraction du déficit au titre des transactions officielles à long terme, on a ainsi assisté à des sorties de capitaux à long terme de DM 5,7 milliards, contre des entrées nettes de DM 12,4 milliards en 1973. Ce renversement des mouvements de capitaux à long terme a été plus important que l'accroissement de l'excédent des paiements courants, de sorte que le solde positif (DM 18,4 milliards) de la balance de base a été inférieur de DM 5,5 milliards à celui de l'année précédente.

Au premier trimestre de 1975, les exportations ont été légèrement inférieures et les importations à peine supérieures aux niveaux de la période correspondante de l'année précédente, de sorte que l'excédent commercial a diminué de DM 2,1 milliards pour s'établir à DM 12,7 milliards. Les sorties nettes au titre des transactions invisibles ayant peu varié, le solde actif de la balance des paiements courants s'est contracté à peu près dans les mêmes proportions, revenant à DM 5,7 milliards. Les entrées nettes de capitaux ont représenté un montant de DM 0,4 milliard, les sorties à long terme s'étant trouvées plus que compensées par des apports à court terme et non identifiés. L'excédent global a atteint DM 6,1 milliards et s'est traduit essentiellement par un accroissement des avoirs officiels nets, ce qui a permis de maintenir à moins de 1% pendant le trimestre l'appréciation effective du deutsche mark.

**Allemagne fédérale: Balance des paiements**

Postes	1971	1972	1973	1974	1974	1975
					1er trimestre	
en millions de deutsche marks						
<b>Commerce extérieur (fob)</b>						
Exportations . . . . .	136.020	148.705	178.040	229.850	54.535	53.015
Importations . . . . .	112.750	122.320	138.150	173.535	39.805	40.335
Balance commerciale . . . . .	+ 23.270	+ 26.385	+ 39.890	+ 56.315	+ 14.730	+ 12.680
<b>Services et transferts . . . . .</b>	- 20.190	- 23.910	- 28.395	- 32.165	- 7.330	- 6.995
Balance des paiements courants . . . . .	+ 3.080	+ 2.475	+ 11.495	+ 24.150	+ 7.400	+ 5.685
<b>Mouvements de capitaux à long terme . . . . .</b>	+ 6.295	+ 15.545	+ 12.440	- 5.745	- 710	- 3.400
Balance de base . . . . .	+ 9.375	+ 18.020	+ 23.935	+ 18.405	+ 6.690	+ 2.285
<b>Mouvements de capitaux à court terme . . . . .</b>	+ 3.150	- 3.115	+ 5.425	- 10.015	- 9.205	+ 2.135
<b>Erreurs et omissions . . . . .</b>	+ 2.660	+ 1.205	+ 2.220	- 565	+ 2.530	+ 1.655
Balance générale . . . . .	+ 15.195	+ 16.110	+ 31.580	+ 7.825	+ 15	+ 6.075
<i>dont, variations de:</i>						
position extérieure nette à court terme des banques . . . . .	- 1.175	+ 420	+ 5.150	+ 9.730	+ 525	+ 1.075
avoirs officiels nets* . . . . .	+ 16.360	+ 15.690	+ 26.430	- 1.905	- 510	+ 5.000

\* Pour faciliter les comparaisons, il n'a pas été tenu compte des allocations de DTS de 1971 et 1972, soit DM 627 et 620 millions respectivement ni des ajustements comptables.

*France.* Après avoir enregistré un excédent de FF 3,4 milliards en 1973, la balance commerciale a accusé un déficit de FF 18,6 milliards l'an dernier. La détérioration s'est produite principalement au cours du premier semestre de l'année, sous l'influence combinée du renchérissement du pétrole et de la vigueur relative de la demande interne. Pendant le second semestre, l'évolution des opérations commerciales a reflété l'amorce rapide du ralentissement de l'activité interne. En termes douaniers, les importations (caf) se sont accrues au total, pendant l'année, de FF 88 milliards, c'est-à-dire de plus de 50%, la progression ayant représenté, à concurrence de 40% environ, un gonflement de la facture pétrolière. Les exportations ont continué de se développer à un rythme satisfaisant, augmentant de FF 61 milliards, soit de près de 40%; l'accroissement le plus fort (FF 32 milliards, soit plus de 50%) a été enregistré par les produits semi-finis. Conformément aux objectifs que se sont fixés les autorités, la tendance à la diversification des marchés s'est poursuivie, comme en témoigne l'expansion rapide des ventes aux pays producteurs de pétrole, au tiers monde et aux pays d'Europe autres que ceux de la CEE.

Par suite d'une nouvelle augmentation de FF 3,1 milliards des décaissements nets au titre des opérations invisibles, le déficit de la balance des opérations courantes est passé de FF 3 milliards en 1973 à FF 28,2 milliards.

Dans la présentation habituelle des comptes extérieurs, les sorties nettes de capitaux à long terme ont totalisé FF 2,3 milliards. En revanche, les entrées nettes de capitaux à court terme du secteur non bancaire se sont élevées à FF 19,2 milliards, de sorte que la balance générale s'est soldée par un déficit de FF 11,2 milliards, contre FF 3,7 milliards l'année précédente. En vérité, ces distinctions traditionnelles ne rendent pas compte de la facilité avec laquelle il a été possible de financer le solde négatif de la balance des opérations courantes. C'est ainsi qu'à l'instigation des autorités, les entreprises ont contracté, par le canal du système bancaire, des emprunts à taux périodiquement révisables pour un montant total de FF 4,3 milliards. Fondamentalement, ces entrées ressortissent plus à des opérations à long terme qu'à court terme et relèvent en fait du secteur non bancaire; à lui seul, ce facteur transformerait le déficit de FF 2,3 milliards au titre du poste des mouvements de capitaux à long terme en un excédent de FF 2 milliards.

De surcroît, le poste des mouvements de capitaux à long terme comprend FF 7 milliards de prêts consentis par les banques françaises à des non-résidents. Ces concours constituent une forme de transformation d'échéance et sont, en fait, la contrepartie directe d'un accroissement des engagements à court terme des banques. Si l'on effectuait ces ajustements, la balance des mouvements de capitaux à long terme ferait apparaître en réalité un afflux net de FF 9 milliards. Avec les FF 19,2 milliards d'entrées à court terme qui ont eu lieu en dehors du système bancaire, la balance générale ferait ainsi ressortir un solde pratiquement nul; on aurait noté, en contrepartie, d'une part un gonflement de quelque FF 2,1 milliards des actifs nets à court terme des banques et, d'autre part, un fléchissement d'égal montant des réserves officielles nettes (soit moins d'un tiers de la diminution enregistrée en 1973).

Pendant le premier trimestre de 1975, la balance des opérations courantes de la France a continué de s'améliorer. En chiffres désaisonnalisés, la balance commerciale est devenue excédentaire à concurrence de FF 0,7 milliard, mais les décaissements

**France: Balance des paiements**

Postes	1972	1973	1974	1973		1974	
				1er semestre	2ème semestre	1er semestre	2ème semestre
en millions de francs français							
<b>Commerce extérieur (fob)</b>							
Exportations . . . . .	131.890	159.410	219.360 <sup>1</sup>	78.505	80.905	107.750 <sup>1</sup>	111.610 <sup>1</sup>
Importations . . . . .	125.370	155.970	238.000 <sup>1</sup>	75.655	80.315	120.500 <sup>1</sup>	117.500 <sup>1</sup>
Balance commerciale	+ 6.520	+ 3.440	- 18.640	+ 2.850	+ 590	- 12.750	- 5.890
<b>Services et transferts</b>	- 5.065	- 6.445	- 9.555	- 2.670	- 3.775	- 4.110	- 5.445
Balance des paiements courants . . . . .	+ 1.455	- 3.005	- 28.195	+ 180	- 3.185	- 16.860	- 11.335
<b>Capitaux à long terme</b>							
Secteur public . . . . .	- 235	- 1.110	- 2.350	- 740	- 370	- 545	- 1.805
Secteur privé non bancaire . . . . .	+ 540	- 930	+ 7.970	+ 260	- 1.190	+ 3.720	+ 4.250
Secteur bancaire . . . . .	- 3.660	- 7.725	- 7.875	- 2.185	- 5.540	- 4.140	- 3.735
Total . . . . .	- 3.355	- 9.765	- 2.255	- 2.665	- 7.100	- 965	- 1.290
Balance de base . . . . .	- 1.900	- 12.770	- 30.450	- 2.485	- 10.285	- 17.825	- 12.625
<b>Capitaux à court terme, erreurs et omissions . . . . .</b>	+ 3.100	+ 9.110	+ 19.205	+ 4.770	+ 4.340	+ 11.085	+ 8.120
Balance générale . . . . .	+ 1.200	- 3.660	- 11.245	+ 2.285	- 5.945	- 6.740	- 4.505
<i>dont, variations de:</i>							
position extérieure nette à court terme des banques	- 6.855	+ 3.790	- 9.195	- 310	+ 4.100	- 3.815	- 5.580
avoirs officiels nets . . . . .	+ 8.055 <sup>2</sup>	- 7.450	- 2.050	+ 2.595	- 10.045	- 3.125	+ 1.075

<sup>1</sup> Estimations partielles. <sup>2</sup> Pour faciliter les comparaisons, il n'a pas été tenu compte de l'allocation de DTS de FF 883 millions.

nets au titre des opérations invisibles ont progressé de FF 0,6 milliard pour atteindre FF 1,8 milliard. En conséquence, le déficit de FF 1,1 milliard de la balance des opérations courantes a été inférieur de moitié à celui du dernier trimestre de 1974.

*Italie.* Le déficit de la balance des paiements courants s'est élargi, passant de LIT 1.500 milliards en 1973 à LIT 5.100 milliards l'année dernière, cette détérioration s'étant produite pour les deux tiers pendant les six premiers mois. L'affaiblissement de la demande intérieure a provoqué une nette amélioration au second semestre, le déficit de LIT 1.200 milliards, enregistré entre janvier et juin, de la balance des échanges commerciaux autres que pétroliers, ayant fait place à un excédent de LIT 200 milliards.

Pour l'ensemble de l'année, les exportations se sont accrues de LIT 6.500 milliards (soit de 50%), les résultats étant particulièrement favorables pour les produits semi-finis et les biens d'équipement. L'augmentation totale des importations s'est établie à LIT 9.700 milliards (+ 65%), dont près de la moitié au titre des achats de pétrole. Les importations d'autres biens ont progressé de 40%, contre 15% environ

en 1973, celles de matières premières et de produits semi-ouvrés ayant augmenté plus rapidement que l'année précédente, tandis que celles de biens de consommation se sont accrues beaucoup plus lentement. L'excédent net des transactions invisibles s'est de nouveau contracté pour représenter LIT 430 milliards.

Calculé selon les méthodes comptables habituelles, le déficit global est passé de LIT 200 milliards à LIT 3.600 milliards et marque une détérioration du même ordre de grandeur que celle de la balance des paiements courants. Le solde général des mouvements de capitaux (y compris les erreurs et omissions) fait ressortir une entrée nette de LIT 1.500 milliards, soit LIT 200 milliards de plus qu'en 1973. Les emprunts compensatoires effectués par le secteur public, qui s'étaient élevés en 1973 à quelque LIT 2.600 milliards, n'ont rapporté l'année dernière que LIT 1.300 milliards. En revanche, les sorties nettes de capitaux privés, qui avaient atteint en 1973 un montant de LIT 1.300 milliards, ont fait place à un apport net de LIT 200 milliards par suite de l'introduction du système du dépôt à l'importation et des restrictions monétaires internes. Les efforts visant à maintenir les avoirs officiels bruts au moyen

**Italie: Balance des paiements**

Postes	1972	1973	1974	1973		1974	
				1er semestre	2ème semestre	1er semestre	2ème semestre
en milliards de liras							
<b>Commerce extérieur (fob)</b>							
Exportations . . . . .	10.755	12.870	19.405	5.555	7.315	6.560	10.845
Importations . . . . .	10.725	15.185	24.905	6.630	8.555	11.655	13.250
<b>Balance commerciale</b>	+ 30	- 2.315	- 5.500	- 1.075	- 1.240	- 3.095	- 2.405
<b>Services et transferts</b>	+ 1.135	+ 840	+ 430	+ 235	+ 605	- 75	+ 505
<b>Balance des paiements courants</b>	+ 1.165	- 1.475	- 5.070	- 840	- 635	- 3.170	- 1.900
<b>Mouvements de capitaux identifiés</b>							
Emprunts compensatoires du secteur public . . . . .	+ 350	+ 2.570	+ 1.325	+ 555	+ 2.015	+ 1.345	- 20
Divers . . . . .	- 1.920	- 835	+ 265	- 640	- 195	- 975	+ 1.240
<b>Total</b>	- 1.570	+ 1.735	+ 1.590	- 85	+ 1.820	+ 370	+ 1.220
<b>Erreurs et omissions</b>	- 345	- 470	- 110	+ 10	- 480	- 150	+ 40
<b>Balance des mouvements de capitaux</b>	- 1.915	+ 1.265	+ 1.480	- 75	+ 1.340	+ 220	+ 1.260
<b>Balance générale<sup>1</sup></b>	- 750	- 210	- 3.590	- 915	+ 705	- 2.950	- 640
<i>dont, variations de:</i>							
position extérieure nette des banques . . . . .	- 255	- 30	- 475	- 370	+ 340	- 1.040	+ 565
avoirs officiels nets . . . . .	- 495 <sup>2</sup>	- 125	- 2.995	- 485	+ 360	- 1.815	- 1.190
ajustements comptables . . . . .	0	- 55	- 120	- 60	+ 5	- 95	- 25

<sup>1</sup> A l'exclusion des ajustements comptables. <sup>2</sup> A l'exclusion, pour faciliter les comparaisons, de l'allocation de DTS de LIT 66 milliards.

d'emprunts compensatoires effectués par les organismes publics sous l'impulsion des autorités ont pratiquement cessé au second semestre de 1974, lorsqu'il est devenu difficile d'emprunter sur l'euro-marché. Les moyens de financement nécessaires ont alors été obtenus en grande partie par un accroissement direct des engagements à moyen et long terme des autorités monétaires, lesquels se sont élevés en 1974 à LIT 3.600 milliards et ont, en fait, porté le montant total net des entrées de caractère compensatoire du secteur public à LIT 5.000 milliards, contribuant ainsi à contenir la dépréciation effective de la lire.

L'amélioration de la position extérieure s'est poursuivie au premier trimestre de 1975; les importations ont été inférieures de 4% et les exportations supérieures de 28% aux niveaux de la période correspondante de 1974. Par voie de conséquence, le déficit des transactions visibles (fob/caf) s'est contracté, revenant de LIT 1.955 milliards à LIT 605 milliards, tandis que celui de la balance générale a fléchi de LIT 1.340 milliards à LIT 110 milliards. L'amélioration de la situation s'est également traduite, au cours de la période janvier-avril 1975, par un remboursement anticipé des dettes du secteur public à concurrence de LIT 240 milliards.

*Union Economique Belgo-Luxembourgeoise.* En 1974, les sorties nettes de capitaux ont, au total, peu varié par rapport à 1973. En conséquence, le fléchissement de FB 8,2 milliards du solde actif des paiements courants s'est traduit par une contraction de l'excédent de la balance générale, qui est revenu à FB 24,6 milliards. Toutefois,

**Autres pays de la CEE: Balances des paiements**

Pays et années	Commerce extérieur (fob)			Services et transferts	Balance des opérations courantes	Mouvements de capitaux <sup>1</sup>	Balance générale	dont, variations de:	
	Exportations	Importations	Solde					position extérieure nette des banques	avoirs officiels nets <sup>2</sup>
<b>Union Economique Belgo-Luxembourgeoise<sup>3</sup> (en milliards de francs)</b>									
1972	586,5	540,1	+ 46,4	+ 4,8	+ 51,2	- 30,7	+ 20,5	- 5,9	+ 26,4
1973	732,8	684,5	+ 48,3	- 3,3	+ 45,0	- 11,7	+ 33,3	- 3,1	+ 36,4
1974	982,8	947,3	+ 35,5	+ 1,3	+ 36,8	- 12,2	+ 24,6	+ 17,1	+ 7,5
<b>Danemark (en millions de couronnes)</b>									
1972	30.445	33.450	- 3.005	+ 2.605	- 400	+ 1.570	+ 1.170	+ 540	+ 630
1973	37.260	44.565	- 7.305	+ 4.360	- 2.945	+ 4.990	+ 2.045	- 715	+ 2.760
1974	46.775	57.765	- 10.990	+ 4.915	- 6.075	+ 5.285	- 790	+ 1.820	- 2.610
<b>Irlande (en millions de livres)</b>									
1972	635	825 <sup>4</sup>	- 190	+ 135	- 55	+ 15	- 40	- 85	+ 45
1973	855	1.125 <sup>4</sup>	- 270	+ 190	- 80	+ 110	+ 30	+ 25	+ 5
1974	1.120	1.670 <sup>4</sup>	- 550	+ 250	- 300	+ 360	+ 60	0	+ 60
<b>Pays-Bas (en millions de florins)</b>									
1972	50.550	48.945	+ 1.605	+ 2.545	+ 4.150	- 1.940	+ 2.210	- 550 <sup>5</sup>	+ 2.760
1973	61.875	59.580	+ 2.295	+ 3.315	+ 5.610	- 4.545	+ 1.065	- 975 <sup>5</sup>	+ 2.040
1974	83.345	82.545	+ 800	+ 3.540	+ 4.340	- 2.390	+ 1.950	- 715 <sup>5</sup>	+ 2.665

<sup>1</sup> Y compris les erreurs et omissions. <sup>2</sup> Allocations de DTS de 1972 non comprises pour faciliter les comparaisons.  
<sup>3</sup> Balance des paiements en partie sur la base des règlements; les exportations et les importations sont calculées en partie sur la base caf. <sup>4</sup> Importations caf. <sup>5</sup> A l'exclusion des transactions à long terme.

l'incidence du termaillage sur la répartition entre opérations en capital et transactions courantes a, semble-t-il, été considérable. Les données établies sur la base des règlements font état d'un recul de FB 48 milliards à FB 36 milliards de l'excédent commercial, alors que les statistiques douanières, établies sur la base fob ajustée, font apparaître un revirement du solde des opérations sur marchandises qui, d'excédentaire à concurrence de FB 52 milliards, est devenu déficitaire pour FB 4 milliards. L'ampleur de cette dégradation est sensiblement équivalente à celle du gonflement de la facture nette du pétrole. La balance commerciale a accusé vis-à-vis des Pays-Bas, de l'Allemagne et des Etats-Unis une détérioration sensible qui a été en partie compensée par une amélioration à l'égard du Royaume-Uni, des pays de l'Europe orientale et de l'Amérique du Sud.

Les sorties identifiées de capitaux ont totalisé, en chiffres nets, FB 12,2 milliards, en augmentation de FB 0,5 milliard sur 1973. Un accroissement de FB 6,5 milliards des entrées nettes au titre des investissements directs s'est accompagné d'une réduction de FB 9,7 milliards des sorties nettes au titre des opérations sur valeurs mobilières, dues principalement à la faiblesse des marchés financiers internationaux. Les autres mouvements identifiés de capitaux et le poste des erreurs et omissions ont cependant accusé une détérioration de près de FB 17 milliards reflétant probablement, dans une large mesure, un reflux de capitaux spéculatifs entrés dans le pays en 1973.

*Pays-Bas.* Bien que ce pays soit devenu l'an dernier exportateur net d'énergie en termes de calories, le poste énergétique s'est soldé par un déficit de FL 2 milliards environ, soit une aggravation de FL 1,7 milliard par rapport à 1973, étant donné que la hausse du prix à l'exportation du gaz naturel a été beaucoup moins accentuée que celle du pétrole importé. L'excédent commercial global ne s'est toutefois contracté que de FL 1,5 milliard pour s'établir à FL 0,8 milliard, les importations et les exportations s'étant accrues respectivement d'environ 40 et 35%. Les recettes nettes au titre des transactions invisibles ont, avec un total de FL 3,5 milliards, subi peu de changements par rapport à 1973. Aussi l'excédent des opérations courantes s'est-il élevé à FL 4,3 milliards, contre FL 5,6 milliards en 1973.

Cette diminution relativement faible de l'excédent des opérations courantes a cependant été compensée, et au-delà, par un recul des sorties nettes de capitaux, de sorte que le surplus global a presque doublé pour atteindre un total de FL 2 milliards. Les entrées nettes à court terme par le canal des banques se sont montées à quelque FL 0,7 milliard. En conséquence, les avoirs officiels nets ont marqué un accroissement de FL 2,7 milliards, et le taux de change effectif du florin s'est apprécié tout au long de l'année.

La réduction de FL 2,2 milliards des sorties nettes de capitaux a résulté de mouvements très divergents des principales catégories d'opérations. C'est ainsi que, d'une part, l'excédent de FL 0,2 milliard au titre des investissements directs, enregistré en 1973, a fait place à un déficit de FL 1,6 milliard en raison de la forte progression des investissements néerlandais à l'étranger. D'autre part, 1) le déficit au titre des opérations sur valeurs mobilières s'est résorbé à concurrence de FL 2 milliards, pour revenir à FL 0,7 milliard, ce qui s'explique notamment par la suppression, à la fin de janvier 1974, du «circuit fermé des obligations»; la possibilité d'acquérir des valeurs

mobilières néerlandaises était donc de nouveau offerte aux non-résidents, encouragés à la fois par les rendements relativement élevés et par les perspectives favorables qui se présentaient pour la monnaie, alors que l'incertitude régnant sur les marchés internationaux amenait les résidents à réduire sensiblement leurs achats de valeurs étrangères; 2) la balance au titre des prêts et crédits à long terme est passée d'un déficit de FL 1 milliard en 1973 à un excédent de FL 0,7 milliard; et 3) les entrées nettes de capitaux à court terme (comprenant les erreurs et omissions, mais à l'exclusion des transactions bancaires) se sont élevées à FL 0,6 milliard, en augmentation de FL 0,5 milliard sur 1973.

*Danemark.* Le déficit de la balance des opérations courantes s'est enflé de KRD 3,1 milliards en 1974 pour atteindre KRD 6,1 milliards, mais cette progression n'a représenté que la moitié environ du coût supplémentaire des importations de produits énergétiques. Le gros du déficit est apparu pendant le premier semestre de l'année.

Les exportations ont progressé de 25% en valeur et de 7% en volume. L'augmentation de 30% des importations s'explique, et au-delà, par la hausse des prix unitaires, étant donné que leur volume s'est contracté de 6% environ par suite du fléchissement rapide de la demande interne, de la majoration en mai des taxes sur la plupart des biens de consommation autres qu'alimentaires et des répercussions du développement considérable des achats à l'étranger, qui était intervenu en 1973 après que la surtaxe sur les importations eut été supprimée au début de la même année. Le déficit de la balance commerciale est donc passé de KRD 7,3 milliards en 1973 à KRD 11 milliards en 1974. L'excédent net au titre des invisibles a progressé de KRD 0,6 milliard l'an dernier pour s'établir à KRD 4,9 milliards, la plupart de l'amélioration enregistrée étant due au gonflement des recettes au titre des frets maritimes.

L'orientation restrictive de la politique monétaire a facilité le financement du déficit de la balance des opérations courantes. Les importations nettes de capitaux du secteur privé se sont élevées à KRD 4,8 milliards et les emprunts du secteur public ont entraîné un afflux net de KRD 0,5 milliard. La balance générale s'est, de ce fait, soldée par un déficit de KRD 0,8 milliard qui a eu pour contrepartie un renforcement des avoirs nets en devises des banques et une contraction plus importante des réserves officielles nettes, ce qui a évité à la couronne de se déprécier au cours de l'année; en effet, l'amélioration de la balance des opérations courantes qui est intervenue vers la fin de l'année a coïncidé avec une hausse du cours de la monnaie sur les marchés des changes.

Le redressement des échanges commerciaux s'est poursuivi au cours du premier trimestre de 1975, période durant laquelle le déficit de la balance commerciale (fob/caf) s'est élevé à KRD 1,9 milliard, contre KRD 4,8 milliards pendant la période correspondante de l'an dernier. Les importations ont fléchi de 16% et les exportations ont augmenté de 4%.

*Irlande.* Le déficit commercial a continué de se creuser pour totaliser £550 millions, contre £270 millions en 1973 et £190 millions en 1972. Alors qu'en 1973 la détérioration avait été imputable à une variation en volume, elle a résulté l'an dernier

d'un renversement défavorable des termes de l'échange imputable, pour une large part, au renchérissement du pétrole, mais aussi à un effondrement des prix du bétail. La hausse du coût net des importations de pétrole et des produits pétroliers a contribué pour près de moitié à l'ensemble de l'aggravation de la balance des opérations visibles. La décélération de l'activité économique interne a entraîné une légère réduction en volume des achats à l'étranger, en dépit d'un certain mouvement de reconstitution des stocks intervenu pendant le premier semestre de 1974 à la suite du climat de haute conjoncture qui régnait en 1973. Toutefois, l'augmentation s'est élevée en valeur à près de 50%. A prix courants, les exportations se sont développées de près d'un tiers, les ventes de produits agricoles s'étant accrues de 16% et celles de produits industriels de 43%. Les recettes nettes au titre des transactions invisibles étant passées à £250 millions (soit £60 millions de plus qu'en 1973, du fait principalement du montant accru des transferts nets en provenance de la CEE), le déficit de la balance des transactions courantes s'est chiffré, au total, à £300 millions, contre £80 millions un an plus tôt.

L'excédent de la balance générale a néanmoins doublé l'an dernier pour atteindre £60 millions, sous l'effet d'un triplement des apports nets de capitaux, lesquels se sont ainsi élevés à £360 millions. Les entrées nettes de capitaux privés se sont accrues de £90 millions mais, pour l'essentiel, cette progression représente des emprunts à long terme effectués par le gouvernement (+ £130 millions) et par les autres organismes du secteur public (+ £45 millions).

#### *Autres pays d'Europe*

*Autriche.* En dépit d'un accroissement de SCH 9 milliards environ de la facture pétrolière nette et d'un développement assez prononcé du volume de la demande interne, le déficit commercial de l'Autriche a diminué de SCH 0,9 milliard pour s'établir à SCH 32,7 milliards en 1974.

Les exportations de marchandises ont marqué un accroissement de près d'un tiers en valeur et de 13% en volume, les meilleurs résultats étant enregistrés au niveau des articles semi-finis et des produits chimiques. Cette amélioration s'explique notamment par la vigueur relative de la demande en provenance des marchés traditionnels de l'Europe de l'Est et par la vive expansion des exportations à destination des pays producteurs de pétrole et des autres pays en voie de développement. La progression des exportations en direction des pays de la CEE a représenté près de la moitié du total général. Les importations se sont gonflées de 22% en valeur et de 4% en volume. Grâce en partie à la fermeté du schilling, il n'y a guère eu, en moyenne, de détérioration des termes de l'échange en 1974; en vérité, ces derniers se sont améliorés de plus de 5% de décembre 1973 à décembre 1974.

Les recettes nettes identifiées au titre des opérations invisibles ont accusé un recul de SCH 3,2 milliards, qui a été en partie compensé par une amélioration de SCH 0,9 milliard du poste des erreurs et omissions. Compte tenu de cette rubrique qui, pense-t-on, traduit essentiellement des opérations courantes non enregistrées, le déficit des paiements courants s'est élevé à SCH 5,9 milliards, en augmentation de SCH 1,5 milliard par rapport à 1973.

**Autriche et Suisse: Balances des paiements**

Pays et années	Commerce extérieur			Services et transferts	Balance des opérations courantes	Mouvements de capitaux	Balance générale	dont, variations de:	
	Exportations (fob)	Importations (caf)	Solde					position extérieure nette des banques	avoirs officiels nets
<b>Autriche (en millions de schillings)</b>									
1972	95.910	126.200	- 30.290	+ 26.400	+ 455 <sup>1</sup>	+ 2.000	+ 2.455	- 5.590 <sup>2</sup>	+ 8.045 <sup>3</sup>
1973	114.960	148.480	- 33.520	+ 26.595	- 4.400 <sup>1</sup>	- 265	- 4.665	- 880 <sup>2</sup>	- 3.785 <sup>3</sup>
1974	155.980	188.650	- 32.670	+ 23.360	- 5.905 <sup>1</sup>	+ 6.930	+ 1.025	- 4.945 <sup>2</sup>	+ 5.970 <sup>3</sup>
<b>Suisse (en millions de francs)</b>									
1972	26.190	32.370	- 6.180	+ 7.020	+ 840	- 925 <sup>1</sup>	- 85	- 140 <sup>4</sup>	+ 55 <sup>5</sup>
1973	29.950	36.580	- 6.640	+ 7.530	+ 890	+ 1.140 <sup>1</sup>	+ 2.030	- 370 <sup>4</sup>	+ 2.400 <sup>5</sup>
1974	35.350	42.930	- 7.580	+ 8.340	+ 760	+ 2.420 <sup>1</sup>	+ 3.180	+ 2.960 <sup>4</sup>	+ 220 <sup>5</sup>

<sup>1</sup> Y compris erreurs et omissions. <sup>2</sup> Non compris les variations des positions à long terme. <sup>3</sup> Il n'a pas été tenu compte des ajustements comptables ni, en 1972, de l'allocation de DTS de SCH 708 millions. <sup>4</sup> Y compris les comptes fiduciaires. <sup>5</sup> Y compris les dollars reçus des banques au titre de crédits croisés à l'exception des dollars reçus à ce titre et redéposés.

Un important revirement s'est produit dans le poste des mouvements de capitaux à long terme, les sorties nettes de SCH 3,8 milliards notées en 1973 ayant fait place à un afflux net de SCH 7,4 milliards l'an dernier. Le poste du secteur public a enregistré des modifications de grande envergure; alors qu'en 1973 il avait fait apparaître des remboursements nets d'emprunts à l'étranger d'un montant de SCH 0,7 milliard, les entreprises nationales se sont endettées à l'extérieur pour un montant d'environ SCH 3 milliards l'an dernier.

Des entrées nettes de capitaux de SCH 6,9 milliards au total ayant fait suite à de faibles sorties nettes en 1973, la balance générale est passée d'un déficit de SCH 4,7 milliards en 1973 à un excédent de SCH 1 milliard.

Au premier trimestre de 1975, le déficit commercial s'est élevé à SCH 9,1 milliards contre SCH 10,6 milliards au cours des trois premiers mois de 1974. Les importations se sont contractées de 4%, tandis que les exportations sont restées inchangées.

*Suisse.* Dans l'ensemble, la balance des opérations courantes a enregistré peu de changement par rapport à l'année précédente. Le déficit traditionnel du commerce extérieur s'est accru de FS 0,9 milliard pour atteindre FS 7,6 milliards, mais la progression a été considérablement moins prononcée que le gonflement net de la facture pétrolière, qui s'est élevée à quelque FS 1,6 milliard. En revanche, les recettes nettes au titre des transactions invisibles se sont établies à FS 8,3 milliards, marquant un accroissement de FS 0,8 milliard. Par suite du tassement de la demande interne et de la fermeté du franc suisse, la croissance nominale des importations a été relativement modeste; c'est ainsi que les achats de biens d'équipement et d'articles de consommation ne se sont développés que de 5% en valeur, alors qu'en volume ils ont fléchi de 3%. La progression des exportations a été satisfaisante dans l'ensemble; il y a eu un ralentissement progressif au fil des mois, mais les ventes à l'étranger des industries chimique et mécanique se sont maintenues en valeur. Cependant,

en raison de la forte appréciation du franc suisse entre novembre 1974 et mars 1975 et de la récession dans les autres pays, de nombreux exportateurs ont été aux prises avec de graves difficultés. Au cours des trois premiers mois de 1975, les exportations ont reculé de 7% en valeur et de 14% en volume par rapport à la période correspondante de 1974, mais la diminution des importations a été plus sensible encore (de près de 17% environ tant en valeur qu'en volume), de sorte que le déficit commercial est revenu à FS 1,2 milliard, soit un peu moins de la moitié de celui qui a été enregistré au premier trimestre de l'an passé.

On ne dispose guère de renseignements sur les opérations en capital. Le franc suisse a été soumis à des tensions, notamment pendant le second semestre de 1974, sous l'influence combinée de plusieurs facteurs: restrictions internes du crédit, diversification des réserves de change des pays exportateurs de pétrole, couverture d'importantes positions spéculatives et, d'une façon plus générale, considérations traditionnelles de sécurité. L'accroissement de la position extérieure nette du système bancaire s'est chiffré à près de FS 3 milliards (après élimination des opérations de crédits croisés effectuées à la fin de l'année avec la Banque nationale suisse), la progression des avoirs officiels nets de change n'étant ressortie qu'à FS 0,2 milliard sous l'effet du flottement relativement « pur » du franc. Compte tenu de l'excédent de FS 0,8 milliard de la balance des opérations courantes, on enregistre un afflux net de capitaux en dehors du système bancaire s'élevant à FS 2,4 milliards. Les mouvements de capitaux (flux bancaires compris) ont ainsi fait ressortir, au total, des sorties nettes de FS 0,5 milliard environ.

*Finlande.* Le déficit de la balance des opérations courantes est passé de MF 1,5 milliard en 1973 à MF 4,5 milliards l'an dernier, chiffre qui représente près de 6% du produit national brut. Comme les recettes nettes au titre des opérations invisibles n'ont pratiquement pas varié, la détérioration de MF 3 milliards s'explique essentiellement par l'évolution du commerce extérieur. En valeur, les achats à l'étranger se sont accrus de plus de 50% et les exportations de quelque 40%. En dépit du renchérissement du pétrole, les termes de l'échange ne se sont détériorés que très légèrement en moyenne entre 1973 et 1974. En volume, les importations ont augmenté de 7%, soit une élasticité par rapport à la demande interne proche de l'unité. Quant aux exportations, elles ont marqué le pas sous l'effet principalement du tassement, à l'étranger, de l'activité du bâtiment ainsi que du manque de capacités productives disponibles dans les industries du papier et de la métallurgie, dont les livraisons à l'étranger ont enregistré des gains substantiels de valeur unitaire.

Le crédit intérieur étant devenu progressivement plus resserré qu'ailleurs, le déficit des transactions courantes a été financé pour les deux tiers par des entrées de capitaux. Les apports nets à long terme se sont élevés à MF 0,9 milliard, contre MF 0,4 milliard en 1973, et les importations nettes de capitaux à court terme, qui ont principalement revêtu la forme de crédits commerciaux, sont passées de MF 0,3 milliard seulement en 1973 à MF 2,1 milliards en 1974. Le déficit global s'est ainsi établi à MF 1,5 milliard, soit presque le double de celui de l'année précédente. Son financement a été assuré à égalité par une réduction à la fois de la position extérieure nette de la Banque de Finlande et de celle des banques commerciales, qui s'est accompagnée en 1974 d'une légère appréciation effective du mark.

**Pays nordiques: Balances des paiements**

Pays et années	Commerce extérieur			Services et transferts	Balance des opérations courantes	Mouvements de capitaux <sup>1</sup>	Balance générale	dont, variations de:	
	Exportations (fob)	Importations (caf)	Solde					position extérieure nette des banques	avoirs officiels nets <sup>2</sup>
<b>Finlande (en millions de marks)</b>									
1972	12.010	13.085	- 1.075	+ 595	- 480	+ 985	+ 505	+ 320	+ 185
1973	14.525	16.560	- 2.035	+ 555	- 1.480	+ 695	- 785	- 295	- 490
1974	20.610	25.610	- 5.000	+ 490	- 4.510	+ 3.035	- 1.475	- 735	- 740
<b>Islande (en millions de dollars EU)</b>									
1972	190	215 <sup>3</sup>	- 25	+ 5	- 20	+ 20	0	- 5	+ 5
1973	270	300 <sup>3</sup>	- 30	+ 45	+ 15	- 10	+ 5	- 5	+ 10
1974	375	505 <sup>3</sup>	- 130	- 5	- 135	+ 65	- 70	- 5	- 65
<b>Norvège (en millions de couronnes)</b>									
1972	21.795	29.240	- 7.445	+ 7.060	- 385	+ 1.275	+ 890	- 70	+ 960 <sup>4</sup>
1973	27.385	37.300	- 9.915	+ 7.905	- 2.010	+ 3.735	+ 1.725	+ 350	+ 1.375 <sup>4</sup>
1974	34.860	48.525	- 13.665	+ 8.105	- 5.560	+ 6.810	+ 1.250	- 365	+ 1.615 <sup>4</sup>
<b>Suède (en millions de couronnes)</b>									
1972	41.750	38.665	+ 3.085	- 1.810	+ 1.275	+ 800	+ 2.075	- 5 <sup>5</sup>	+ 2.080
1973	53.155	46.450	+ 6.705	- 1.415	+ 5.290	- 1.405	+ 3.885	- 40 <sup>5</sup>	+ 3.925
1974	70.390	72.945	- 2.555	- 1.840	- 4.395	+ 1.105	- 3.290	+ 235 <sup>5</sup>	- 3.525

<sup>1</sup> Y compris les erreurs et omissions. <sup>2</sup> Pour faciliter les comparaisons, il n'a pas été tenu compte des allocations de DTS de 1972. <sup>3</sup> Importations fob. <sup>4</sup> A l'exclusion des ajustements comptables. <sup>5</sup> A l'exclusion des modifications des positions à terme.

Au cours du premier trimestre de 1975, la balance commerciale s'est fortement dégradée. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, les importations ont progressé de 30% et les exportations de 11%, de sorte que le déficit a atteint un montant de MF 2,3 milliards, double de celui des trois premiers mois de 1974. Un dépôt préalable à l'importation a été institué vers la fin de mars en vue de contenir ce déficit.

*Islande.* Sous l'effet combiné d'une croissance relativement forte de la demande interne, de la hausse des prix du pétrole et d'une diminution du produit de la pêche, le solde de la balance des opérations courantes a changé de signe: l'excédent de \$15 millions enregistré en 1973 a fait place à un déficit de \$135 millions l'an dernier, en dépit de l'institution, en mai, du système de dépôt à l'importation et, en août, de la dévaluation de 17% de la couronne vis-à-vis du dollar EU. Les importations se sont accrues des deux tiers en valeur et de près de 10% en volume, tandis que les exportations ont marqué un accroissement de 40% en valeur et un recul de 8% en volume.

Malgré un revirement de \$75 millions des mouvements de capitaux, qui se sont soldés par un afflux net de \$65 millions, les réserves monétaires nettes ont diminué de \$70 millions, alors qu'elles avaient augmenté de \$5 millions en 1973.

*Norvège.* Bien que le déficit de la balance des opérations courantes soit passé de KRN 2 milliards en 1973 à KRN 5,6 milliards l'an dernier, son financement n'a pas présenté de difficultés particulières, sans doute en raison partiellement des répercussions favorables, sur la balance des opérations courantes, que l'on peut attendre à

l'avenir des exportations de pétrole. Aussi la balance générale a-t-elle continué de dégager un excédent, qui s'est établi à KRN 1,3 milliard, soit environ KRN 0,5 milliard de moins qu'en 1973.

La détérioration de la balance des opérations courantes s'explique en grande partie par l'augmentation de la facture nette du pétrole (quelque KRN 1,5 milliard) et des importations nettes directement liées à l'exploitation des gisements de pétrole au large des côtes (KRN 1,2 milliard environ). Le poste de la construction navale a évolué favorablement, étant donné qu'au déficit de KRN 0,7 milliard enregistré en 1973 a succédé un excédent de KRN 1,1 milliard. Compte non tenu des navires, les importations de marchandises ont augmenté de près de 40% en valeur et de 11% en volume. L'accroissement en volume a été sensiblement le même qu'en 1973 en dépit de la croissance relativement vigoureuse de la demande interne réelle l'année dernière. Les exportations de biens autres que les navires ont accusé une légère baisse en volume, tout en augmentant de 30% en valeur. Les termes de l'échange des biens autres que les navires se sont améliorés de 4% en moyenne en 1974, pourcentage à peu près identique au taux d'appréciation effective de la couronne norvégienne. C'est la valeur unitaire des exportations dans le secteur du bois qui a enregistré les gains les plus notables.

Les entrées nettes de capitaux à long terme, qui ont principalement reflété des emprunts effectués à l'étranger par le secteur naval, se sont accrues de KRN 0,5 milliard pour s'établir à KRN 5,5 milliards. Les entrées nettes à court terme se sont élevées à KRN 1,3 milliard, contre une sortie nette de KRN 1,2 milliard en 1973.

*Suède.* La balance commerciale est passée d'un excédent de KRS 6,7 milliards en 1973 à un déficit de KRS 2,6 milliards l'an dernier. Par suite d'un accroissement relativement vigoureux de la demande interne et d'un rythme élevé d'accumulation de stocks, la détérioration du solde du commerce extérieur a été supérieure à l'accroissement de KRS 7 milliards de la facture du pétrole.

Les importations ont augmenté de près de 60% en valeur et de 10% en volume. L'expansion en volume, qui a été plus importante qu'en 1973, a principalement porté sur les navires et d'autres produits finis. Les exportations ont progressé d'un tiers en valeur et de 4% en volume (27 et 16% respectivement en 1973). L'affaiblissement en volume a été en majeure partie imputable à la régression de la demande mondiale. Une autre cause a été le resserrement de l'offre interne, en particulier en ce qui concerne le bois et les produits de l'industrie du bois, qui ont pourtant enregistré une expansion plus rapide en valeur du fait de la hausse des prix. Le déficit net au titre des services et transferts s'est accru sous l'effet essentiellement des sorties de fonds publics en direction des pays en voie de développement. La balance des opérations courantes est ainsi revenue d'un excédent de KRS 5,3 milliards en 1973 à un déficit de KRS 4,4 milliards.

Cette détérioration de près de KRS 10 milliards de la balance des opérations courantes n'a été compensée qu'à raison d'un quart par un renversement des flux nets de capitaux, des sorties nettes de KRS 1,4 milliard en 1973 ayant fait place à un afflux net

de KRS 1,1 milliard pour l'ensemble de l'année 1974. Au cours de l'année, les autorités ont durci la politique du crédit, tout en assouplissant les restrictions sur les emprunts à l'étranger, afin notamment de favoriser les entrées de capitaux. Ces mesures ont commencé à porter leurs fruits vers la fin de l'année. Alors que, durant le premier semestre de 1974, on enregistrait encore des sorties nettes de capitaux de KRS 1,8 milliard, au second semestre des entrées nettes à hauteur de KRS 2,9 milliards ont permis de financer la plus grande partie du déficit de la balance des opérations courantes. Aussi le déficit global a-t-il été ramené de KRS 2,8 milliards pendant les six premiers mois de l'année à KRS 0,5 milliard seulement au second semestre de 1974, le taux de change effectif s'étant légèrement apprécié au cours de l'année.

*Portugal.* Après un excédent de ESC 13 milliards en 1973, la balance des paiements courants a fait apparaître un déficit de ESC 14 milliards en 1974. Les recettes nettes au titre des transactions invisibles se sont inscrites en légère baisse, et le déficit commercial a plus que doublé, pour atteindre ESC 43 milliards. Les exportations ont enregistré une progression inférieure à 10%, tandis que les importations ont, en revanche, fait un bond de près de 50%. Les sorties nettes de capitaux se sont élevées à environ ESC 2 milliards en 1974, montant inférieur de près de moitié à celui de 1973.

*Espagne.* En 1974, la balance des opérations courantes a été caractérisée par un ample renversement de tendance; elle est en effet devenue déficitaire après avoir bénéficié, plusieurs années durant, d'un solde positif. Le déficit commercial a doublé pour s'établir à PTA 405 milliards, et les recettes nettes au titre des transactions invisibles, avec PTA 224 milliards, ont accusé un léger fléchissement par rapport à 1973.

La dégradation de la balance commerciale est imputable, à raison des deux tiers, au renchérissement de PTA 130 milliards de la facture pétrolière nette, l'incidence de la hausse des prix s'étant conjuguée à une expansion du volume des importations proche de 10%; cette expansion principalement due à la sécheresse qui a entraîné une diminution de la production d'énergie hydro-électrique, mais aussi au fait que les

Portugal et Espagne: Balances des paiements

Pays et années	Commerce extérieur (fob)			Services et transferts	Balance des opérations courantes	Mouvements de capitaux <sup>1</sup>	Balance générale	dont, variations de:	
	Exportations	Importations	Solde					position extérieure nette des banques	avoirs officiels nets
<b>Portugal<sup>2</sup> (en milliards d'escudos)</b>									
1972	36,9	53,1	- 16,2	+ 29,4	+ 13,2	- 5,6	+ 7,6	- 0,8	+ 8,4
1973	47,4	65,2	- 17,8	+ 31,1	+ 13,3	- 4,9	+ 8,4	0	+ 8,4
1974	51,2	94,1	- 42,9	+ 28,7	- 14,2	- 2,3	- 16,5	0	- 16,5
<b>Espagne (en milliards de pesetas)</b>									
1972	252,8	402,1	- 149,3	+ 186,1	+ 36,8	+ 56,9	+ 93,7	- 7,6 <sup>3</sup>	+ 101,5 <sup>4</sup>
1973	313,5	519,2	- 205,7	+ 238,0	+ 32,3	+ 49,2	+ 80,5	+ 8,6 <sup>3</sup>	+ 71,9 <sup>4</sup>
1974	420,7	826,0	- 405,3	+ 224,3	- 191,0	+ 93,0	- 99,0	- 53,3 <sup>3</sup>	- 44,7 <sup>4</sup>

<sup>1</sup> Y compris les erreurs et omissions. <sup>2</sup> 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. <sup>3</sup> A l'exclusion des modifications des positions à long terme. <sup>4</sup> A l'exclusion des ajustements comptables et, en 1972, de l'allocation de DTS, soit PTA 2,9 milliards.

autorités n'ont pas laissé le prix intérieur des produits pétroliers refléter entièrement la hausse des prix mondiaux. Pour le reste, l'aggravation du déficit des échanges commerciaux résulte principalement de l'expansion relativement vigoureuse en volume de la demande interne. Les produits agricoles et les denrées alimentaires ont été les principaux responsables de l'élargissement du déficit commercial non pétrolier; l'excédent au titre des produits manufacturés a légèrement progressé.

Pour contribuer au financement du déficit prévisible de la balance des opérations courantes, les autorités espagnoles ont incité le secteur public à recourir aux emprunts extérieurs à long terme. Celui-ci s'étant ainsi endetté en 1974 à concurrence de PTA 52 milliards, les entrées nettes de capitaux à court et à long terme ont finalement permis d'équilibrer en grande partie les comptes extérieurs et, par là même, de limiter à PTA 45 milliards le fléchissement des réserves, la valeur de la peseta n'accusant qu'une faible variation effective.

*Grèce.* Le recul assez prononcé de la demande interne et le relèvement du dépôt à l'importation appliqué à un certain nombre de produits ont permis de limiter à 15% la progression des règlements d'importations, malgré la hausse des prix pétroliers. En volume, les achats à l'étranger ont marqué un certain recul. En revanche, les exportations se sont accrues de près de 50% en valeur mais, grâce notamment à un développement des ventes de produits manufacturés, il est probable qu'elles se soient aussi développées en volume. C'est pourquoi le déficit commercial ne s'est accru que modérément, pour atteindre \$2,9 milliards; en outre, les recettes nettes au titre des opérations invisibles ayant également connu une légère expansion, la balance des opérations courantes s'est soldée en 1974 par un déficit de l'ordre de \$1,2 milliard, soit approximativement le même que l'année précédente.

Les importations nettes de capitaux ont totalisé \$1,1 milliard, soit une diminution de \$0,1 milliard par rapport à 1973, de sorte que la balance générale a été légèrement déficitaire, alors qu'elle était pratiquement équilibrée en 1973.

*Turquie.* Par suite d'un vif développement de la demande interne, du coût accru du pétrole importé et des récoltes médiocres dans l'agriculture, la balance des opérations courantes est revenue d'un excédent de \$0,6 milliard en 1973 à un déficit de \$0,4 milliard. Le solde des mouvements de capitaux étant devenu excédentaire, le déficit global s'est chiffré à un total de \$0,4 milliard, succédant à un solde positif du même ordre de grandeur en 1973.

La valeur des importations a fait un bond de plus de 80%, tandis que les exportations se sont accrues de 16% seulement, si bien qu'avec un total de \$1,9 milliard, le déficit du commerce extérieur a triplé par rapport à l'année précédente. La progression des ventes à l'étranger de produits manufacturés a de nouveau été très vive (près de 40%). Les recettes nettes des invisibles se sont inscrites en hausse de \$0,3 milliard pour atteindre \$1,5 milliard, après avoir presque doublé en 1973.

*Yugoslavie.* Après avoir fait apparaître un excédent de \$0,5 milliard en 1973, la balance des opérations courantes s'est soldée, l'an dernier, par un déficit de \$1,1 milliard. La détérioration a été entièrement imputable aux opérations commerciales,

**Pays méditerranéens: Balances des paiements**

Pays	Années	Commerce extérieur			Services et transferts	Balance des opérations courantes	Mouvements de capitaux <sup>1</sup>	Balance générale	dont, variations de:	
		Exportations (fob)	Importations (caf)	Solde					position extérieure nette des banques	avoirs officiels nets <sup>2</sup>
en millions de dollars EU										
Grèce <sup>3</sup>	1972	835	2.440	- 1.605	+ 1.205	- 400	+ 900	+ 500	+ 10	+ 490 <sup>4</sup>
	1973	1.230	4.045	- 2.815	+ 1.625	- 1.190	+ 1.180	- 10	0	- 10 <sup>4</sup>
	1974	1.775	4.660	- 2.885	+ 1.645	- 1.240	+ 1.100	- 140	+ 15	- 155 <sup>4</sup>
Turquie	1972	885	1.405 <sup>5</sup>	- 520	+ 645	+ 125	+ 215	+ 340	- 410 <sup>6</sup>	+ 750
	1973	1.320	1.880 <sup>5</sup>	- 560	+ 1.185	+ 625	- 265	+ 360	- 175 <sup>6</sup>	+ 535
	1974	1.530	3.390 <sup>5</sup>	- 1.860	+ 1.450	- 410	+ 50	- 360	0 <sup>6</sup>	- 360
Yougoslavie	1972	2.240	3.230	- 990	+ 1.410	+ 420	+ 90	+ 510	+ 15 <sup>6</sup>	+ 495
	1973	2.850	4.510	- 1.660	+ 2.150	+ 490	+ 210	+ 700	+ 90 <sup>6</sup>	+ 610
	1974 <sup>7</sup>	3.800	7.550	- 3.750	+ 2.650	- 1.100	+ 250	- 850	- 20 <sup>6</sup>	- 830

<sup>1</sup> Y compris les erreurs et omissions.    <sup>2</sup> Allocations de DTS de 1972 non comprises, pour faciliter les comparaisons.  
<sup>3</sup> Balance des paiements sur la base des règlements.    <sup>4</sup> A l'exclusion des ajustements comptables.    <sup>5</sup> Importations fob.  
<sup>6</sup> A l'exclusion des variations des positions à long terme.    <sup>7</sup> Données en partie estimées.

les recettes nettes au titre des transactions invisibles s'étant améliorées de \$0,5 milliard pour s'élever à \$2,6 milliards.

Le déficit du commerce extérieur est ressorti à \$3,7 milliards, soit une aggravation de \$2 milliards sur 1973. La Yougoslavie étant moins tributaire des importations de pétrole que de nombreux autres pays, le gonflement de la facture nette à ce titre ne s'est chiffré qu'à \$0,5 milliard. La détérioration du commerce extérieur intervenue en 1974 reflète pour l'essentiel une accélération rapide de la croissance de la demande interne réelle, évolution qui contraste avec la tendance prévalant ailleurs. C'est pourquoi, si les exportations se sont accrues de \$1 milliard, l'expansion des importations a été trois fois plus importante.

Bien que les données sur les mouvements de capitaux soient incomplètes, il semble que le déficit des opérations courantes ait été en partie financé par des entrées de capitaux à long terme - il s'agit dans une large mesure de ressources de caractère officiel qui ont été obtenues à des conditions favorables - mais aussi et surtout par un prélèvement sur les réserves officielles.

## IV. OR, RÉSERVES MONÉTAIRES ET CHANGES

### Or: production, marchés et réserves

La production d'or des pays non communistes a, pour la quatrième année de suite, fléchi en 1974. Cette contraction, qui se chiffre à 100 tonnes, soit 9%, a été beaucoup plus accentuée qu'au cours des trois années précédentes, ce qui porte la baisse cumulée de la production à 22% depuis 1970. La production de l'Afrique du Sud a diminué de 94 tonnes et celle du Canada, deuxième producteur du monde occidental, de 8 tonnes. Un certain nombre de variations de faible amplitude, qui se sont largement compensées, ont été enregistrées chez les autres pays producteurs.

En Afrique du Sud, le prix moyen payé à l'industrie minière s'étant accru de 63% par rapport à 1973, la teneur moyenne en or du minerai traité a diminué de 11% en 1974, soit à peu près d'un même pourcentage que l'année précédente. En outre, la quantité totale de minerai traité a légèrement fléchi l'an dernier par suite de difficultés de recrutement qui ont provoqué un recul de 6% de la main-d'œuvre employée dans cette industrie, et ce, malgré de nouvelles et importantes augmentations de salaires. Ces dernières expliquent en partie la progression de 40% des coûts moyens de production; les bénéfices de l'activité minière, qui avaient doublé en 1973, ont néanmoins marqué, en moyenne, une nouvelle progression (de 80%) l'an dernier.

A la différence de ce qui s'était produit au cours des trois années précédentes, l'accroissement des ventes d'or par les pays communistes n'est pas venu compenser le fléchissement de la production du monde occidental. Au contraire, les ventes sont

Production d'or dans le monde

Pays	1929	1940	1946	1953	1970	1971	1972	1973	1974
	en tonnes métriques								
Afrique du Sud . . . . .	323,9	436,9	371,0	371,4	1.000,4	976,3	908,7	852,3	758,5
Canada . . . . .	60,0	165,9	88,5	126,1	74,9	70,3	64,7	59,9	52,2
Etats-Unis . . . . .	64,0	151,4	49,0	60,9	54,2	46,5	45,1	36,2	35,1
Ghana . . . . .	6,4	27,6	18,2	22,7	22,0	21,7	22,5	22,7	24,9
Philippines . . . . .	5,1	34,9	—	14,9	18,7	19,9	18,9	18,6	18,7
Australie . . . . .	13,3	51,1	25,6	33,4	19,3	20,9	23,5	17,2	16,8
Rhodésie . . . . .	17,4	25,7	16,9	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6
Colombie . . . . .	4,3	19,7	13,6	13,6	6,3	5,9	5,8	6,5	8,7
Japon . . . . .	9,3	12,6	1,9	7,1	7,9	7,9	7,6	6,7	6,2
Mexique . . . . .	20,4	27,4	13,1	15,0	6,2	4,7	4,5	4,0	4,7
Zaïre . . . . .	4,9	17,4	10,3	11,5	5,6	5,4	4,3	4,2	4,4
<b>Total . . . . .</b>	<b>529,0</b>	<b>970,6</b>	<b>607,5</b>	<b>692,2</b>	<b>1.231,1</b>	<b>1.195,1</b>	<b>1.121,2</b>	<b>1.043,9</b>	<b>945,8</b>
Autres pays . . . . .	41,5	194,4	59,0	62,0	36,4	34,1	46,5	42,5	39,2
Estimation de la production mondiale* . . . . .	570,5	1.165,0	666,5	754,2	1.267,5	1.229,2	1.167,7	1.086,4	985,0

\* Non compris l'URSS, l'Europe de l'Est, la Chine continentale et la Corée du Nord.

Origine et utilisation de l'or en 1970-74 (estimations)

Rubriques	1970	1971	1972	1973	1974
	en tonnes métriques				
Production . . . . .	1.265	1.230	1.170	1.095	985
Ventes des pays communistes (estimations) . . . . .	50	90	200	330	150
<b>Total . . . . .</b>	<b>1.315</b>	<b>1.320</b>	<b>1.370</b>	<b>1.415</b>	<b>1.135</b>
Variation des encaisses officielles des pays occidentaux . . . . .	285	- 125	90	- 35	- 45
Ventes sur le marché libre*	1.030	1.445	1.280	1.450	1.180

\* Chiffres résiduels.

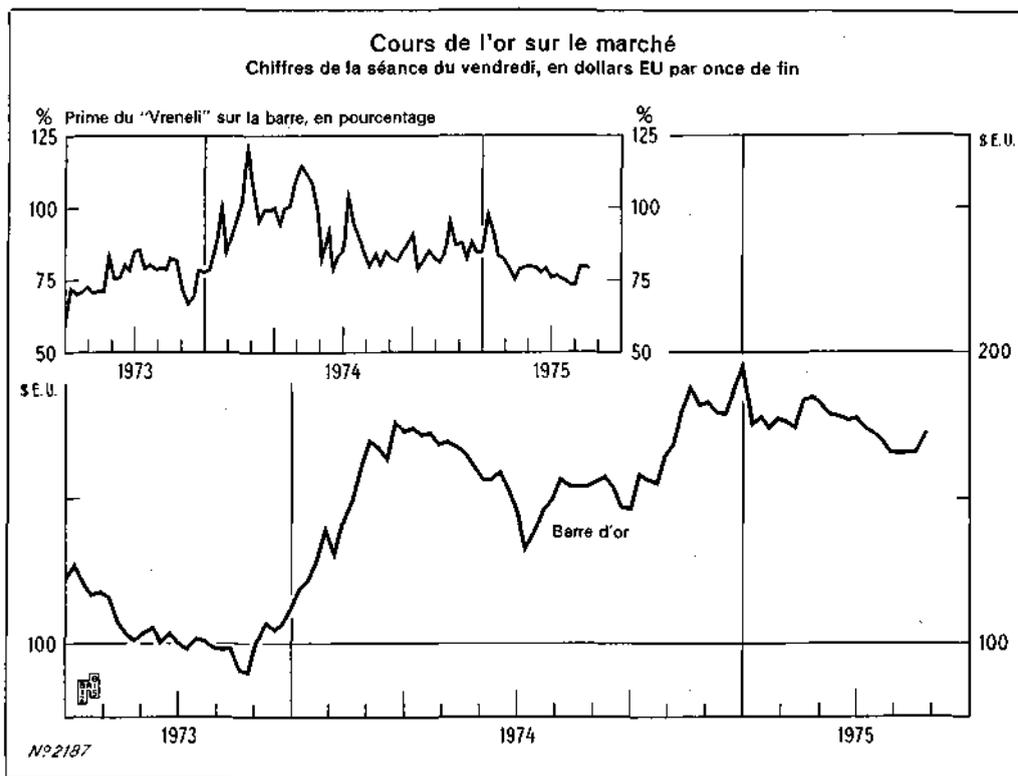
revenues de quelque 330 tonnes (estimation) à 150 tonnes. En conséquence, bien que les cessions d'or prélevé sur les stocks des pays occidentaux aient été légèrement supérieures à celles de l'année précédente, le volume total de métal jaune disponible pour satisfaire la demande non monétaire a fléchi de 19%, pour atteindre 1.180 tonnes (estimation).

Cette diminution de l'offre est intervenue à une période marquée par l'accélération de l'inflation, la dépression des bourses de valeurs et le malaise persistant sur les marchés des changes, autant de facteurs qui ont fortement stimulé la demande d'or aux fins d'investissement. Cette demande a émané en majeure partie d'Europe occidentale, ainsi que des Etats-Unis et du Japon. Si le gros des achats s'est porté sur les barres de métal, on a également assisté à une vive progression des acquisitions de pièces d'or, en particulier de celles qui ne faisaient ressortir qu'une légère prime par rapport à leur valeur intrinsèque. Rien qu'en Afrique du Sud, 100 tonnes de pièces (Krugerrand) ont été frappées en 1974. Le volume total de pièces nouvellement frappées est estimé à plus de 250 tonnes pour l'année et correspond à plus du quart de la production d'or du monde occidental. Ces pièces ont, dans une large proportion, été acquises par des résidents des Etats-Unis et du Royaume-Uni, pays dans lesquels la détention d'or en lingot par les résidents était interdite. Les acquisitions de pièces par les résidents des Etats-Unis ont été facilitées par le Trésor qui, dans un communiqué publié en décembre 1973, a autorisé la possession de pièces d'or datées de 1959 ou antérieurement; précédemment, seules les pièces frappées avant 1934 pouvaient être librement détenues. Il est résulté de cette demande d'or aux fins de placement une nouvelle et vive hausse des cours, qui a fortement comprimé les autres utilisations non monétaires du métal. Le volume d'or neuf consacré aux applications industrielles (principalement la joaillerie) a été sensiblement réduit; au surplus, une certaine quantité de métal a, en fait, été mise sur le marché par des pays du Moyen-Orient et d'Extrême-Orient, où l'or sert traditionnellement d'instrument d'épargne.

Sur le marché de l'or de Londres, le cours au fixing a encore progressé de 75% entre la fin de 1973 et le 30 décembre 1974, passant de \$112,75 l'once au niveau record

de \$197,50 l'once. On a relevé deux périodes de forte poussée des cours, correspondant respectivement aux quatre premiers mois et aux deux derniers mois et demi, séparées par une phase de consolidation au cours de laquelle les cours ont sensiblement fléchi par moments. La demande d'or a probablement été la plus vive dans les premiers mois de 1974. Le cours coté à Londres par opposition, qui était parti du niveau de \$90 l'once durant les toutes dernières semaines de 1973, a continué de monter rapidement pendant les premières séances de 1974. Sous l'effet d'un puissant courant d'achats à des fins d'investissement ou de spéculation, les cotations se sont élevées jusqu'à \$185 l'once le 26 février. A ce moment-là, elles avaient plus que doublé en trois mois. La demande est demeurée vive pendant les deux mois suivants, entretenue par le nouvel accès de faiblesse du dollar et par la perspective de voir les pays membres de la CEE se mettre d'accord pour effectuer entre eux des transactions officielles sur or à un prix fixé à un niveau élevé.

A partir du mois de mai, la tendance s'est renversée, en dépit d'une déclaration faite le 9 de ce mois par le Secrétaire au Trésor des Etats-Unis, dans laquelle ce dernier se prononçait en faveur de la liberté d'achat et de détention d'or pour les citoyens américains. Par suite de la hausse vigoureuse des taux d'intérêt à court terme, le coût de la détention de métal s'est trouvé majoré et, en même temps, le dollar a commencé à se redresser sur les marchés des changes. Au milieu de l'année, la tendance à la baisse a été renforcée par la faillite de la Banque Herstatt qui, disait-on, avait pris position à la hausse du métal. Le 4 juillet, le cours coté par opposition est revenu à



\$129 l'once; avant la fin du mois, il s'est toutefois redressé pour dépasser \$150 l'once, puis les cotations ont fluctué jusqu'à la mi-octobre à l'intérieur d'une marge assez étroite de part et d'autre de ce dernier chiffre.

A cette époque, l'influence conjuguée d'une rechute du dollar sur les marchés des changes, du fléchissement des taux d'intérêt à court terme et de l'imminence de la légalisation de la détention d'or pour compte privé aux Etats-Unis (le projet de loi y relatif avait été voté par le Congrès le 31 juillet) a provoqué une recrudescence de la demande. Les cotations se sont fortement raffermies et, le 18 novembre, le fixing atteignait \$190,50. L'annonce d'une mise en adjudication, en janvier 1975, par le Trésor des Etats-Unis, d'une partie du stock officiel d'or américain a, pendant une séance du début de décembre, ramené le cours à \$170,50, mais le marché est resté orienté à la hausse. Le 30 décembre, à la veille de la légalisation de la détention d'or pour compte privé aux Etats-Unis, le cours de l'once d'or au fixing de Londres s'établissait à \$197,50.

En réalité, la demande d'or par des résidents américains s'est révélée très faible, et l'adjudication de métal par le gouvernement des Etats-Unis n'a pas non plus suscité beaucoup d'intérêt parmi les acheteurs non-résidents. Sur les deux millions d'onces offertes le 6 janvier, la moitié à peine a fait l'objet de soumissions et 750.000 onces ont, en fait, été placées, à un prix égal ou supérieur à \$153 l'once. Les cours sur le marché n'ont pas tardé à fléchir pour s'établir entre \$175 et \$180 l'once. Le bruit — dénué de tout fondement — s'étant répandu que les banques centrales soutenaient le marché, les cotations ont, au cours d'une séance de février, progressé aux environs de \$185, mais la demande a de nouveau rapidement fléchi lorsque sont apparus des indices d'un regain d'intérêt des épargnants pour la bourse des valeurs mobilières. Au milieu d'avril, les cours étaient revenus à \$165 l'once et ils ont fluctué aux environs de ce niveau avant de remonter à \$170 l'once à la fin mai. La demande de pièces a également diminué et, en avril, les résidents britanniques se sont vu interdire l'achat à des non-résidents de pièces d'or frappées après 1837.

Par suite de l'ampleur des déséquilibres de paiements consécutifs au renchérissement des prix du pétrole, on a essayé d'une certaine manière de remobiliser les stocks officiels d'or. Il convient de mentionner à cet égard l'initiative prise dans ce domaine en avril 1974 par les pays membres de la CEE, l'accord de juin 1974 des pays du Groupe des Dix sur l'utilisation de l'or comme garantie de prêts consentis par les banques centrales ainsi que le prêt de \$2 milliards, assorti d'une garantie-or, de la Deutsche Bundesbank à la Banque d'Italie. Ce prêt a toutefois été en 1974 la seule transaction de quelque importance dans laquelle l'or monétaire a joué un rôle.

Le 16 décembre, aux termes d'un communiqué de presse publié à l'issue de leur rencontre, les présidents américain et français ont notamment déclaré qu'ils étaient d'accord pour reconnaître que tout gouvernement souhaitant évaluer ses avoirs en or sur la base des prix courants du marché serait fondé à le faire. Le 9 janvier 1975, le stock officiel d'or de la France a été réévalué sur la base de \$170,40 l'once, moyenne des cours cotés le 7 janvier sur le marché de Londres. La valeur en dollars des réserves en or de la France s'est ainsi trouvée accrue de \$12,9 milliards. A l'avenir, les autorités françaises procéderont tous les six mois à un nouvel ajustement du montant des réserves sur la base de la moyenne des cours relevés sur le marché international

pendant les trois derniers mois. Jusqu'à présent, aucun autre pays n'a procédé à la réévaluation de son stock d'or sur la base des prix du marché.

### Réserves monétaires globales

En 1974, et pour la cinquième année de suite, les réserves monétaires globales ont marqué une expansion rapide. On peut estimer que 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 FMI, a augmenté, en termes de dollars, de \$40,3 milliards, soit de 22%. En valeur absolue, cette progression est de loin la plus importante qui ait jamais été enregistrée au cours d'une même année et, en valeur relative, elle se classe en deuxième position après celle de 43% enregistrée en 1971. L'expansion cumulée des réserves globales depuis le début des années 1970 — qui correspond également à l'époque de la première création de DTS — ressort ainsi à quelque \$150 milliards.

De même qu'au cours de ces dernières années, l'augmentation du total des réserves monétaires globales a été en partie imputable aux changements intervenus dans la valeur en dollars des actifs de réserve autres que les avoirs en monnaie américaine. Toutefois, en 1974, ce facteur semble avoir représenté moins du dixième de la progression de l'ensemble des réserves, contre un tiers environ l'année précédente, lorsque le dollar a été dévalué de 10% par rapport à l'or. En ce qui concerne la répartition par catégorie d'actifs de réserve, la valeur en dollars du total du stock d'or et des créances sur le FMI de l'ensemble des pays a augmenté de \$0,9 milliard en 1974 par suite de la dépréciation de 1½% du dollar par rapport au panier de monnaies servant à définir l'unité de DTS, (panier DTS) entre le 1er juillet, date de l'introduction de cette méthode d'évaluation, et la fin de l'année. Au surplus, les modifications comptables sont probablement à l'origine d'un accroissement de \$2-2,5 milliards de la valeur en dollars des réserves de change, autres que les avoirs en monnaie américaine, des différents pays.

A l'exception — importante — d'une progression sensible des avoirs officiels en sterling, le renforcement des avoirs de change a pris, l'an dernier, essentiellement la même forme qu'au cours des quelques années précédentes et s'est traduit par une progression des réserves en dollars détenues soit aux Etats-Unis, soit sur le marché des euro-monnaies. Toutefois si, précédemment, la croissance des réserves a pu être attribuée au déficit de paiements des Etats-Unis et, dans une certaine mesure, à des placements de réserves en dollars à l'extérieur des Etats-Unis, elle a surtout été l'an dernier, la conséquence des hausses du prix du pétrole et des efforts déployés par les pays importateurs de pétrole afin d'éviter, par le biais d'emprunts effectués sous une forme ou sous une autre, de subir des pertes de réserves. Elle a par conséquent été différente tant par son caractère que par ses implications économiques. En premier lieu, elle s'est concentrée sur un petit nombre de pays qui, sauf pour le pétrole, ont une importance très limitée dans l'économie mondiale et les paiements internationaux. En second lieu, le potentiel inflationniste général que représentent à court terme les énormes gains de réserves des pays pétroliers est limité par l'impossibilité pour certains des plus

**Variations des réserves monétaires globales<sup>1</sup>**

Zones et périodes	Encaisses-or	Avoirs en devises	Positions créditrices envers le FMI	DTS	Total
	en millions de dollars EU				
<b>Groupe des Dix</b>					
1972 . . . . .	- 680	+ 6.920	- 80	+ 2.060	+ 8.220
1973 . . . . .	+ 3.490	+ 4.985	+ 105	+ 740	+ 9.320
1974 . . . . .	+ 520	+ 1.865	+ 1.740	+ 390	+ 4.515
Montants à fin 1974 . . . . .	35.420	64.065	6.755	7.995	114.235
<b>Autres pays développés</b>					
1972 . . . . .	+ 290	+ 7.750	+ 45	+ 405	+ 8.490
1973 . . . . .	+ 485	+ 3.265	+ 170	+ 150	+ 4.070
1974 . . . . .	+ 50	- 2.230	- 100	- 185	- 2.465
Montants à fin 1974 . . . . .	4.445	21.180	1.020	950	27.595
<b>Pays en voie de développement autres que les pays exportateurs de pétrole</b>					
1972 . . . . .	-	+ 5.410	- 100	+ 430	+ 5.740
1973 . . . . .	+ 185	+ 7.050	+ 240	+ 255	+ 7.730
1974 . . . . .	- 50	+ 2.115	- 190	- 25	+ 1.850
Montants à fin 1974 . . . . .	2.355	25.205	720	1.485	29.765
<b>Ensemble des pays importateurs de pétrole</b>					
1972 . . . . .	- 390	+ 20.080	- 135	+ 2.895	+ 22.450
1973 . . . . .	+ 4.160	+ 15.300	+ 515	+ 1.145	+ 21.120
1974 . . . . .	+ 520	+ 1.750	+ 1.450	+ 180	+ 3.900
Montants à fin 1974 . . . . .	42.220	110.450	8.495	10.430	171.595
<b>Pays exportateurs de pétrole<sup>2</sup></b>					
1972 . . . . .	- 5	+ 3.155	+ 55	+ 160	+ 3.365
1973 . . . . .	+ 160	+ 4.365	+ 110	+ 45	+ 4.680
1974 . . . . .	+ 55	+ 34.410	+ 1.935	+ 40	+ 36.440
Montants à fin 1974 . . . . .	1.485	50.335	2.335	415	54.570
<b>Ensemble des pays</b>					
1972 . . . . .	- 395	+ 23.235	- 80	+ 3.055	+ 25.815
1973 . . . . .	+ 4.320	+ 19.665	+ 625	+ 1.190	+ 25.800
1974 . . . . .	+ 575	+ 36.160	+ 3.385	+ 220	+ 40.340
Montants à fin 1974 . . . . .	43.705	160.785	10.830	10.845	226.165

<sup>1</sup> Compte tenu des modifications comptables. <sup>2</sup> Equateur, Venezuela, Iran, Iraq, Koweït (avoirs de la banque centrale plus estimations de la BRI des avoirs du gouvernement), Oman, Arabie Saoudite, Indonésie, Algérie, Libye et Nigeria. Pour le Bahrain, le Qatar et les Emirats Arabes Unis, il n'est tenu compte que des positions de réserve au FMI.

gros producteurs de dépenser en biens et en services plus qu'une fraction des sommes dont ils disposent. En troisième lieu, la grande majorité des pays importateurs de pétrole ont le sentiment que leur position de réserves s'est détériorée - même si, globalement, ils sont parvenus l'an dernier, grâce à des entrées de capitaux de caractère tant autonome que compensatoire, à faire apparaître dans les statistiques une légère augmentation des réserves. En d'autres termes, leur demande potentielle de réserves s'est accrue. Ainsi la répartition des changements survenus dans les réserves, l'an dernier, est plus significative que l'expansion globale de celles-ci.

Il ressort du tableau ci-dessus que les réserves des pays exportateurs de pétrole se sont accrues, d'après les estimations, de \$36,4 milliards en 1974, portant de 10% à près de 25% la part de ces pays dans le total. A l'exception de l'augmentation de

\$1,9 milliard des créances sur le FMI, résultant du versement de la contribution de ces pays aux facilités pétrolières du Fonds, pratiquement la totalité de cet accroissement est allée grossir leurs avoirs en devises. On peut estimer que les pays en cause ont renforcé de près de \$10 milliards leurs réserves en dollars aux Etats-Unis et de quelque \$5 milliards leurs réserves en livres au Royaume-Uni. Pour le reste, la plus grande partie de leurs gains de réserves a été placée sur le marché des euro-monnaies. Deux pays faiblement peuplés entrent à eux seuls pour plus de 40% dans le total de l'expansion des réserves de l'OPEP. Ce sont l'Arabie Saoudite, avec une progression de \$10,4 milliards et le Koweït avec un accroissement estimé à \$5 milliards. Des gains très importants de réserves ont également été enregistrés par l'Iran (\$7,1 milliards), le Nigeria (\$5 milliards) et le Venezuela (\$4,1 milliards).

Les réserves des pays importateurs de pétrole se sont accrues de \$3,9 milliards au total en termes de dollars. A l'exception du renforcement de \$1,4 milliard des positions créditrices envers le FMI, la plupart de cette augmentation peut s'expliquer par les modifications comptables intervenues à la suite de la dépréciation du dollar par rapport aux autres éléments d'actif de réserve. En ce qui concerne la forme sous laquelle les pays non pétroliers ont conservé leurs avoirs en devises, il semble que l'augmentation globale de \$1,8 milliard pendant l'année 1974 recouvre un fléchissement d'un montant à peu près équivalent des réserves de devises traditionnelles — ayant apparemment porté en totalité sur les balances sterling détenues à Londres — qui a été plus que compensé par une progression des autres catégories d'avoirs de change. Cette progression peut être attribuée pour la plupart aux prêts consentis par l'Allemagne et les pays de la CEE à l'Italie, dont les réserves en chiffres bruts se sont ainsi trouvées renforcées de \$3,9 milliards tandis que le volume déclaré des réserves des pays créanciers concernés ne diminuait que de \$0,6 milliard.

Considérées par groupes de pays, ou individuellement, les variations intervenues l'an dernier dans les réserves des pays importateurs de pétrole ont non seulement été inégales, mais elles n'ont de surcroît pas toujours été liées à la situation fondamentale des paiements. Le total des réserves du Groupe des Dix s'est accru de \$4,5 milliards, dont un gain de \$1,7 milliard pour les Etats-Unis, de \$1,3 milliard pour le Japon et de \$0,5 milliard chacun pour l'Italie et le Royaume-Uni; tous ces pays ont pourtant vu soit le montant de leurs importations de pétrole augmenter dans de très grandes proportions, soit leur balance des opérations courantes se solder par un déficit considérable, quand ils n'ont pas enregistré simultanément ces deux phénomènes. L'Allemagne fédérale en revanche, qui a subi malgré un excédent record des paiements courants une perte de réserves de \$0,3 milliard, a été le seul pays du Groupe des Dix dont les réserves aient diminué, exception faite de la Suède où les avoirs ont fléchi de \$0,8 milliard.

Parmi les pays développés autres que ceux du Groupe des Dix, dans lesquels le recours aux emprunts de caractère compensatoire, publics et privés, est resté relativement limité, les réserves ont, au total, diminué de \$2,5 milliards. L'Australie a enregistré une perte de \$1,4 milliard, survenue pratiquement en totalité avant la dévaluation de 12% en septembre. Cependant le Danemark, l'Espagne, la Nouvelle-Zélande, le Portugal, la Turquie et la Yougoslavie ont également fait état de pertes de réserves,

de l'ordre de \$0,3 milliard à \$0,5 milliard. L'Autriche, la Norvège et l'Irlande ont, en revanche, enregistré des gains substantiels.

Les pays en voie de développement autres que les producteurs de pétrole ont renforcé leurs réserves globales de \$1,9 milliard en 1974. Dans ce groupe également, les variations ont été très divergentes. Certains pays arabes non producteurs de pétrole ont enregistré un gonflement sensible de leurs avoirs (\$0,8 milliard pour le Liban et \$0,4 milliard pour la Syrie). La Thaïlande et les Philippines ont, elles aussi, fortement accru (de \$0,6 milliard et \$0,5 milliard respectivement) leurs réserves officielles. Par contre, les réserves du Brésil se sont contractées de \$1,2 milliard, en dépit de nouveaux emprunts sur le marché de l'euro-dollar, et celles d'Israël ont diminué de \$0,6 milliard.

Si l'on considère l'évolution intervenue au cours de l'année, on constate que le rythme de croissance des réserves globales a plus que triplé entre les premier et deuxième trimestres, pour atteindre \$14 milliards, ce qui traduit le délai qui s'est écoulé entre l'annonce de la deuxième – et plus forte – hausse des prix du pétrole en décembre 1973 et ses répercussions effectives sur les paiements. Au second semestre de l'année, les réserves se sont accrues de \$11 milliards environ pendant chacun des deux trimestres, mais un certain changement s'est opéré dans la structure de ce renforcement, en ce sens que les positions créditrices au FMI se sont développées au détriment des avoirs en devises. Cette évolution a eu deux causes: une accumulation moins rapide de réserves par les pays exportateurs de pétrole et un recours accru aux facilités du Fonds pour financer les déficits. Au cours du troisième trimestre, les réserves des nations en voie de développement autres que les pays pétroliers, qui s'étaient gonflées de \$3,2 milliards pendant les six premiers mois de l'année, ont fléchi de \$1,6 milliard; au dernier trimestre, elles n'ont progressé que de \$0,3 milliard en dépit d'un prêt de \$0,9 milliard consenti par le Fonds et d'une aide substantielle des pays producteurs de pétrole. En revanche, aux pertes de \$1,4 milliard enregistrées pendant le premier trimestre de 1974 ont succédé, pour les pays membres du Groupe des Dix, des gains cumulatifs de \$5,9 milliards durant le reste de l'année. Les autres pays développés ont également amélioré leur position au fil des mois et, de ce fait, le total de leurs réserves, qui s'était soldé par une perte de \$2,5 milliards au premier semestre, est resté inchangé à la fin des six derniers mois.

Bien qu'on ne dispose pas encore de renseignements complets sur les variations des réserves intervenues durant le premier trimestre de 1975, la croissance des réserves globales paraît s'être fortement ralentie. Sous l'effet de la diminution de leurs excédents au titre des opérations courantes, l'accroissement des avoirs des pays exportateurs de pétrole aura été sensiblement moins marqué que pendant les trimestres précédents. Parallèlement, les réserves des pays en voie de développement non-producteurs de pétrole comme celles des pays développés ne faisant pas partie du Groupe des Dix se sont probablement inscrites en baisse. En revanche, les réserves de l'ensemble du Groupe des Dix se sont accrues de \$4½ milliards au cours du même trimestre. Leurs avoirs en devises ont progressé de près de \$3 milliards, l'Allemagne intervenant pour les deux tiers environ dans ce chiffre. En outre, l'encaisse-or des pays du Groupe des Dix ainsi que leurs créances sur le FMI ont augmenté pendant le trimestre de \$1,6 milliard, dont \$1 milliard s'explique par des modifications comptables.

### Mouvements monétaires

*Etats-Unis.* Au cours de l'année 1974, la position monétaire nette des Etats-Unis envers l'étranger s'est détériorée à concurrence de \$7 milliards. Les engagements nets du secteur officiel ont augmenté de \$8,3 milliards. Dans le secteur bancaire, marqué par une progression exceptionnellement importante des créances à court terme comme des engagements liquides, il en est résulté une contraction nette de \$1,3 milliard des engagements. Les principaux facteurs ayant exercé pendant l'année leur influence sur les composantes de la position monétaire envers l'étranger ont été le déséquilibre de paiements entre les pays pétroliers et le reste du monde et la suppression, en janvier, des restrictions aux prêts consentis par les banques américaines aux non-résidents.

En ce qui concerne le secteur officiel, les avoirs de change des Etats-Unis se sont accrus de \$1,5 milliard, en raison principalement de tirages en dollars effectués par d'autres pays sur le FMI. En outre, les engagements envers des organismes officiels étrangers détenteurs de dollars ont marqué une progression de \$9,8 milliards, dont la totalité est imputable aux pays exportateurs de pétrole. Cet accroissement des réserves en dollars détenues par ces pays aux Etats-Unis, qui se traduit par une augmentation des engagements monétaires officiels des Etats-Unis, a revêtu le caractère d'un apport de fonds autonome plutôt que sollicité. Ces entrées ont eu lieu, pour près de la moitié, pendant le troisième trimestre, au moment où l'on a enregistré une baisse temporaire de la confiance dans l'euro-marché.

En ce qui concerne les mouvements monétaires avec l'étranger du secteur non officiel, la suppression, le 29 janvier 1974, de toutes les mesures de contrôle des prêts consentis à des non-résidents par les banques américaines a coïncidé avec une recrudescence, due au renchérissement du pétrole, des besoins de financement de la balance des paiements d'autres pays. En outre, la politique monétaire a été sensiblement assouplie aux Etats-Unis durant le dernier trimestre de l'année. Après neuf ans de restrictions, il se pourrait très bien que le premier de ces facteurs ait eu en lui-même un effet important et décisif. Ensemble, ces trois facteurs ont provoqué au total un gonflement de \$18 milliards des créances à court terme des banques américaines sur le reste du monde durant l'année 1974. Le plus gros emprunteur a été, de loin, le Japon, avec \$6,1 milliards. En outre, l'endettement à court terme de l'Amérique latine envers le système bancaire américain a progressé de \$6 milliards, celui de l'Europe de \$2,1 milliards et celui des pays asiatiques autres que le Japon de \$1,8 milliard.

Le développement considérable, de \$16,7 milliards, des engagements liquides des banques des Etats-Unis envers des non-résidents du secteur privé compense en grande partie l'accroissement exceptionnel du volume de leurs prêts à court terme à l'étranger. L'expansion des engagements liquides envers des banques commerciales étrangères a atteint \$12,6 milliards, et il ne fait aucun doute que le placement indirect aux Etats-Unis, par ce canal, de fonds appartenant à des pays pétroliers, en a été un élément essentiel. A cet égard, le fait que les engagements envers les résidents suisses aient augmenté de \$6,6 milliards en 1974 mérite peut-être d'être souligné. De surcroît, les banques américaines ont, en 1974, accru de \$2,3 milliards leurs

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

Postes	1973	Année entière	1er trimestre	1974			1975 1er trimestre
	en millions de dollars (+ = accroissement des avoirs ou diminution des engagements)						
				2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
Réserves . . . . .	+ 1.225	+ 1.505	+ 210	+ 360	+ 945	- 10	+ 375
dont:							
Or . . . . .	+ 1.165	-	-	-	-	-	- 30
Avoirs en devises . . . . .	- 235	- 5	-	+ 85	+ 150	- 240	+ 15
DTS . . . . .	+ 205	+ 210	-	+ 30	+ 90	+ 90	+ 50
Tranche-or au FMI . . . . .	+ 90	+ 1.300	+ 210	+ 245	+ 705	+ 140	+ 340
Engagements envers des organismes officiels étrangers . . . . .	- 5.270	- 9.760	+ 1.285	- 4.470	- 2.610	- 3.965	- 2.500
dont:							
Engagements liquides . . . . .	- 4.595	- 8.505	+ 1.005	- 3.840	- 2.550	- 3.120	- 1.700
Engagements non liquides . . . . .	- 675	- 1.255	+ 280	- 630	- 60	- 845	- 800
Position officielle nette . . . . .	- 4.045	- 8.255	+ 1.495	- 4.110	- 1.665	- 3.975	- 2.125
Créances à court terme sur l'étranger . . . . .	+ 5.040	+ 17.985	+ 5.090	+ 6.595	+ 1.750	+ 4.550	+ 3.195
Engagements liquides envers des institutions étrangères non offi- cielles et des particuliers non-résidents . . . . .	- 4.245	- 16.745	- 4.515	- 3.925	- 3.990	- 4.315	+ 1.915
Position nette des banques . . . . .	+ 795	+ 1.240	+ 575	+ 2.670	- 2.240	+ 235	+ 5.110
Total . . . . .	- 3.250	- 7.015	+ 2.070	- 1.440	- 3.905	- 3.740	+ 2.985

Note: Les chiffres de 1973 tiennent compte de l'incidence de la dévaluation du dollar sur les réserves et sur les engagements officiels en devises. A partir du troisième trimestre de 1974, les données concernant les DTS et la tranche-or au FMI sont évaluées sur la base du taux de change entre le dollar et le panier DTS.

engagements envers les banques commerciales étrangères en contractant des emprunts auprès de leurs propres succursales à l'étranger.

Au premier trimestre de 1975, les mouvements monétaires avec l'étranger ont été surtout caractérisés par une sortie nette de \$5,1 milliards par le canal des banques, et il ne fait aucun doute que cette sortie a été provoquée en grande partie par la désescalade des taux d'intérêt à court terme dont les Etats-Unis ont été les premiers à donner le signal. Les prêts bancaires à court terme aux non-résidents, qui s'étaient déjà très fortement développés dans les trois derniers mois de 1974, ont encore augmenté de \$3,2 milliards. De plus, et contrairement à 1974, les engagements liquides envers les détenteurs étrangers du secteur privé ont fléchi de \$1,9 milliard. Cette évolution est imputable essentiellement à des remboursements qu'ont effectués, par l'intermédiaire de leurs succursales à l'étranger, les banques américaines sur leurs emprunts en euro-dollars. Le volume important de sorties nettes de capitaux par le canal bancaire a été en partie contrebalancé par une détérioration de \$2,1 milliards de la position officielle nette. Les engagements vis-à-vis des détenteurs officiels étrangers ont accusé une progression de \$2,5 milliards, résultant dans une large mesure des interventions officielles en vue de freiner le mouvement de baisse du dollar. A cet égard, la Banque

de Réserve fédérale a, durant le trimestre, tiré un total de \$0,7 milliard sur le réseau de crédits croisés.

*Royaume-Uni.* Grâce à des afflux de fonds pétroliers pour des montants considérables et par suite du recours ininterrompu des entreprises publiques aux emprunts en devises – assortis pour la plupart de la garantie de change de l'Etat – les problèmes de financement direct qui se posaient aux autorités britanniques en 1974 se sont révélés assez facilement surmontables. Les emprunts effectués dans le cadre du système officiel de couverture des risques de change ont permis de financer \$2,6 milliards sur un total de \$5,8 milliards de déficit accusé par les comptes extérieurs au titre des opérations courantes et des mouvements de capitaux autonomes (déficit qui a été lui-même considérablement réduit grâce à \$2,7 milliards d'entrées de fonds non identifiés). En outre, et fait plus important encore, les pays exportateurs de pétrole ont renforcé l'an dernier leurs balances sterling d'un montant équivalant à \$5,3 milliards. La progression des avoirs officiels en livres des pays de l'OPEP a été, dans une large mesure, compensée par une compression de \$2 milliards des réserves en sterling d'autres pays et par une sortie nette de \$1,8 milliard au titre des transactions en devises des banques non comptabilisées au compte des mouvements de capitaux

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

Postes	1973 <sup>1</sup>	Année entière	1974		1975
			Janv.-sept.	Oct.-déc.	Janv.-mars
en millions de dollars EU (+ = augmentation des avoirs ou diminution des engagements)					
<b>Financement officiel</b>					
Réserves d'or et de devises . . . . .	+ 750	+ 100	+ 515	- 415	+ 305
DTS . . . . .	+ 65	+ 105	+ 85	+ 20	-
FMI . . . . .	+ 15	+ 110	+ 95	+ 15	+ 25
Emprunts en devises du gouverne- ment . . . . .	-	- 1.500	-	- 1.500	- 1.000
<b>Total . . . . .</b>	<b>+ 830</b>	<b>- 1.185</b>	<b>+ 695</b>	<b>- 1.880</b>	<b>- 670</b>
<b>Autres mouvements monétaires</b>					
Balances sterling (chiffres bruts)					
détenteurs officiels <sup>2</sup> . . . . .	- 370	- 3.300	- 2.390	- 910	.
détenteurs privés . . . . .	+ 15	- 360	- 395	+ 35	.
Créances en sterling des banques britanniques <sup>3</sup> . . . . .	+ 325	+ 340	+ 90	+ 250	.
Opérations en devises des banques britanniques <sup>4</sup> . . . . .	+ 140	+ 1.765	+ 1.505	+ 260	.
<b>Total . . . . .</b>	<b>+ 110</b>	<b>- 1.555</b>	<b>- 1.190</b>	<b>- 365</b>	.
<b>Balance générale . . . . .</b>	<b>+ 940</b>	<b>- 2.740</b>	<b>- 495</b>	<b>- 2.245</b>	.

<sup>1</sup> Y compris l'incidence sur l'encaisse-or, les avoirs en DTS et la position au FMI, de la dévaluation du dollar.  
<sup>2</sup> Y compris les réserves en sterling des organismes internationaux autres que le FMI. <sup>3</sup> Non compris les crédits à l'exportation. <sup>4</sup> A l'exclusion des crédits commerciaux, des emprunts en devises contractés à Londres par des résidents britanniques pour financer des investissements à l'étranger et des emprunts en devises des banques britanniques destinés à financer les prêts au secteur public.

de la balance des paiements. Néanmoins, le volume global des besoins officiels de financement pour l'année, soit \$1,2 milliard, est resté relativement modeste.

En réalité, les avoirs monétaires officiels du Royaume-Uni se sont accrus de \$0,7 milliard durant les trois premiers trimestres de l'année. Après que les organismes du secteur public eurent contracté \$2,5 milliards d'emprunts en devises, la balance des paiements s'est soldée par un déficit de \$0,5 milliard seulement; ce solde négatif, ainsi que les sorties de fonds par le canal des positions en devises des banques et la réduction des balances sterling des pays non producteurs de pétrole, a été couvert et au-delà par le renforcement des réserves en sterling des pays exportateurs de pétrole.

Toutefois, au quatrième trimestre, les sorties de capitaux pour compte privé se sont fortement développées, ce phénomène étant en partie lié à l'annonce, en décembre, par l'Arabie Saoudite, que tous les achats de pétrole seraient à l'avenir réglés en dollars au lieu de l'être, comme précédemment, en sterling à concurrence de 25%. En novembre et décembre, les autorités ont été amenées à soutenir massivement la livre, le total du financement officiel s'étant élevé à \$1,9 milliard pour le trimestre. Les réserves ont fléchi de \$0,4 milliard et le gouvernement a, en outre, effectué un tirage de \$1,5 milliard sur la ligne de crédit de \$2,5 milliards en euro-dollars qui lui avait été consentie en mai.

Au cours du premier trimestre de 1975, le gouvernement a prélevé le solde de \$1 milliard sur sa ligne de crédit en euro-dollars, et les réserves ont progressé de \$0,3 milliard. Les interventions de soutien de la livre sur le marché ont de nouveau été substantielles en janvier. Par la suite, cependant, la situation s'est améliorée et, en mars, les autorités ont été en mesure d'acheter des devises sur le marché.

*France.* La détérioration de \$2,9 milliards, en 1974, de la position monétaire globale de la France envers l'étranger a pris essentiellement la forme d'un accroissement de \$2,4 milliards des engagements extérieurs nets à court terme du système bancaire. En conséquence, les avoirs monétaires officiels n'ont diminué que de \$0,5 milliard en chiffres nets, et la presque totalité de cette diminution n'a fait que refléter la disparition, en décembre 1974, des statistiques des réserves, du montant de la participation de la France au prêt de soutien à court terme accordé en mars 1974 à l'Italie par la CEE, à la suite de la renégociation de ce prêt sur une base à plus long terme. Aussi, si l'on exclut l'incidence de cette opération, la position monétaire nette de la France envers l'étranger s'est-elle retrouvée, en fin d'année, à peu de chose près au même niveau qu'au début de 1974. Le gouvernement n'a donc pas été amené à tirer sur la ligne de crédit en euro-dollars, d'un montant de \$1,5 milliard, qui lui avait été consentie en avril 1974.

On peut distinguer deux phases principales dans l'évolution des mouvements monétaires avec l'étranger en 1974, tant pour le secteur officiel que pour le secteur bancaire. La première recouvre les vingt premiers jours de janvier, quand les pressions exercées sur le franc ont amené son retrait du «serpent» européen. On a assisté en janvier à des sorties nettes de \$1,3 milliard par le canal bancaire, qui ont été financées en partie par un fléchissement de \$0,7 milliard des avoirs officiels nets. La deuxième phase s'étend sur le reste de l'année; pendant cette période, les entrées nettes par

L'intermédiaire des banques (\$3,7 milliards au total) ont été la conséquence à la fois d'un resserrement des conditions d'accès au crédit interne et d'une politique délibérée d'encouragement des entreprises publiques et privées à l'emprunt à l'étranger par le canal bancaire; elles ont été suffisamment élevées pour permettre aux autorités de reconstituer leurs avoirs monétaires nets jusqu'à un niveau légèrement supérieur à celui de la fin de janvier.

Durant les quatre premiers mois de 1975, les avoirs officiels nets ont progressé de \$1 milliard. En janvier et en février, on a constaté de nouvelles entrées nettes à court terme à hauteur de \$0,9 milliard par l'intermédiaire du système bancaire.

*Italie.* Parmi les grands pays industrialisés, l'Italie a été celui qui a dû faire face aux problèmes de financement extérieur les plus redoutables en 1974. Bien que les institutions du secteur public aient accru de \$2,3 milliards leurs emprunts nets sur le marché des euro-devises, la position de change officielle s'est détériorée de \$4,8 milliards. L'endettement supplémentaire à court terme contracté envers l'étranger au cours de l'année s'étant élevé à \$5,3 milliards en chiffres nets, les réserves ont augmenté en fait de \$0,5 milliard.

Si l'on considère l'évolution au fil des mois, on constate que les réserves de change ont baissé de \$1 milliard en janvier et février. Elles se sont ensuite reconstituées à hauteur de \$1,3 milliard en mars au moment où, aux entrées de \$0,4 milliard de ressources par le canal des banques s'est ajouté le montant, équivalant à \$1,9 milliard, que l'Italie avait obtenu de ses partenaires de la CEE au titre de l'assistance à court terme. Durant le second trimestre, en dépit de nouveaux apports de l'extérieur par l'intermédiaire du système bancaire pour un montant de \$1 milliard, les gains du mois de mars furent reperdus en totalité de sorte qu'à fin juin, les réserves de change se situaient au-dessous du niveau de la fin février. Pour préserver la position extérieure du pays, les autorités se décidèrent à contracter au troisième trimestre de nouveaux emprunts à l'étranger pour une somme bien supérieure aux besoins de financement courants: \$1,8 milliard furent tirés sur le FMI, et la Banque d'Italie obtint de la Deutsche Bundesbank (moyennant mise en gage d'une fraction de son stock d'or) un prêt de \$2 milliards à six mois (la durée pouvant en être portée jusqu'à deux ans par renouvellements successifs). Malgré une réduction de \$1,1 milliard de l'endettement extérieur à court terme du secteur bancaire, ces opérations permirent d'accroître les réserves de change de \$2,9 milliards au cours du trimestre et de les porter à \$4 milliards à la fin de septembre. Pendant les trois mois suivants, des pressions s'exercèrent de nouveau sur les réserves, mais leur intensité a été moins grande qu'au premier semestre. Les avoirs monétaires officiels diminuèrent de \$0,8 milliard, nonobstant de nouveaux tirages sur le FMI pour un montant de \$0,5 milliard. En outre, les concours obtenus en mars des autres pays membres de la CEE au titre de l'assistance à court terme furent convertis, jusqu'à concurrence de \$1,4 milliard, en crédits à moyen terme d'une durée moyenne de trois ans et demi.

Pendant la première partie de l'année 1975, la situation a continué de s'améliorer de façon spectaculaire, le déficit global pour les quatre premiers mois étant revenu à \$0,2 milliard seulement. Les avoirs monétaires officiels ont en fait enregistré une légère augmentation de \$0,1 milliard en chiffres nets durant les mois en question,

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

Pays	Fin d'année	Or	Avoirs nets en devises	Créances ou engagements sur le FMI	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 EU									
Allemagne fédérale . . .	1973	4.965	25.275	3.130	33.370	-2.865	30.505	+ 9.725	+ 2.120
	1974	4.965	24.615	3.345	32.925	835	33.760	- 445	+ 3.700
Autriche . . .	1973	880	1.730	255	2.865	- 740	2.125	+ 150	- 145
	1974	880	2.260	265	3.405	-1.145	2.260	+ 540	- 405
Belgique-Luxembourg . . .	1973	1.780	1.860	1.350	4.990	-1.935	3.055	+ 1.165	- 870
	1974	1.780	2.275	1.340	5.395	-1.885	3.510	+ 405	+ 50
Danemark . . .	1973	75	915	290	1.280	- 40	1.240	+ 485	- 85
	1974	75	555	200	830	330	1.160	- 450	+ 370
Espagne . . .	1973	600	5.920	280	6.800	- 195	6.605	+ 1.795	-
	1974	600	5.115	310	6.025	- 100	5.925	- 775	+ 95
Finlande . . .	1973	35	510	160	705	15	720	- 55	- 30
	1974	35	400	160	595	- 190	405	- 110	- 205
France . . . .	1973	4.260	3.385	545	8.190	-3.430	4.760	- 1.185	+ 715
	1974	4.260	2.705	770	7.735	-5.840	1.895	- 455	- 2.410
Grèce . . . .	1973	150	825	70	1.045	15	1.060	+ 15	-
	1974	155	745	10	890	30	920	- 155	+ 15
Irlande . . . .	1973	20	910	95	1.025	- 35	990	- 100	+ 35
	1974	20	1.145	100	1.265	- 25	1.240	+ 240	+ 10
Islande . . . .	1973	-	65	15	80	- 20	60	+ 10	- 5
	1974	-	25	10	15	- 25	10	- 65	- 5
Italie . . . . .	1973	3.480	2.130	770	6.380	- 955	5.425	+ 145	- 180
	1974	3.480	- 460	-1.460	1.560	-1.300	260	- 4.820	- 345
Norvège . . . .	1973	40	1.330	185	1.555	- 25	1.530	+ 250	+ 30
	1974	40	1.610	195	1.845	- 90	1.755	+ 290	+ 65
Pays-Bas . . . .	1973	2.295	2.605	945	5.845	- 80	5.765	+ 1.160	- 295
	1974	2.295	3.430	1.135	6.860	- 140	6.720	+ 1.015	- 60
Portugal . . . .	1973	1.160	1.630	35	2.825	315	3.140	+ 515	+ 100
	1974	1.175	1.005	35	2.215	260	2.475	- 610	- 55
Suède . . . . .	1973	245	1.985	235	2.465	625	3.090	+ 945	+ 335
	1974	245	1.210	235	1.690	980	2.670	- 775	+ 355
Suisse . . . . .	1973	3.515	4.965	-	8.480	3.635	12.115	+ 1.480	+ 405
	1974	3.515	5.410	-	8.925	5.795	14.720	+ 445	+ 2.160
Turquie . . . .	1973	150	775	80	1.005	.	.	+ 450	.
	1974	150	110	90	350	.	.	- 655	.
Canada . . . . .	1973	925	3.850	905	5.680	- 390	5.290	- 270	+ 255
	1974	940	3.620	1.105	5.665	495	6.160	- 15	+ 885
Japon . . . . .	1973	890	9.935	1.155	11.980	- 3.485	8.495	- 6.065	- 3.960
	1974	905	11.185	1.270	13.360	-11.595	1.765	+ 1.380	- 8.110

\* 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 uniformes.

à la suite d'achats considérables effectués sur le marché en mars et avril par les autorités. En mars également, un montant de \$0,5 milliard a été remboursé sur le prêt allemand tandis que \$0,4 milliard étaient de nouveau tirés sur le FMI.

*Allemagne fédérale.* Bien que sa balance des transactions courantes ait dégagé un excédent record, l'Allemagne a vu en 1974 le solde positif de son compte extérieur global se réduire à \$3,3 milliards, contre \$11,8 milliards en 1973, du fait d'un volume considérable de sorties de capitaux. Comme elle a enregistré, au surplus, des sorties nettes à court terme de \$3,7 milliards par la voie du système bancaire, le montant net des avoirs monétaires officiels a accusé en fait une légère diminution — la première depuis 1969 — de \$0,4 milliard pour l'ensemble de l'année.

L'étude de l'évolution au cours de l'année fait apparaître que les sorties de capitaux par le canal des banques se sont concentrées sur deux périodes. En janvier, d'abord, elles se sont élevées à \$0,9 milliard sous l'effet du renversement des opérations «d'habillage des bilans» (window-dressing) de fin d'année. Pour l'essentiel, cependant, les sorties ont eu lieu pendant les quatre derniers mois de l'année, époque à laquelle, avec l'accroissement de leur liquidité imputable à la fois à la récession interne et à l'assouplissement corrélatif de la politique monétaire, les banques ont accru de \$3 milliards leurs créances nettes à court terme sur les non-résidents et ce, en deutsche marks pour les quatre cinquièmes. La faillite de la banque Herstatt, en revanche, ne semble pas avoir donné lieu à un mouvement de sorties nettes de fonds dans le système bancaire. En juillet et août, il est vrai, les non-résidents ont réduit de \$2 milliards leurs avoirs à court terme sur les livres des banques allemandes, mais ce mouvement a été pratiquement compensé par une diminution des créances à court terme de ces banques sur le reste du monde.

Pour ce qui concerne le secteur officiel, ses avoirs nets ont accusé d'amples fluctuations au cours de l'année. Après avoir fléchi de \$0,9 milliard en janvier, ils ont augmenté de \$2,3 milliards durant les quatre mois suivants, puis diminué d'un montant à peu près identique entre la fin de mai et le milieu de septembre, ce dernier mouvement s'étant produit essentiellement avant que ne commencent les sorties massives de capitaux par le canal des banques. La progression des réserves observée entre février et mai et leur baisse ultérieure s'expliquent, à concurrence respectivement des deux tiers environ et de plus de la moitié, par les interventions effectuées sur le marché dans le cadre du «serpent». En outre, pendant la première de ces périodes, les tirages de la Réserve fédérale sur la ligne de crédits croisés ouverte à la Bundesbank ont eu pour effet de majorer les réserves en dollars de l'Allemagne de \$0,4 milliard, tirages qui furent intégralement remboursés à la fin du mois d'août. Au dernier trimestre, marqué par un excédent considérable de la balance générale des paiements, les avoirs officiels nets augmentèrent de \$0,8 milliard, parallèlement à des sorties bancaires nettes de \$1,7 milliard.

Au premier trimestre de 1975, pendant lequel l'excédent global des paiements a continué de progresser légèrement pour atteindre \$2,7 milliards, les avoirs publics nets se sont accrus de \$2,2 milliards. Ce chiffre recouvre d'importants achats de dollars effectués pour compte officiel sur le marché, ainsi que de nouveaux tirages de la Réserve fédérale sur les facilités de crédits croisés; en revanche, les autorités ne sont pas

intervenues, durant cette période, pour soutenir les monnaies des autres pays du «serpent». En avril, par suite de l'affaiblissement du deutsche mark sur les marchés des changes, on a assisté à une sortie nette de \$1,8 milliard par le canal des banques et les avoirs officiels nets ont baissé de \$1,1 milliard.

*Suisse.* Les autorités s'étant abstenues de toute intervention sur le marché des changes, il n'est pas surprenant que l'amélioration de \$2,6 milliards observée en 1974 dans la position extérieure nette de la Suisse se soit traduite principalement par une augmentation de \$2,2 milliards des avoirs nets en devises des banques commerciales. Si les réserves monétaires officielles ont progressé de \$0,4 milliard en chiffres nets, c'est notamment parce que, en fin d'année 1974 et dans les premiers jours de 1975, la Banque nationale a reçu des banques quelque \$0,6 milliard de plus qu'un an auparavant.

Si l'on exclut l'incidence des opérations de crédits croisés conclues en fin de mois entre les banques et la Banque nationale, on constate que les sorties nettes de ressources bancaires ont été particulièrement fortes entre février et avril 1974, période pendant laquelle elles ont atteint \$1,7 milliard, du fait notamment des rendements élevés des dépôts en euro-francs suisses. On a enregistré également une certaine accélération de ces sorties au cours du dernier trimestre de l'année, malgré la forte demande de francs suisses qui s'est manifestée à partir de la fin octobre, y compris celle qui émanait des pays exportateurs de pétrole.

Au début de 1975, ce mouvement a engendré des pressions si vives sur la monnaie nationale que les autorités sont intervenues sur le marché en janvier et février et leurs achats de dollars se sont élevés au total à \$0,8 milliard. Pour l'ensemble du trimestre, les réserves ont cependant accusé une légère baisse, en raison principalement d'un fléchissement de \$0,7 milliard des avoirs en dollars détenus par la Banque nationale dans le cadre d'accords de crédits croisés avec les banques commerciales. Au total, les réserves nettes en devises des banques ont progressé de \$2,4 milliards au cours des trois premiers mois.

*Belgique-Luxembourg.* En 1974, la position monétaire extérieure globale de l'UEBL a fait apparaître une nouvelle amélioration de \$0,5 milliard, qui a bénéficié presque entièrement aux réserves. Les réserves en dollars ont augmenté de \$0,7 milliard, tandis que les avoirs officiels en liras diminuaient de \$0,4 milliard du fait du dénouement progressif des opérations de crédits croisés avec la Banque d'Italie.

Les actifs publics nets ont fléchi de \$0,5 milliard pendant les cinq premiers mois pour remonter ensuite de près de \$1 milliard pendant le restant de l'année. La baisse enregistrée dans un premier temps est allée de pair avec des sorties nettes de \$0,9 milliard par l'intermédiaire du secteur bancaire. Sous l'influence du niveau élevé des taux d'intérêt sur le dollar, les banques ont généralement continué de réduire leur position débitrice nette envers l'étranger jusqu'en septembre mais, au quatrième trimestre, avec le fléchissement des taux d'intérêt sur le dollar, on a enregistré des entrées nettes de \$1 milliard par le canal des banques, qui ont presque entièrement compensé les sorties des neuf mois antérieurs.

Au premier trimestre de 1975, le compte extérieur a dégagé un excédent global élevé et les avoirs officiels nets ont encore augmenté de \$0,5 milliard. On a en outre assisté à une sortie nette de \$0,7 milliard de fonds à court terme par l'intermédiaire des banques.

*Pays-Bas.* Dans ce pays également, l'excédent global du compte extérieur pour 1974, soit \$1 milliard, s'est traduit presque entièrement par un renforcement des avoirs officiels nets. Les réserves de change ont progressé au cours de l'année de \$0,2 milliard; quant à la progression, de même montant, de la position créditrice au Fonds monétaire international, elle reflète la contribution de \$106 millions au financement des facilités pétrolières offertes par le FMI, la seule, avec celle du Canada, à venir d'un Etat non membre de l'OPEP. De plus, les Pays-Bas ont remboursé en janvier 1974, par l'intermédiaire du Fonds européen de coopération monétaire, le solde de \$0,6 milliard de son encours à fin 1973 de dettes contractées auprès d'autres pays de la CEE.

Cette tendance de base à la progression des avoirs publics nets n'a pas empêché d'amples fluctuations au cours de l'année, celles-ci constituant dans une très large mesure la contrepartie des variations de la position extérieure nette du système bancaire. Durant le premier semestre, les autorités ont restitué aux banques \$0,9 milliard de dollars qu'elles avaient absorbés au dernier trimestre de 1973 en vertu d'opérations de crédits croisés, et les avoirs officiels nets ont diminué de \$0,4 milliard, tandis que les sorties nettes de capitaux à court terme par la voie du système bancaire se sont élevées à \$0,6 milliard. Au cours du troisième trimestre, en revanche, on a enregistré \$0,8 milliard d'entrées de fonds bancaires à court terme, imputables en grande partie à des facteurs saisonniers, et les réserves ont augmenté de \$1,1 milliard. Au quatrième trimestre, enfin, elles ont continué de progresser, à concurrence de \$0,3 milliard, mais ce mouvement a été contrebalancé par \$0,2 milliard de sorties bancaires à court terme ainsi que par le prélèvement sur les réserves d'un montant de \$0,2 milliard également, correspondant à la participation des Pays-Bas au soutien communautaire à court terme accordé à l'Italie, en mars 1974, à la suite de la renégociation de celui-ci sous forme de concours à plus long terme.

Au cours du premier trimestre de 1975, les avoirs officiels nets se sont encore accrus de \$0,2 milliard et le mouvement de sorties à court terme par le canal des banques semble s'être poursuivi.

*Suède.* Les avoirs officiels nets ont diminué pendant l'année de \$0,8 milliard, c'est-à-dire d'un tiers environ. Pour près de la moitié, ce fléchissement a formé la contrepartie des sorties nettes enregistrées par le système bancaire. Ces dernières, qui ont résulté essentiellement d'écart de taux d'intérêt, se sont concentrées sur le premier semestre, tandis que les pertes de change ont continué en juillet. Les réserves ont ensuite augmenté légèrement durant les quatre derniers mois de l'année. Au premier trimestre de 1975, on a observé un accroissement de \$0,2 milliard de l'excédent global, qui se répartit de manière à peu près égale entre la progression des réserves et celle des créances nettes des banques sur l'étranger; en avril, les réserves ont progressé de \$0,3 milliard, l'excédent s'étant monté à \$0,4 milliard.

*Autriche.* Les avoirs officiels nets ont augmenté l'an dernier de \$0,5 milliard, dont on trouve la contrepartie, pour les trois quarts, dans l'accroissement des engagements nets des banques envers l'étranger. Le renforcement des réserves (de \$0,7 milliard), ainsi que les entrées de capitaux par le système bancaire (\$0,5 milliard) sont intervenus essentiellement au second semestre. L'afflux de fonds étrangers dans les banques a eu pour origine une extension des crédits à court terme en devises à la clientèle de résidents. Au cours du premier trimestre de 1975, les réserves ont encore augmenté de \$0,3 milliard, malgré l'arrêt des entrées de capitaux par le canal des banques.

*Danemark.* La détérioration enregistrée l'année dernière dans la position monétaire extérieure, en recul de \$0,1 milliard, a résulté d'une réduction de \$0,5 milliard des avoirs officiels nets compensée dans une large mesure par \$0,4 milliard de sorties de capitaux par le canal bancaire. Rien que dans les cinq premiers mois de l'année, les achats nets de devises effectués par les banques sur le marché au comptant ont atteint \$0,5 milliard, ces opérations formant la contrepartie des acquisitions faites sur le compartiment du terme par les entreprises danoises désireuses de se couvrir contre le risque de dévaluation. C'est la principale raison du fléchissement de \$0,6 milliard des réserves au cours de cette période. En juin, avec le retour de la confiance, les actifs nets de change des banques ont baissé de \$0,2 milliard, la moitié de cette somme étant allée s'ajouter aux réserves. Durant le reste de l'année on n'a guère observé de changement, au total, ni dans le montant des réserves ni dans la position extérieure des banques. Au premier trimestre de 1975, cependant, les réserves ont diminué de nouveau et ce, de \$0,2 milliard.

*Finlande.* Le déficit de la balance générale des paiements s'est creusé entre 1973 et 1974, passant de \$0,1 milliard à \$0,3 milliard, et cette détérioration a été financée à concurrence des deux tiers par des entrées de capitaux par l'intermédiaire des banques. Le déficit est intervenu pour l'essentiel au dernier trimestre. Cette tendance défavorable semble avoir pris fin dans les premiers mois de 1975, au cours desquels les réserves sont demeurées pratiquement à leur niveau de fin 1974, soit \$0,6 milliard.

*Norvège.* En dépit d'une augmentation du déficit de la balance des paiements courants, la position extérieure de la Norvège s'est améliorée de nouveau, en 1974, de \$0,2 milliard, en raison de fortes importations de capitaux. Les engagements nets des banques envers l'étranger s'étant accrus de \$0,1 milliard, les réserves officielles se sont gonflées de \$0,3 milliard. Cette progression des réserves a résulté à raison des deux tiers du soutien accordé aux monnaies des autres membres du bloc monétaire européen. Le mouvement affectant les réserves s'est toutefois inversé au premier trimestre de 1975, la couronne norvégienne ayant dû, à son tour, être soutenue fortement au sein du « serpent », de sorte que les réserves de change nettes ont baissé de \$0,3 milliard.

*Espagne.* Après avoir augmenté de près de huit fois durant les quatre années précédentes, les réserves monétaires de l'Espagne ont commencé de diminuer au premier trimestre de 1974 du fait de la détérioration de la balance commerciale. Sauf une interruption observée au cours des mois d'été, traditionnellement favorables

à cet égard, ce mouvement de baisse s'est poursuivi tout au long de l'année et s'est même accéléré en 1975. Dans la période de quinze mois allant du début de 1974 à la fin de mars 1975, la perte globale de réserves a été de \$1,3 milliard en chiffres nets. Pour près de moitié, le phénomène s'est produit au premier trimestre de cette année, pendant lequel l'Espagne a tiré \$0,5 milliard sur le Fonds monétaire international.

*Portugal.* En 1974, les réserves officielles ont diminué de \$0,6 milliard pour s'établir à \$2,2 milliards à la fin de l'année. Au premier trimestre de 1975, la baisse s'est poursuivie à concurrence de \$0,2 milliard.

*Autres pays d'Europe.* En Grèce, les avoirs officiels nets se sont contractés en 1974 de \$0,2 milliard et la position extérieure nette des banques a très peu varié. Les avoirs publics de change de la Turquie, qui avaient presque doublé en 1973 pour atteindre \$1 milliard en chiffres nets, ont accusé en 1974 une diminution encore plus prononcée puisqu'elles étaient revenues à \$0,4 milliard seulement à la fin de l'année. Les ponctions sur les réserves se sont accélérées en 1975 au point que, à la fin du premier trimestre de 1975, la position extérieure nette des autorités était légèrement négative. En Irlande, par contre, les avoirs de change officiels nets ont augmenté de \$0,2 milliard au cours de l'année 1974, malgré quelques sorties de fonds par le canal des banques. Au cours des quatre premiers mois de 1975, toutefois, les réserves ont un peu baissé.

*Canada.* La position monétaire extérieure globale a fait apparaître un excédent de \$0,9 milliard en 1974, qui a pris entièrement la forme d'une amélioration de la position nette des banques envers l'étranger. Les sorties de capitaux par le canal bancaire ont eu lieu, pour la presque totalité, pendant les trois premiers trimestres de l'année, c'est-à-dire avant l'assouplissement de la politique monétaire aux Etats-Unis. Les avoirs officiels nets, qui n'ont pratiquement pas subi de modification sur l'ensemble de l'année, se sont accrus de \$0,5 milliard au cours des quatre premiers mois de l'année, le dollar canadien ayant enregistré une prime considérable par rapport au dollar des Etats-Unis; à la fin de septembre, cependant, le gain de réserves avait été entièrement annulé du fait de l'affaiblissement de la monnaie. En ce qui concerne la composition des réserves, les créances sur le FMI ont progressé de \$0,2 milliard durant les quatre derniers mois de l'année par suite de tirages sur la participation du Canada aux facilités pétrolières, d'où une baisse d'un montant correspondant des avoirs de change.

En janvier et février 1975, la position monétaire extérieure globale n'a guère varié. En mars, parallèlement au recul persistant du dollar canadien, il s'est produit un déficit global de \$0,5 milliard dont la majeure partie a été financée par des entrées de capitaux via le système bancaire, tandis qu'en avril, la monnaie ayant fléchi au-dessous de sa parité vis-à-vis du dollar des Etats-Unis, les réserves se sont contractées de \$0,3 milliard.

*Japon.* Après avoir perdu plus de \$6 milliards de réserves en 1973, le Japon a décidé de couvrir entièrement ses besoins de financement en 1974 par le canal du système bancaire; de fait, les entrées nettes de capitaux à court terme dans les banques

japonaises ont représenté \$8,1 milliards, chiffre très supérieur au montant du déficit extérieur global de \$6,7 milliards. De la sorte, les avoirs officiels nets ont augmenté de \$1,4 milliard.

Les besoins de financement, l'an dernier, se sont manifestés principalement pendant les six premiers mois. Durant cette période, le montant net des emprunts extérieurs à court terme des banques, qui s'est élevé à \$8,4 milliards, a permis de couvrir le déficit global et de renforcer les réserves à concurrence de \$1,3 milliard. Au milieu de l'année, les autorités ont ralenti fortement les emprunts des banques à l'étranger en limitant vigoureusement leurs futurs appels à l'euro-marché. Bien que l'endettement total du système bancaire ait encore augmenté de \$0,4 milliard au cours du troisième trimestre, les actifs publics nets ont diminué de \$0,5 milliard en juillet et août, d'où un renversement de la tendance antérieure. Au quatrième trimestre, la balance générale des paiements est devenue fortement excédentaire de sorte que, malgré une réduction de \$0,7 milliard du montant net des engagements à court terme des banques envers l'étranger, les avoirs officiels nets se sont accrus de \$0,3 milliard.

Au premier trimestre de 1975, un déficit global de \$1,2 milliard en janvier, financé entièrement par de nouvelles entrées de capitaux à court terme dans les banques, a fait place dans les mois de février et mars à un excédent de \$0,6 milliard, avec une augmentation corrélative des avoirs publics nets.

#### **Fonds monétaire international**

En 1974, l'utilisation des ressources du Fonds par les pays membres a atteint un chiffre sans précédent. Les tirages bruts se sont élevés au total à DTS 4.053 millions et l'utilisation nette des ressources du Fonds par les pays, après déduction de DTS 1.603 millions de rachats, a également atteint un montant record (DTS 2.450 millions).

L'extension des recours aux ressources du Fonds a été due, dans une très large mesure, à la création, en juin 1974, de facilités destinées à aider les pays membres à faire face aux effets de la hausse du prix du pétrole importé. A cette fin, le Fonds a conclu des accords d'emprunt avec sept pays membres exportateurs de pétrole, plus le Canada et les Pays-Bas, pour un montant total de DTS 3.051 millions. Les contributions les plus fortes ont été celles de l'Arabie Saoudite (1 milliard), de l'Iran (580 millions), du Venezuela (450 millions) et du Koweït (400 millions). Trente-trois pays membres ont effectué des tirages sur les facilités pétrolières, en 1974, pour un total de DTS 1.716 millions, les principaux étant ceux de l'Italie (675 millions), de l'Inde (200 millions), de la Yougoslavie (139 millions), du Pakistan (98 millions), de la Corée (90 millions) et de la Nouvelle-Zélande (86 millions). Le remboursement intégral de ces tirages peut être étalé sur une période maximale de sept ans, contre cinq ans pour les tirages ordinaires. En outre, les taux d'intérêt ont été fixés à un niveau plus élevé que pour les opérations courantes du Fonds, les taux créditeurs et débiteurs étant tous deux fixés à 7%.

En dehors des facilités pétrolières, les tirages bruts se sont élevés l'an dernier à DTS 2.337 millions. Huit pays européens ont effectué des tirages d'un montant total

de DTS 1.351 millions, dont DTS 968 millions pour l'Italie. Quatre autres pays – Danemark, France, Allemagne et Pays-Bas – ont prélevé globalement DTS 312 millions pour être en mesure de rembourser des dettes contractées du fait du soutien apporté à leur monnaie, dans le cadre du «serpent» européen, par les autorités monétaires d'autres pays participants. Les pays en voie de développement ont fait des tirages de DTS 936 millions au total, dont DTS 373 millions pour l'Inde. En 1974, les rachats les plus importants – et de loin – ont été ceux des Etats-Unis, avec un total de DTS 1.007 millions. Ce montant correspond à raison des neuf dixièmes à des tirages de dollars des Etats-Unis effectués par d'autres pays.

En plus des facilités pétrolières, le Fonds a mis en place en septembre 1974 une autre facilité de prêt à plus long terme destinée tout particulièrement aux pays en voie de développement. Cette formule permet aux pays membres, «dans certains cas particuliers de difficulté de balance des paiements», de conclure avec le Fonds des lignes de crédit appelées «assurements de tirages» (*stand-by arrangements*) pour une période pouvant atteindre trois ans au lieu d'un an seulement, de porter de 125 à 190% de leur quote-part le montant maximum des ressources qu'ils peuvent prélever sur le Fonds, et d'étaler le remboursement des tirages sur une période pouvant atteindre huit ans. Du fait de la création des facilités pétrolières et de l'extension des facilités ordinaires du Fonds, qui viennent s'ajouter aux facultés spéciales de tirages actuellement en vigueur et destinées à financer d'importantes réductions des recettes à l'exportation enregistrées par les pays producteurs de matières premières, ainsi que le maintien de stocks de régularisation des cours des matières premières, il est désormais possible de recourir à cinq formules différentes de tirage sur le Compte Général du Fonds.

Pour ce qui est des DTS, aucune nouvelle répartition n'a eu lieu au début de 1974 ou de 1975. Les transferts bruts de DTS ont atteint en 1974 un montant global de DTS 1.038 millions. Les transactions entre pays dans le cadre de la procédure de désignation se sont élevées à DTS 449 millions, tandis que DTS 379 millions ont été transférés d'un commun accord entre les membres du bloc monétaire européen en règlement de dettes résultant d'opérations de soutien sur le marché des changes. Les transferts entre les pays et le Compte Général du Fonds ont atteint DTS 211 millions dont DTS 120 millions à des fins de reconstitution des avoirs des pays en DTS.

Pendant le premier trimestre de 1975, les tirages sur le Fonds se sont chiffrés, au total, à DTS 1.358 millions. Sur ce montant, DTS 769 millions correspondent aux tirages sur les facilités pétrolières, les plus importants étant ceux de l'Espagne (296 millions) et de la Turquie (113 millions). En dehors des facilités pétrolières, le tirage le plus fort a été celui de l'Italie (DTS 300 millions). Le chiffre net global de l'utilisation des ressources du Fonds pendant le trimestre s'est établi à DTS 1.116 millions.

Il a déjà été fait mention (voir page 35) de l'achèvement des travaux du Comité des Vingt sur la réforme monétaire – travaux qui ont été confiés au nouveau Comité intérimaire du Conseil des gouverneurs – ainsi que de la définition de la valeur du DTS, à compter du 1er juillet 1974, au moyen d'un panier de seize monnaies. En outre, les Accords Généraux d'Emprunt (AGE) ont été reconduits, en octobre 1974, pour une nouvelle période de cinq ans. En janvier 1975, on est parvenu à un accord d'ensemble

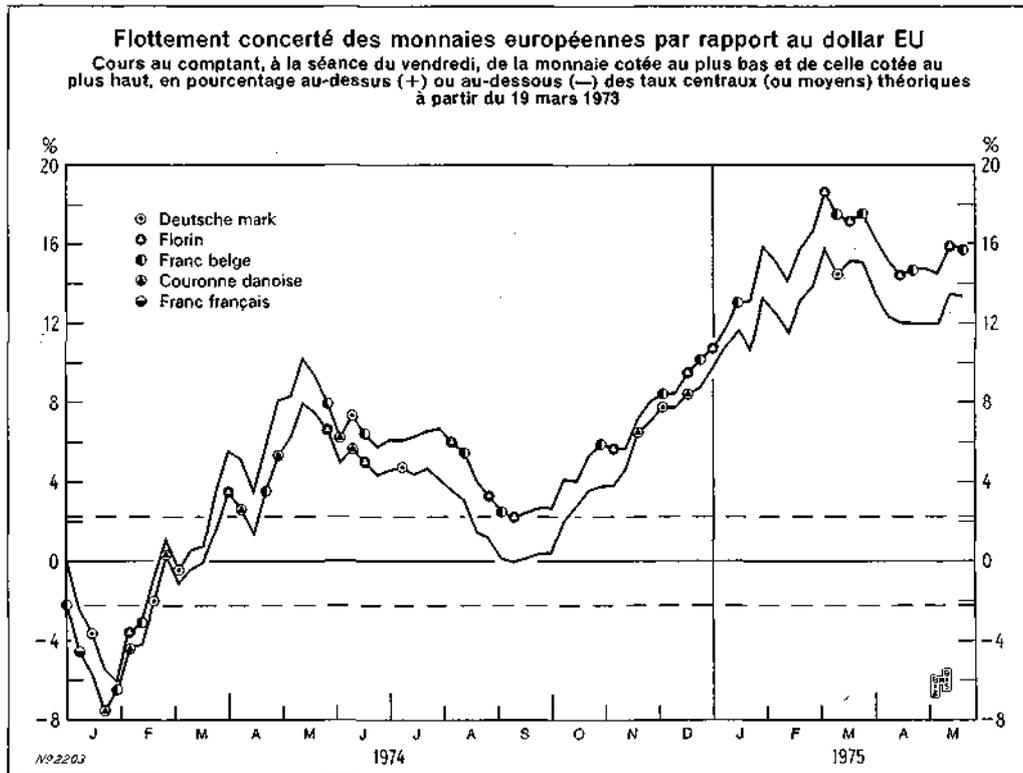
sur le sixième relèvement général des quotes-parts du Fonds. Le montant global des quotes-parts doit être augmenté de 32½%, le chiffre étant arrondi à DTS 39 milliards. Il est prévu de doubler la part des pays de l'OPEP membres du Fonds dans le montant global des quotes-parts, et de la porter ainsi de 5 à 10%, tandis que celle du groupe des pays en voie de développement non producteurs de pétrole doit être au moins maintenue au niveau actuel de 23%. Il n'y a pas encore eu d'accord sur les détails de la nouvelle structure des quotes-parts.

A la suite de l'accord de principe réalisé lors de la réunion du Comité intérimaire en janvier 1975, l'élargissement des facilités pétrolières du Fonds a été annoncé officiellement en avril. En sus des DTS 540 millions demeurés inutilisés sur les facilités ouvertes au titre de 1974, le FMI s'efforcera d'obtenir de nouvelles ressources pouvant atteindre DTS 5 milliards auprès des pays exportateurs de pétrole et d'autres pays membres bénéficiant d'une forte position extérieure. L'accès aux facilités de prêt sera soumis à des conditions plus strictes qu'auparavant.

### **Flottement concerté de certaines monnaies européennes**

Le flottement concerté des monnaies de l'Allemagne fédérale, de la Belgique, du Danemark, de la Norvège, des Pays-Bas et de la Suède s'est poursuivi pendant la période sous revue selon les dispositions fixées en mars 1973, la France s'étant retirée du groupe le 21 janvier 1974. La bande constituée par les monnaies des pays participants a continué de s'étendre à plusieurs reprises sur toute la largeur autorisée, et des interventions de grande envergure se sont révélées nécessaires pendant le printemps de 1974 lorsque le deutsche mark a été la monnaie la plus forte du groupe, et au cours du troisième trimestre lorsqu'il a, cette fois, été la plupart du temps la devise la plus faible. En outre, les autorités monétaires des pays membres ont décidé, à maintes occasions, d'intervenir en dollars de façon à éviter que leur monnaie ne touche les limites de fluctuation par rapport aux monnaies de leurs partenaires. Ces interventions s'expliquent par le fait que les tensions qui se sont manifestées au sein du serpent ont souvent résulté d'une offre ou d'une demande excédentaire de dollars sur le marché en contrepartie d'une devise donnée d'un pays membre, le deutsche mark notamment. En outre, dans la mesure où elles diminuent la nécessité d'intervenir à l'intérieur du serpent, de telles opérations en dollars permettent de réduire l'ampleur des règlements auxquels donnent lieu ces interventions. Pour les pays de la CEE qui participent au flottement concerté, ces règlements peuvent soulever des difficultés, étant donné qu'ils doivent être effectués dans des actifs dont la composition correspond à celle des réserves du pays débiteur.

Pendant la période du nouvel accès de faiblesse du dollar des Etats-Unis, entre la fin janvier et la mi-mai 1974, les cours des six monnaies demeurées dans le serpent ont progressé de 9-11% par rapport à leurs taux centraux théoriques contre dollar. A partir du début de mars, le deutsche mark s'est tenu dans le haut du serpent, la couronne suédoise, la couronne danoise et ultérieurement le franc belge se retrouvant dans le bas. Les autorités allemandes ont soutenu ces monnaies à concurrence de quelque \$1,6 milliard entre le début de mars et la mi-mai. Au cours de la période de redressement du dollar, c'est-à-dire de la mi-mai au début de septembre, les cours



Note : Le franc français a commencé à flotter librement à partir du 21 janvier 1974.

des monnaies du serpent ont baissé de 8% environ par rapport à la devise américaine. En juin, le calme relatif du marché a ramené à près de zéro l'encours des créances et des dettes résultant des interventions dans le cadre du serpent. Après la faillite de la banque Herstatt, le deutsche mark s'est, par rapport au dollar, affaibli beaucoup plus que les autres monnaies du flottement concerté, et il est descendu dans le bas du serpent. Le franc belge, le florin hollandais et la couronne norvégienne ont été les monnaies les plus fortes du groupe pendant cette période de l'été, et les autorités ont soutenu le deutsche mark à concurrence de \$1,3 milliard pendant le troisième trimestre.

Entre le début de septembre 1974 et celui de mars 1975, le serpent a régulièrement progressé contre dollar, la revalorisation ressortant à 17%, sans qu'il en résulte cependant de fortes tensions entre les monnaies des pays membres. En effet, des achats massifs de dollars effectués par l'Allemagne, en janvier et février 1975 notamment, ont empêché le deutsche mark de se retrouver en haut de l'échelle des monnaies du groupe. Au début de mars, ces mêmes monnaies étaient comprises à l'intérieur d'une bande située entre 16½ et 18¾% au-dessus de leurs taux centraux théoriques contre dollar. Par la suite, elles se sont repliées légèrement vis-à-vis du dollar encore que, vers la fin mai au moment où cette devise a de nouveau faibli, la bande n'ait été inférieure que de 2½% environ à son niveau record de mars. Pendant ce dernier mois, le deutsche mark est retombé dans le bas du serpent et, en avril, quelques autres membres du groupe du flottement concerté ont été amenés à lui apporter un soutien de faible

envergure. Par ailleurs, les autorités allemandes ont vendu des quantités substantielles de dollars sur le marché des changes.

Devant la très forte hausse que le franc suisse a accusée par rapport à toutes les grandes monnaies depuis la fin d'octobre 1974, les autorités helvétiques ont commencé, au début de 1975, à étudier avec les pays du flottement concerté l'éventualité de leur adhésion au groupe. Aucune décision n'a encore été prise à cet égard. Le président de la République française a annoncé, le 9 mai, qu'en raison de l'amélioration de la situation des paiements extérieurs de la France, le franc français pourrait réintégrer le serpent. Vers la fin du mois, le franc était revenu à l'intérieur d'une marge de 2¼% située de part et d'autre de sa parité réciproque avec les monnaies du serpent.

Pendant la période sous revue, le schilling autrichien est demeuré officiellement lié au serpent. A la mi-mai 1974, toutefois, l'apparition de fortes tensions sur le schilling a amené les autorités à élargir de 2¼ à 4½% les marges de fluctuation vis-à-vis des monnaies du serpent et à ajuster en hausse de 3% environ le taux de change effectif du schilling par rapport à ces monnaies et au franc suisse.

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

Outre les événements qui ont été relatés dans le Chapitre I et dans la section précédente de ce chapitre, les principaux pays industrialisés ont encore procédé à d'importants changements, au cours de la période sous revue, dans le contrôle administratif exercé sur les mouvements internationaux de capitaux. Dans une large mesure, ces changements ont été axés sur la poursuite du démantèlement des restrictions aux entrées de capitaux et se sont également accompagnés, dans certains cas, de mesures destinées à encourager les apports de fonds de l'étranger, mesures qui avaient commencé à voir le jour au début de 1974, à la suite des hausses du prix du pétrole (cf. 44ème Rapport annuel, pages 178-184). En Suisse, toutefois, la suppression de ces restrictions ayant été suivie, avec une telle rapidité, d'une vague importante de conversions en francs suisses, les autorités ont dû faire, sans délai, machine arrière pour rétablir le dispositif restrictif et même élargir son champ d'application. Une autre caractéristique de la période sous revue a été le renforcement, dans un certain nombre de pays européens ainsi qu'aux Etats-Unis, de la surveillance ou de la réglementation des opérations en devises des banques, ou des deux à la fois, à la suite des perturbations qui ont secoué les banques au printemps et à l'été de 1974. Enfin, on a enregistré dans le reste du monde un certain nombre de dépréciations des taux de change, ainsi que certaines modifications dans la politique des changes, plusieurs pays ayant renoncé à maintenir la stabilité de leur monnaie en termes de dollars pour adopter un système de stabilisation reposant sur un panier de devises dont les cours ont été pondérés en fonction de la répartition du commerce extérieur.

*Réglementation et surveillance des opérations en devises des banques.* Après les lourdes pertes de devises subies par un petit nombre de banques au cours du printemps et de l'été de 1974, plusieurs pays ont décidé de renforcer les mesures officielles de contrôle et de surveillance de cette branche d'activité de leur système bancaire.

L'*Allemagne fédérale* a été le premier pays à agir dans ce sens, au milieu de juillet 1974, après la faillite, survenue vers la fin de juin, de la banque Herstatt. Les banques ont été astreintes à communiquer à la fin de chaque mois leur position de change à terme, et notamment à en fournir la ventilation par échéances et par monnaies de même qu'à produire des situations séparées portant sur la position vis-à-vis des résidents et des non-résidents. Puis, en octobre, les autorités ont fixé des limites aux positions de change à découvert des banques (au comptant plus à terme) à la clôture quotidienne des opérations. Ces dispositions limitent à 30% des fonds propres d'une banque le total de ses positions non couvertes et à 40% dans chaque cas les positions venant respectivement à échéance à l'intérieur d'un mois ou d'un semestre de calendrier. A partir d'avril 1975, les banques n'ont plus été tenues que de communiquer leurs positions globales de change à terme, sans autre ventilation.

En *Suisse*, la notification des opérations à terme sur devises conclues par les banques a dû s'effectuer, à partir de juillet 1974, sur une base mensuelle et, à partir de la fin octobre, cette obligation a été étendue aux établissements financiers soumis à la Loi bancaire. Cette mesure a été suivie en avril 1975 d'un accord de gré à gré aux termes duquel les banques (comme les institutions non bancaires se livrant à des opérations de change) se sont engagées à communiquer aux autorités, à la fin de chaque jour ouvrable, toutes les opérations de change, au comptant ou à terme, égales ou supérieures à \$5 millions. Les opérations exceptionnellement importantes sont déclarées avant leur exécution, les autorités pouvant, dans certains cas, intervenir dans ces transactions.

Au *Royaume-Uni*, la surveillance des banques a été renforcée en août 1974. En décembre 1974, les banques ont été invitées à faire connaître aux autorités de tutelle l'étendue des pouvoirs qu'elles avaient délégués à leurs succursales à l'étranger en matière d'opérations de change, et les autorités leur ont adressé, sous forme de circulaire, un code de bonne conduite dans ce domaine, qu'elles leur ont recommandé d'appliquer afin de réduire le risque de pertes de change.

En *Autriche*, les banques sont tenues depuis août 1974 de communiquer le montant brut de leurs opérations à terme sur devises ainsi que les postes du bilan qui retracent ces opérations.

Aux *Etats-Unis*, le Trésor a édicté, à la mi-octobre 1974, une nouvelle réglementation faisant obligation aux grandes banques résidentes, y compris leurs succursales et filiales installées à l'étranger, de faire connaître – sur une base hebdomadaire et sur une base mensuelle – leurs avoirs et engagements au comptant et à terme pour chacune des neuf grandes monnaies. Depuis février 1975, les entreprises américaines autres que les banques sont invitées à communiquer toute position de change, au comptant et à terme, en neuf grandes monnaies qui atteint ou dépasse l'équivalent de \$1 million.

Au *Luxembourg*, les banques ont été invitées, en septembre 1974, à fournir des renseignements plus détaillés sur leurs contrats de change à terme et, depuis novembre, elles doivent communiquer, chaque mois, tous les découverts à terme en devises dont le montant dépasse l'équivalent de FLUX 25 millions.

En *Belgique*, les banques sont tenues depuis octobre 1974 de communiquer tous les jours les positions à terme dans les principales devises. Elles ont été également invitées à indiquer, tous les mois, les échéances de leurs positions nettes de change

(comptant, terme et combinées) dans les principales devises ainsi que le détail de toutes les opérations à terme qui dépassent 10% de leurs fonds propres. En janvier 1975, les autorités ont renforcé la surveillance des opérations à terme des banques.

En ce qui concerne les *modifications intervenues en matière de contrôle des mouvements internationaux de capitaux*, l'Allemagne a suspendu en septembre 1974 le système du Bardepot visant à restreindre les emprunts à l'étranger par les entreprises résidentes du secteur non bancaire; en outre, les restrictions frappant les achats, par les non-résidents, d'effets de commerce et de créances similaires sur les résidents ont été levées. A la suite de ces décisions, les coefficients de réserves obligatoires assises sur les engagements des banques envers l'étranger ont été abaissés de 8% en octobre, les nouveaux taux s'échelonnant entre 32,2% pour les dépôts à vue et 23% pour les dépôts d'épargne. En janvier 1975, les banques allemandes et les maisons d'émission ont été invitées à limiter à DM 300 et DM 150 millions respectivement par mois le volume des emprunts obligataires et placements privés effectués en deutsche marks pour le compte de non-résidents. En avril 1975, cette disposition a été remplacée par une autre aux termes de laquelle les banques sont convenues de placer à l'étranger tous les emprunts émis en deutsche marks par les non-résidents.

Au Japon, toute une série de mesures ont été prises pendant le second semestre de 1974 pour stimuler les entrées de capitaux. C'est ainsi qu'en août, les autorités ont assoupli les opérations de crédits croisés de dollars contre yens effectuées par les banques non résidentes, les achats, pour compte de non-résidents, de bons du Trésor à court terme et de valeurs mobilières à revenu fixe non cotées, les règlements anticipés d'exportations et, enfin, les emprunts à l'étranger des entreprises industrielles japonaises. En septembre, les obligations de réserve et les plafonds de taux d'intérêt des dépôts en yens librement convertibles de non-résidents ont été supprimés, tandis qu'en octobre les non-résidents ont été autorisés à souscrire librement aux nouvelles émissions de valeurs japonaises à revenu fixe.

En revanche, les banques avaient été invitées en juin, avant l'adoption de ces mesures, à restreindre leurs emprunts en euro-dollars, qui avaient accusé une progression très rapide pendant le premier semestre de l'année. En juillet, les banques ont été invitées à ne pas accroître leurs prêts aux non-résidents au-delà du niveau atteint à la fin de juin. Cette restriction a cependant été assouplie vers la fin de l'année en ce qui concerne les prêts aux entreprises japonaises opérant à l'étranger.

En Suisse les autorités avaient suspendu, à la mi-octobre, l'interdiction de rémunérer les dépôts en francs de non-résidents, après avoir supprimé les diverses mesures limitant, depuis 1971, les entrées de capitaux à court terme. Cette décision ayant été rapidement suivie d'un mouvement de conversion en francs suisses, les restrictions aux entrées de capitaux ont été réintroduites et même renforcées. A la fin de novembre, l'interdiction de rémunération a été remise en vigueur, conjointement avec l'application d'une commission de 3% par trimestre et de réserves obligatoires sur tout accroissement des exigibilités en francs suisses vis-à-vis de non-résidents par rapport au niveau atteint à la fin d'octobre. Pour éviter que ces dispositions ne soient tournées par la conclusion d'opérations de change à terme, les autorités monétaires ont invité les banques à maintenir les ventes à terme de francs aux non-résidents à un niveau

au plus égal à celui de la fin d'octobre. En janvier 1975, l'interdiction de rémunération a été appliquée au volume global des dépôts en francs des non-résidents, et le prélèvement trimestriel a été porté à 10%. Parallèlement, les banques ont été astreintes à réduire leurs ventes à terme de francs aux non-résidents et il leur a été interdit, en outre, de prendre des positions globales courtes (comptant et terme réunis) en toutes devises prises dans leur ensemble. Cette mesure a été étendue, en avril, aux positions dans chacune des neuf grandes monnaies prises séparément ainsi qu'aux positions dans toutes les autres devises prises dans leur ensemble.

Les autorités suisses sont également intervenues en novembre 1974 pour assurer l'exportation dans des délais rapides des ressources empruntées sur le marché suisse par les non-résidents; à cet effet, elles ont rétabli la disposition faisant obligation aux banques de céder immédiatement sur le marché des changes le produit de ces emprunts. Cette réglementation a été durcie en décembre, les conversions devant dorénavant se faire auprès de la Banque nationale suisse. Plus tôt dans l'année, en mai, dans le cadre de mesures destinées à détendre la situation sur le marché national des capitaux, les emprunts obligataires et les placements directs pour compte de non-résidents d'effets à moyen terme («notes») libellés en francs avaient été temporairement suspendus. Cette suspension a de nouveau été levée, en ce qui concerne les «notes», à partir d'août, et à compter de septembre pour les emprunts. En mai, toutes les restrictions appliquées aux placements directs d'effets ont été abolies.

En *Suède*, un certain nombre de dispositions ont été prises depuis le printemps de 1974 pour encourager les entrées de capitaux. C'est ainsi qu'en avril les banques ont été autorisées à relever les taux d'intérêt des prêts à la clientèle, de manière à inciter les entreprises résidentes à développer leurs emprunts à l'étranger. En revanche, la durée minimum des emprunts contractés par les sociétés pour le financement d'investissements industriels a été ramenée de dix à cinq ans. En juin 1974, les banques se sont vu interdire le versement d'intérêts sur tout nouvel accroissement de leurs dépôts en devises pour compte de résidents et, en août, l'autorisation a été accordée d'emprunter à l'étranger sans avoir à en fournir les raisons.

En *Italie*, un système de dépôt à l'importation a été mis en place au début de mai 1974; aux termes de celui-ci, les importateurs devaient déposer pendant six mois à un compte non rémunéré auprès de la Banque d'Italie, 50% de la valeur caf d'une large gamme de produits achetés à l'étranger. A la fin de juillet, dans le cadre d'un accord entre les pays de la CEE, la plupart des importations de produits agricoles ont été exemptées de l'obligation de dépôt; le système a été entièrement supprimé en mars 1975. En juillet 1974, les autorités italiennes ont interdit tout accroissement supplémentaire de l'endettement extérieur net à court terme des banques commerciales.

En *Espagne*, les banques ont été autorisées à ouvrir, sans restriction aucune, à compter de juillet 1974, des comptes en devises étrangères convertibles au profit de non-résidents. Toutefois, elles doivent limiter le montant total des dépôts d'une durée maximum de trois ans au double de celui de leurs fonds propres. Les capitaux reçus à ce titre peuvent être prêtés à des résidents ou à des non-résidents à condition, dans ce dernier cas, qu'ils ne dépassent pas 5% du total des dépôts de la banque concernée ou 20% des ressources de l'emprunteur.

Au *Danemark*, le plafond des emprunts extérieurs à long terme contractés par les entreprises résidentes a été porté, en septembre 1974, de KRD 5 millions à KRD 20 millions par an. Depuis décembre, les résidents des autres pays de la CEE sont autorisés à acquérir librement des obligations en couronnes cotées à la Bourse de Copenhague.

En *Autriche*, les restrictions introduites en novembre 1972 sur certaines catégories de placements intérieurs effectués par les non-résidents et sur les emprunts à l'étranger des résidents en vue du financement d'importations et d'investissements internes ont été reconduites jusqu'à la fin de 1975. En outre, les accords-cadre d'août 1971 en vertu desquels les banques s'abstenaient d'accroître leurs engagements en devises étrangères vis-à-vis des non-résidents afin de ne pas renforcer la liquidité de l'économie ont été prorogés jusqu'au milieu de 1975. Depuis la fin de 1974, en revanche, les banques ne sont plus tenues de déposer en compte non productif d'intérêt auprès de la Banque nationale 75% de l'accroissement de leurs exigibilités en schillings vis-à-vis de non-résidents.

Au *Royaume-Uni*, les accords de garantie des balances sterling conclus pour la première fois en 1968 pour une période de trois ans avec chacun des autres pays de la zone sterling ont été suspendus à la fin de 1974. Entre-temps, ces accords avaient perdu de leur importance, étant donné qu'ils ne portaient pas sur l'accroissement des balances sterling intervenu depuis septembre 1973; or, c'est à partir de cette date que ces balances se sont fortement développées en raison de la hausse du prix du pétrole.

En ce qui concerne le contrôle des changes, les autorités ont légèrement durci, en décembre 1974, la réglementation des investissements directs à l'étranger, tandis qu'à partir de janvier 1975, les banques n'ont plus été autorisées à convertir en livres sterling, aux fins de réescompte à Londres, les effets de commerce libellés en devises, à l'exception de ceux qui portent sur les marchandises entrant ou sortant de la zone sterling.

En *Finlande*, un système de dépôt à l'importation a été introduit en mars 1975 pour une durée d'un an. Les dépôts, appliqués à une large gamme de produits importés et dont les taux s'échelonnent entre 5 et 30% de la valeur déclarée en douane, doivent être maintenus pendant six mois en compte non rémunéré à la Banque de Finlande.

En *Grèce*, les autorités ont détaché, en mars 1975, la drachme du dollar. Les taux de change sont désormais liés aux variations de la moyenne, pondérée en fonction des échanges commerciaux, des cours des devises étrangères, de manière à maintenir la valeur externe de la drachme par rapport à cette moyenne.

En *Islande*, le taux de change de la couronne contre dollar a été abaissé de 38% au total en plusieurs étapes, de mai 1974 à février 1975. Le taux central est ainsi passé de KIS 92,80 à KIS 149,60. Par ailleurs, un système de dépôt à l'importation a été en vigueur entre mai et décembre 1974.

En *Yougoslavie*, le taux de change du dinar vis-à-vis du dollar EU et des autres grandes monnaies a été ajusté en baisse à diverses reprises pendant la période sous revue. En août 1974, les allocations de devises aux fins d'importation ont été réduites

de 15% dans le cas des biens de consommation et de 10% dans celui des matières premières et des produits semi-finis. En même temps, les achats à l'étranger de certains biens de consommation ont été assujettis à l'octroi de licences spéciales. Peu après a été instauré un dépôt préalable à l'importation, aux termes duquel les importateurs doivent effectuer des dépôts pendant une période de six à douze mois en compte non rémunéré à la banque centrale, à concurrence de 30 à 50% de la valeur d'une vaste catégorie de produits.

En *Turquie*, la livre a été légèrement réévaluée, en mai 1974, par rapport au dollar, le taux de change étant revenu de £TQ 14 à £TQ 13,50 pour 1 dollar EU. Par la suite toutefois, en avril 1975, le taux de change a été ramené, en deux étapes, à son ancien niveau. En outre, la parité de la livre turque a été abaissée vis-à-vis de celle de certaines monnaies européennes, en novembre 1974, janvier 1975 et mai 1975.

Pour ce qui concerne le reste du monde, en *Australie*, la monnaie a été dévaluée de 12% à la fin de septembre tant par rapport au dollar EU qu'à l'or. Parallèlement, les autorités ont tranché le lien direct qui existait entre le dollar australien et le dollar des Etats-Unis depuis le réaligement monétaire de décembre 1971. Entre-temps, le taux de change du dollar australien contre les autres devises a été déterminé de manière à maintenir la valeur du dollar vis-à-vis d'une moyenne pondérée des cours des devises étrangères. Par ailleurs, les restrictions aux entrées de capitaux privés ont été assouplies à partir du milieu de 1974. Entre juin et novembre, l'obligation, sauf pour les crédits commerciaux, de constituer des dépôts non rémunérés au taux de 33 $\frac{1}{3}$ % sur les emprunts à l'étranger a été progressivement supprimée. D'autre part, il a été décidé, respectivement en novembre 1974 et janvier 1975, de ramener de deux ans à six mois la durée minimum des emprunts contractés à l'étranger par les résidents et celle de l'échéance des valeurs mobilières à revenu fixe que les non-résidents sont autorisés à souscrire.

En *Nouvelle-Zélande*, pays qui avait décroché sa monnaie du dollar en juillet 1973 pour asseoir sa politique sur le principe du taux de change effectif, des ajustements du taux de change ont été effectués en même temps que la dévaluation du dollar australien en septembre 1974. Le dollar néo-zélandais a été ajusté en hausse de 3% vis-à-vis du dollar australien et en baisse de 9% vis-à-vis de toutes les autres monnaies.

En *Afrique du Sud*, les autorités ont mis fin, en juin 1974, au principe du maintien prolongé d'un taux de change fixe entre le rand et le dollar EU. Depuis lors, un certain nombre d'ajustements de faible ampleur dans les deux sens se sont traduits par une dépréciation cumulée de 2% du taux moyen par rapport au dollar.

A *Hong Kong*, les autorités ont, depuis la fin de novembre 1974, laissé le dollar flotter, rompant ainsi le lien fixe vis-à-vis du dollar EU qui avait été établi après le flottement du sterling au milieu de 1972.

Au *Moyen-Orient*, un certain nombre de pays exportateurs de pétrole ont récemment détaché leurs monnaies du dollar pour les définir en termes de DTS à des taux correspondant à la teneur relative en or de leur monnaie et à celle des DTS. C'est ce qu'ont fait l'*Iran* en février, l'*Arabie Saoudite* et le *Qatar* en mars. En mars également, le *Koweït* a supprimé la référence au dollar et a rattaché le taux de change à un panier pondéré de monnaies.

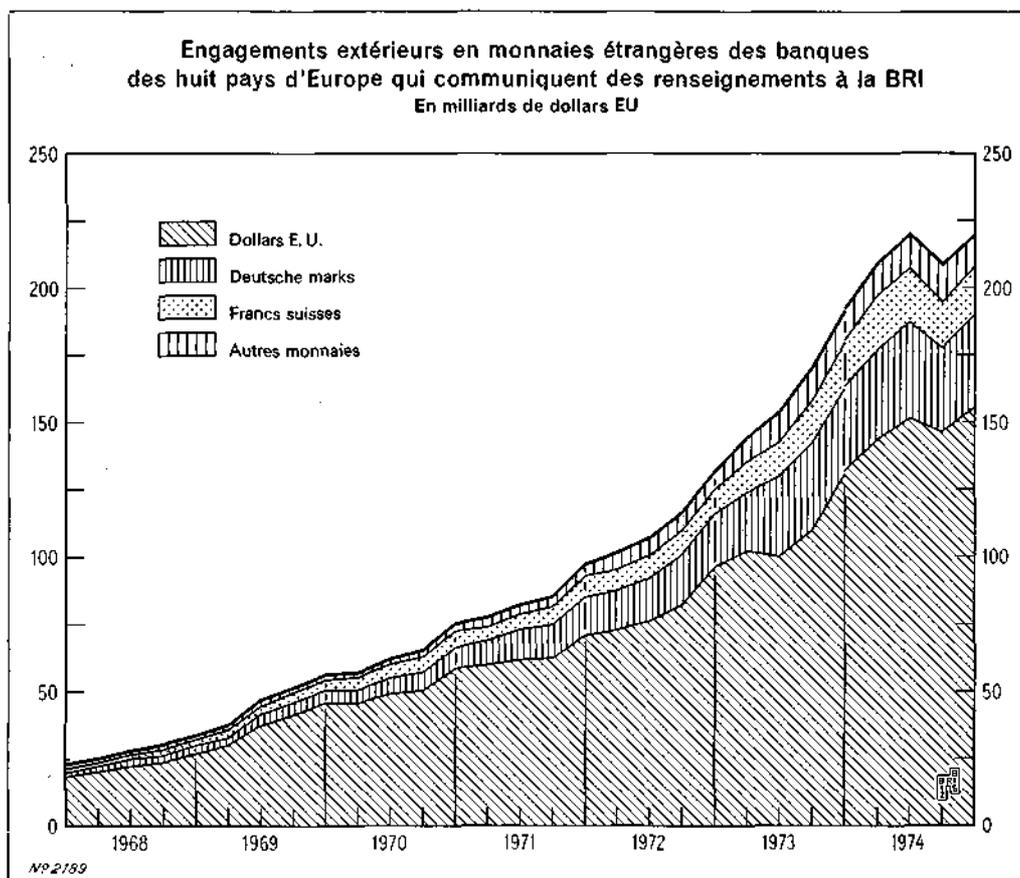
En novembre 1974, Israël a dévalué la livre de 30% vis-à-vis du dollar et ramené son taux de change à £IL 6 = \$EU 1. Simultanément, les impôts ont été relevés de 10-20% sur certains produits importés, et les importations de divers biens de consommation interdites pour une durée de six mois.

Dans les pays d'Amérique latine, plusieurs monnaies se sont fortement dépréciées pendant la période sous revue. En Argentine, au début de mars 1975, le peso a été dévalué de 50% par rapport au dollar sur le marché des changes officiel et porté ainsi de M\$N 5 à M\$N 10 pour \$EU 1 et de 34% sur le marché financier, où il est passé de M\$N 9,98 à M\$N 15,10 = \$EU 1. Au Brésil, le cruzeiro a été ajusté à douze reprises en baisse vis-à-vis du dollar entre mai 1974 et mai 1975, le pourcentage total de la dévaluation atteignant 18% et le taux de change passant de \$CR 6,6 à \$CR 8 pour \$EU 1. Au Chili, la dépréciation de la monnaie par rapport au dollar pendant la période de douze mois se terminant en mai 1975 s'est élevée à 85%. De ce fait, le taux de change principal s'élève désormais à ESC 4.300 pour \$EU 1 et le taux touristique à ESC 4.800 pour \$EU 1. En Colombie, le peso s'est déprécié de près de 15% par rapport au dollar, le nouveau taux s'établissant, en avril 1975, à \$COL 30 = \$EU 1 contre \$COL 25,6 = \$EU 1 en mai 1974. En Uruguay, le taux de change du peso commercial a été abaissé de 54% entre avril 1974 et avril 1975, passant ainsi de \$UR 1.084 = \$EU 1 à \$UR 2.330 = \$EU 1.

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

### Le marché des euro-monnaies

L'année 1974 a été particulièrement riche en événements pour le marché des euro-monnaies. Les engagements extérieurs bruts en monnaies étrangères des banques des huit pays d'Europe qui communiquent des renseignements à la BRI (ci-après les «banques recensées») ont connu un développement rapide au cours du premier semestre puis, après une contraction sensible pendant le troisième trimestre, ils ont de nouveau augmenté vers la fin de l'année. Au total, les engagements bruts ont progressé de \$28 milliards (14%) pour s'établir à \$220 milliards, soit une croissance nettement inférieure à celle de 1973 (\$60 milliards et 45%). L'expansion notée en 1974 résulte, à raison de \$8 milliards environ, de modifications comptables, dues à l'accroissement de la valeur en dollars des engagements des banques libellés en monnaies qui se sont appréciées par rapport au dollar. Cette incidence des variations de taux de change mise à part, on constate que seule la composante-dollar a connu



une augmentation effective, avec une progression de \$24 milliards, tandis que le compartiment des monnaies autres que le dollar s'est, semble-t-il, contracté de \$4-5 milliards. Cette expansion globale modérée doit être replacée dans le contexte d'une hausse de près de 40% des prix, exprimés en dollars, du commerce mondial, et de taux d'inflation dépassant 10% dans la plupart des pays.

Le ralentissement de la croissance a été beaucoup moins marqué si l'on considère la dimension nette du marché. Déduction faite des duplications d'écritures dues aux dépôts de banque à banque, mais compte tenu des positions vis-à-vis des résidents du secteur non bancaire, on peut estimer que l'encours d'euro-crédits accordés par les huit banques recensées s'est accru de \$45 milliards, soit d'environ un tiers, pour atteindre \$177 milliards, alors qu'en 1973 l'accroissement était de \$40 milliards, soit près de 45%. La composante-dollar a progressé approximativement de \$36 milliards pour s'élever à \$133 milliards. C'est la première fois que la croissance nette du marché n'a pas été sensiblement inférieure à son expansion brute. Cela s'explique par le fait que le recul noté au troisième trimestre s'est limité au secteur interbancaire du marché, alors que les crédits aux utilisateurs finals ont continué de progresser tout au long de l'année. On a constaté notamment un accroissement assez important des prêts aux résidents du secteur non bancaire, accroissement qui n'apparaît pas dans les chiffres bruts.

Si l'on inclut les opérations en devises des banques situées à l'extérieur des pays européens recensés, on peut estimer que le volume net des transactions sur le marché des euro-monnaies s'est accru de \$55 milliards l'année dernière, contre \$50 milliards environ en 1973, le total s'établissant aux alentours de \$210 milliards.

Au premier trimestre de 1975, les positions extérieures brutes des banques recensées ont, semble-t-il, augmenté d'environ \$10 milliards, soit d'un montant quelque peu inférieur à celui du trimestre précédent. Il convient toutefois de remarquer que, si les chiffres du quatrième trimestre se sont trouvés gonflés par la constitution de positions de fin d'année et par d'importants ajustements comptables, la liquidation de ces positions a eu un effet contraire sur les résultats du premier trimestre, et les modifications comptables ont été bien moins importantes. Par conséquent, en termes réels, l'expansion des positions extérieures brutes semble avoir été beaucoup plus prononcée qu'au cours des trois derniers mois de 1974. Sur la base de renseignements encore très incomplets, on peut, à titre indicatif, estimer la « dimension nette » du marché à fin mars 1975 à quelque \$185 milliards pour la zone recensée et à \$220 milliards si l'on y ajoute les opérations bancaires en monnaies étrangères effectuées dans les autres pays.

Selon l'OCDE, les nouvelles facilités de prêts consortiaux à moyen et à long terme en euro-monnaies se sont élevées l'année dernière à \$30,2 milliards, alors qu'elles se chiffraient à \$24,1 milliards en 1973. La moyenne mensuelle des nouveaux crédits accordés est tombée de \$3,5 milliards au premier semestre de 1974 à \$1,5 milliard environ au second, pour marquer encore un léger recul au premier trimestre de 1975.

*Principaux facteurs d'évolution.* Comme on pouvait s'y attendre, le principal facteur de croissance du marché des euro-monnaies a été l'an dernier la hausse du

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

A fin de mois	Dollars		Autres monnaies étrangères						
	Total	Dont à l'égard du secteur non bancaire	Total	Dont					
				à l'égard du secteur non bancaire	Deut- sche marks	Franco suisse	Livres sterling	Florins	Franco français
en millions de dollars EU									
<b>Engagements</b>									
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 décembre	96.730	11.810	35.200	3.620	19.540	8.810	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 I	130.470	16.370	60.960	5.610	32.140	17.060	4.790	2.260	2.160
décembre II <sup>1</sup>	131.380	17.470	60.720	5.630	32.020	17.160	4.560	2.260	2.130
1974 mars	143.980	18.660	65.190	6.310	33.310	20.390	4.470	2.090	2.180
juin	151.680	19.660	67.840	7.310	35.450	19.850	5.100	2.290	2.080
septembre	148.930	19.930	60.180	7.410	30.740	17.090	4.300	2.370	2.440
décembre	155.690	23.110	63.990	8.050	34.220	18.250	3.560	2.760	2.270
<i>Pour mémoire:</i>									
<i>Position à l'égard des résidents<sup>2</sup></i>									
1972 décembre		3.260		1.720					
1973 décembre I		5.020		2.560					
décembre II <sup>1</sup>		5.020		2.550					
1974 décembre		8.560		3.780					
<b>Avoirs</b>									
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 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	21.150	55.740	12.420	34.140	13.020	2.740	1.300	1.560
décembre I	133.760	23.870	54.840	12.000	31.400	14.590	3.150	1.320	1.750
décembre II <sup>1</sup>	132.110	24.730	55.510	13.980	31.410	15.000	3.080	1.240	1.760
1974 mars	146.100	28.710	58.530	14.090	32.950	15.800	3.090	1.220	1.700
juin	154.170	31.300	59.670	14.790	33.730	16.110	3.130	1.320	1.290
septembre	148.970	31.300	52.750	15.250	30.390	13.250	2.490	1.480	1.360
décembre	155.670	34.570	58.450	17.900	34.620	14.330	2.040	1.870	1.480
<i>Pour mémoire:</i>									
<i>Position à l'égard des résidents<sup>2</sup></i>									
1972 décembre		5.120		3.530					
1973 décembre I		8.830		5.150					
décembre II <sup>1</sup>		8.820		5.120					
1974 décembre		16.430		6.330					
<b>Position nette</b>									
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 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	2.810	-2.760	- 990	- 890	- 790
septembre	2.140	6.670	-4.320	6.610	1.660	-2.960	-1.310	-1.210	-1.010
décembre I	3.290	7.500	-6.120	6.390	- 740	-2.470	-1.640	- 940	- 410
décembre II <sup>1</sup>	730	7.260	-5.210	6.350	- 610	-2.160	-1.480	-1.020	- 370
1974 mars	2.120	10.050	-6.660	7.780	- 360	-4.590	-1.380	- 870	- 480
juin	2.490	11.640	-8.170	7.480	-1.720	-3.740	-1.970	- 970	- 790
septembre	2.040	11.370	-7.430	7.840	- 350	-3.840	-1.810	- 890	-1.080
décembre	- 20	11.460	-5.540	9.850	400	-3.920	-1.520	- 890	- 790
<i>Pour mémoire:</i>									
<i>Position à l'égard des résidents<sup>2</sup></i>									
1972 décembre		1.860		1.810					
1973 décembre I		3.810		2.590					
décembre II <sup>1</sup>		3.800		2.570					
1974 décembre		7.870		2.550					

<sup>1</sup> A partir de décembre 1973 (décembre II), les chiffres ne comprennent plus les positions de la BRI en euro-monnaies (incluses précédemment dans les chiffres concernant les banques suisses), mais ils englobent certaines positions à long terme non indiquées pour les périodes précédentes. <sup>2</sup> A l'exclusion de l'Allemagne fédérale.

prix du pétrole. Celle-ci a entraîné un fort gonflement à la fois de l'offre et de la demande de fonds libellés en euro-devises. En ce qui concerne l'origine des ressources du marché, l'enchérissement du prix du pétrole a donné lieu à un afflux massif de capitaux en provenance des pays exportateurs de pétrole. Dans la seule année 1974, le volume de fonds placés par ces pays sur le marché des euro-monnaies peut être estimé aux alentours de \$24 milliards. En outre, il semble qu'il y ait eu un accroissement de l'ordre de plusieurs milliards de dollars des dépôts effectués par les compagnies pétrolières. Du côté de l'emploi des ressources, de nombreux pays importateurs de pétrole ont fortement recouru à l'euro-marché pour financer leurs déficits croissants. Au premier semestre de 1974, les nouvelles lignes de crédit à long et à moyen terme ouvertes à des gouvernements et à des organismes publics se sont montées à quelque \$16,5 milliards, le Royaume-Uni, la France et l'Italie entrant à eux seuls pour plus de la moitié dans ce montant. De plus, certains gouvernements ne se sont pas contentés d'emprunter eux-mêmes ou d'inciter les organismes publics à le faire; ils ont également encouragé les banques commerciales et d'autres établissements à recourir au crédit extérieur. Les banques japonaises, par exemple, se sont procuré \$9,4 milliards à l'étranger au premier semestre de 1974, dont les deux tiers environ sur le marché des euro-monnaies; en France, les entreprises privées du secteur non bancaire ont emprunté \$3 milliards de capitaux étrangers à échéance assez lointaine, soit par l'intermédiaire du système bancaire français, soit directement auprès de banques étrangères.

L'augmentation des prix pétroliers a aussi exercé de diverses manières une influence indirecte sur l'évolution du marché des euro-monnaies. C'est en grande partie parce qu'elles espéraient que l'afflux de fonds pétroliers aux Etats-Unis entraînerait un renforcement spectaculaire du dollar que les autorités américaines ont, dès janvier 1974, levé les divers obstacles dressés contre les sorties de capitaux, bien avant le délai limite de fin 1974 qui avait été annoncé précédemment par le gouvernement. De même, la crainte que la hausse des prix du pétrole n'affaiblisse le deutsche mark a été l'une des raisons qui ont amené l'Allemagne fédérale à alléger le dispositif visant à entraver les entrées de capitaux. Plusieurs autres pays ont également pris des mesures similaires.

L'incidence nette exercée sur la croissance du marché par la levée des contrôles aux Etats-Unis ne peut être appréhendée de façon précise, contrairement aux répercussions provoquées par l'assouplissement des restrictions dans les autres pays. D'un côté, la décision américaine aurait tendance à accroître l'approvisionnement en dollars du marché des euro-monnaies par les Etats-Unis et à faciliter notamment le réacheminement de fonds vers l'étranger, au cas où ce pays attirerait une part trop importante des excédents pétroliers. D'un autre côté, sur le plan de la demande de fonds en euro-monnaies, c'est le programme américain de restrictions qui a été l'un des principaux facteurs responsables de l'expansion du marché: en écartant du marché financier américain les filiales à l'étranger des sociétés américaines et d'autres emprunteurs, il les a orientés vers l'euro-marché pour une fraction importante de leur demande de crédit. Maintenant que l'accès aux marchés américains est de nouveau ouvert, l'euro-marché ne sera à la longue en mesure de conserver l'essentiel de ces transactions que si la prime qu'il doit payer pour se procurer des ressources en dollar n'est pas trop élevée. Une chose est certaine en tout cas: le marché continuera à tirer profit de son

expérience particulière en la matière, de sa situation géographique et de son caractère de marché de gros.

Il peut être intéressant de noter à cet égard que, si les succursales étrangères des banques américaines ont enregistré un ralentissement dans la croissance de leurs actifs (de 56% en 1973 à 24% en 1974), le taux de progression des avoirs à l'étranger des banques américaines est passé de 29 à 72%. Au demeurant, la participation directe de banques des Etats-Unis à des consortiums d'euro-crédits est également une conséquence de la levée des restrictions appliquées aux sorties de capitaux.

En avril 1975, la Réserve fédérale a réduit de 8 à 4% le coefficient des réserves obligatoires sur les emprunts à l'étranger des banques membres. Bien que cette décision ait été motivée par d'autres considérations, elle aura dans une certaine mesure sur l'euro-marché des effets semblables à ceux qui découlent de l'abolition des restrictions sur les sorties de capitaux. Elle liera encore davantage l'euro-marché au marché américain et renforcera la capacité concurrentielle des banques situées aux Etats-Unis en matière de transactions internationales.

Mis à part le renchérissement du pétrole et les répercussions qu'il a exercées sur les politiques suivies par les divers pays, l'euro-marché a continué, notamment pendant le premier semestre de 1974, d'être influencé par des facteurs qui ont été sensiblement les mêmes qu'en 1973. L'accélération de l'inflation et le resserrement monétaire ont encore affaibli les marchés de capitaux à long terme. C'est ainsi que les nouvelles émissions d'euro-obligations se sont de nouveau fortement contractées. En même temps, l'inflation par les prix et les salaires et l'amenuisement des bénéfices ont multiplié les besoins de financement des entreprises. Cette expansion des besoins d'emprunt, conjuguée à l'incapacité dans laquelle se trouvaient les marchés de capitaux à long terme d'y répondre, a accru la dépendance à l'égard du crédit bancaire. Il se trouve que, pour deux raisons, l'euro-marché était dans une position favorable pour satisfaire cette demande de ressources: en premier lieu, à la différence des banques agissant sur les marchés nationaux, les euro-banques n'étaient pas gênées par l'encadrement du crédit ni par les limites fixées par les autorités nationales à l'accroissement de la masse monétaire; en second lieu, ces banques ont été en mesure, grâce aux prêts à taux flottants (crédits «roll-over»), de fournir des ressources de financement à échéance assez éloignée, tout en se protégeant, ainsi que leurs clients, d'une évolution défavorable des taux d'intérêt. Avec un total de plus de \$9 milliards, le volume des nouveaux crédits consortiaux montés en 1974 pour le compte de sociétés privées a dépassé d'environ 55% celui de 1973. En outre, malgré la contraction des transactions interbancaires, l'accroissement des créances directes des euro-banques sur le secteur non bancaire, bien que lié partiellement au financement des balances de paiements, a été en 1974 plus important que jamais.

Enfin, l'instabilité des taux de change a également fourni au marché des occasions de se développer. Elle a eu tendance, par exemple, à accroître la demande des entreprises du secteur non bancaire aux fins de couverture à terme. Etant donné que, pour certains contrats, notamment ceux qui sont assortis d'échéances assez éloignées, il n'était pas toujours possible de trouver la contrepartie sur les marchés à terme, les banques ont pu répondre aux besoins de couverture du risque de change à terme

de leur clientèle en se protégeant elles-mêmes par des opérations de change au comptant associées à des prêts ou emprunts en euro-monnaies.

Dans ce contexte d'une expansion exceptionnellement rapide du marché, une certaine appréhension a commencé à se faire jour au printemps de l'année dernière au sujet des dangers que risquait de présenter pour le marché des euro-monnaies l'énorme gonflement des déficits de balances des paiements, l'inflation et les mouvements désordonnés des taux de change. Quelques banques ont enregistré d'importantes pertes de change et comme, parmi les pays qui connaissaient les plus lourds déficits pétroliers, certains avaient déjà recouru massivement aux euro-crédits, on craignait que les créances des euro-banques ne soient partiellement immobilisées ou que l'activité de ces banques ne soit entravée par des contrôles des changes. En outre, on avait le sentiment que les crédits consortiaux avaient connu une expansion trop rapide et que la transformation des échéances à laquelle se livrait le marché était dangereuse. De plus, il est apparu que la croissance rapide des bilans, conjuguée à l'étroitesse des marges bénéficiaires et au coût élevé des augmentations de capital, avait entraîné une détérioration considérable des ratios fonds propres/encours de prêts des banques. Un autre sujet d'inquiétude était lié à la question de savoir si les banques centrales agiraient ou non en tant que prêteurs en dernier ressort pour l'euro-marché. Ces craintes ont donné lieu de la part de certaines grandes banques à quelques transferts de dépôts — entourés d'une large publicité — de l'euro-marché vers les Etats-Unis.

C'est dans ce climat de malaise général que, fin juin, le marché a brusquement appris la nouvelle de la faillite de la banque Herstatt. L'ébranlement de la confiance qui en est résulté s'est traduit par un élargissement de la prime que les euro-banques devaient payer par rapport aux taux créditeurs aux Etats-Unis, la pression étant amplifiée par l'extrême resserrement monétaire dans ce pays. Les établissements qui ont le plus souffert des répercussions de l'affaire Herstatt ont été les plus petites banques du marché et les banques ne bénéficiant pas d'un soutien à toute épreuve d'une banque mère. Celles-ci ont alors connu, au même titre que les banques de certains grands pays déficitaires, de grosses difficultés pour se refinancer sur le marché interbancaire. La prime qu'elles ont dû payer sur ces fonds a dépassé de deux points le LIBOR (taux interbancaire offert à Londres), c'est-à-dire qu'elle a été nettement supérieure au rendement obtenu par ces banques sur leur portefeuille de prêts consortiaux. En dépit de l'afflux continu de fonds pétroliers vers le marché, les engagements et avoirs interbancaires ont fortement baissé en juillet et août.

Après la déclaration faite le 10 septembre par les gouverneurs des banques centrales du Groupe des Dix, confirmant leur responsabilité vis-à-vis du marché bancaire international ainsi que leur volonté et leur capacité de lui venir en aide en cas de besoin, le climat s'est peu à peu amélioré sur le marché. Les transactions interbancaires ont repris, bien que de manière hésitante, le volume des avoirs et engagements de banque à banque restant toutefois, à la fin de 1974, très au-dessous du niveau atteint à la fin du premier semestre.

Au cours des trois premiers mois de 1975, la confiance s'est encore raffermie. L'écart entre les taux des euro-monnaies et les taux américains s'est réduit, la structure de taux d'intérêt multiples s'est considérablement rétrécie, et les avoirs et engagements interbancaires, comme ceux du secteur non bancaire ont, semble-t-il, enregistré

des accroissements substantiels. Cette reprise de l'expansion a eu lieu malgré l'entrée en jeu d'un certain nombre de facteurs de freinage, tels que le recul de l'activité économique dans le monde, le volume croissant des moyens de financement traités sur les marchés de capitaux à long terme et le ralentissement des nouveaux apports de fonds pétroliers.

Mis à part les assurances réitérées par les gouverneurs des banques centrales du Groupe des Dix, plusieurs éléments ont contribué à détendre progressivement l'atmosphère sur le marché: la réponse positive des maisons mères des banques consortiales à une requête formulée par la Banque d'Angleterre leur demandant de s'engager à soutenir ces banques au cas où celles-ci se trouveraient en difficulté; la déclaration par laquelle la Réserve fédérale acceptait le cas échéant d'agir comme prêteur en dernier ressort en faveur de toute banque membre bien gérée, exposée à des problèmes temporaires de liquidité par suite de retraits inopinés de pétro-dollars ou d'autres dépôts; l'accent mis par les autorités sur la surveillance et le contrôle des opérations bancaires; l'assouplissement général des restrictions monétaires, la tendance à la baisse des taux d'intérêt et la reprise de l'activité sur les marchés de capitaux à long terme; le fait qu'en dépit de la situation précaire des euro-marchés au cours de l'été, les euro-banques aient pratiquement toutes survécu; et la constatation que les conséquences financières du renchérissement du pétrole ont été maîtrisées plus facilement que prévu.

Bien qu'ils aient menacé temporairement la stabilité du système, les événements de l'été dernier semblent avoir eu, dans l'ensemble, un effet salubre sur l'évolution du marché. Les banques sont devenues plus attentives aux risques encourus et octroient leurs nouveaux crédits sur une base plus sélective. Le volume des prêts consortiaux individuels et, par suite notamment des difficultés rencontrées par les petites banques, le nombre des participants à ces prêts, ont été réduits, tandis que les échéances moyennes ont été considérablement raccourcies. Les marges par rapport aux taux interbancaires et les autres commissions perçues par les euro-banques sur les nouveaux prêts à taux flottants se sont sensiblement élargies; elles devraient leur permettre de constituer des provisions suffisantes pour pertes éventuelles. En raison de la structure des taux d'intérêt multiples, ce sont surtout les grandes banques qui ont profité de cette tendance et, comme ce sont elles aussi qui ont reçu la majeure partie des pétro-dollars, leur position sur le marché s'est considérablement renforcée. Pour les nouveaux prêts, la priorité est donnée, non plus au financement direct des déficits de balances de paiements, mais à celui de projets précis tels que ceux qui sont liés par exemple au développement de nouvelles sources d'énergie. Enfin et surtout, les directives des banques centrales et les nouvelles réglementations ont incité les banques à faire preuve désormais d'une prudence accrue dans leurs opérations en devises et à veiller davantage à ce que leur bilan présente une structure saine, notamment en ce qui concerne l'importance relative des fonds propres. Il est donc permis de penser qu'en dépit du regain de confiance, le marché se développera désormais à un rythme plus modéré que ces dernières années.

*Composition du marché.* Si, en 1974, les positions extérieures brutes en monnaie nationale des banques recensées ont continué de s'accroître à peu près au même rythme qu'en 1973, la croissance de leurs engagements en dollars s'est ralentie, revenant de 35 à 18%, et celle de leurs engagements en d'autres monnaies étrangères, de 73 à 5%.

Les avoirs et engagements en dollars se sont développés de \$23,6 milliards et \$24,3 milliards respectivement, et la part du dollar dans le total des encours a augmenté de deux points et demi pour atteindre 72%. La diminution de \$0,7 milliard de la position extérieure nette en dollars des banques a été très inférieure à l'accroissement, estimé à \$4-4,5 milliards, de leurs créances nettes en dollars sur les résidents, ce qui donne à penser qu'en dépit du mouvement de baisse du dollar sur les marchés des changes, les euro-banques elles-mêmes ont renforcé leurs positions au comptant en cette monnaie.

Les avoirs et les engagements en devises autres que le dollar se sont accrus de \$2,9 milliards et \$3,3 milliards respectivement. Le deutsche mark est, à lui seul, à l'origine de la totalité de l'expansion des avoirs et des deux tiers de celle des engagements. N'eût été l'incidence des ajustements comptables dus à l'appréciation de ces monnaies par rapport au dollar, la contraction aurait été, comme il a déjà été indiqué, de l'ordre de \$5 milliards. Ce piètre résultat enregistré par les monnaies autres que le dollar s'explique par deux facteurs principaux. Tout d'abord, aucun règlement au profit des pays exportateurs de pétrole n'est fait en deutsche marks ni en francs suisses, et ces pays effectuent la plus grosse partie de leurs placements sur l'euro-marché sous forme de dollars. En second lieu, peut-être en raison de l'affaire Herstatt, la faiblesse du marché des euro-monnaies au second semestre de 1974 semble avoir surtout affecté le compartiment non-dollar. Tandis qu'à la fin de l'année les positions en dollars se situaient au-dessus du niveau atteint au milieu de l'année, les engagements et les avoirs des banques en monnaies autres que le dollar étaient encore inférieurs à ce niveau, même en tenant compte des ajustements comptables. La contraction s'est toutefois limitée au marché interbancaire.

Une seconde caractéristique a été l'expansion relativement forte des créances directes sur le secteur non bancaire, due en partie au volume important de prêts consentis aux gouvernements et aux organismes publics. Les créances sur le secteur non bancaire étranger ont progressé de \$13,8 milliards et celles à l'égard du secteur non bancaire interne de \$8,8 milliards, alors que l'augmentation avait porté sur \$9,5 milliards et \$5,3 milliards respectivement en 1973. Les engagements envers le secteur non bancaire ont, eux aussi, augmenté plus qu'en 1973, en raison notamment de la constitution de dépôts par les compagnies pétrolières. En revanche, la croissance des positions de banque à banque s'est fortement ralenti. Les avoirs interbancaires, par exemple, se sont accrus de \$18,8 milliards au premier semestre de 1974, mais ont diminué de \$12,6 milliards pendant l'été, avant d'enregistrer à nouveau une progression de \$6,5 milliards au quatrième trimestre. L'expansion totale sur l'ensemble de l'année s'établit à \$12,7 milliards, contre \$47,2 milliards en 1973.

En ce qui concerne la contribution des banques des divers pays à la croissance globale du marché, l'accroissement de \$27,6 milliards des engagements extérieurs a été en fait la résultante d'une contraction de \$10,3 milliards des engagements des banques italiennes et d'une progression de \$37,9 milliards de ceux des banques des autres pays d'Europe recensés. L'évolution a été à peu près identique du côté des avoirs.

La contraction des positions des banques italiennes - de fin avril à fin novembre, leurs engagements ont déchu de plus de 50% - n'a pas entraîné de difficultés particulières, en raison de l'harmonisation des échéances entre les avoirs et les engagements.

**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		Total
		Monnaie nationale	Monnaies étrangères	Monnaie nationale	Monnaies étrangères	Monnaie nationale	Monnaies étrangères	
en millions de dollars EU								
Allemagne fédérale . . . . .	1973 décembre	9.080	6.660	8.130	6.700	— 950	40	— 910
	1974 mars	9.480	7.120	8.660	7.300	— 820	180	— 640
	juin	10.360	7.690	10.210	7.750	— 150	60	— 90
	septembre	9.540	6.860	10.510	7.030	— 970	170	— 1.140
	décembre	11.250	7.680	14.210	8.360	— 2.960	680	— 3.640
Belgique-Luxembourg	1973 décembre	1.800	23.840	1.160	24.450	— 640	610	— 30
	1974 mars	2.060	27.140	1.410	28.280	— 650	1.140	— 490
	juin	2.280	28.380	1.650	29.810	— 630	1.430	— 800
	septembre	2.160	28.080	1.610	29.420	— 550	1.340	— 790
	décembre	2.500	31.280	1.650	32.210	— 650	930	— 80
France . . . . .	1973 décembre	4.510	27.360	1.850	27.630	— 2.660	270	— 2.390
	1974 mars							
	juin	3.890	32.600	1.530	32.300	— 2.360	— 300	— 2.660
	septembre	3.440	31.250	1.160	30.190	— 2.280	— 1.060	— 3.340
	décembre	3.680	32.510	1.080	31.820	— 2.600	— 690	— 3.290
Italie . . . . .	1973 décembre	1.820	23.870	790	23.810	— 1.030	— 60	— 1.090
	1974 mars	1.590	23.510	870	22.670	— 720	— 840	— 1.560
	juin	1.890	21.300	850	19.570	— 1.040	— 1.730	— 2.770
	septembre	1.480	13.660	600	12.610	— 880	— 1.050	— 1.930
	décembre	1.330	13.610	600	12.510	— 730	— 1.100	— 1.830
Pays-Bas . . . . .	1973 décembre	1.180	9.620	910	9.410	— 270	— 210	— 480
	1974 mars	1.260	10.880	1.020	11.050	— 240	— 170	— 70
	juin	1.450	10.920	980	11.580	— 470	— 660	— 190
	septembre	1.180	11.140	940	10.920	— 240	— 220	— 460
	décembre	1.360	11.890	1.040	12.040	— 320	— 150	— 170
Royaume-Uni . . . . .	1973 décembre	6.150	90.650	1.440	84.280	— 4.710	— 6.370	— 11.080
	1974 mars	6.080	103.260	1.440	96.150	— 4.620	— 7.110	— 11.730
	juin	6.960	108.110	1.350	100.230	— 5.610	— 7.880	— 13.490
	septembre	7.790	106.200	1.410	99.070	— 6.380	— 7.130	— 13.510
	décembre	7.730	111.100	1.870	102.820	— 5.860	— 8.280	— 14.140
Suède . . . . .	1973 décembre	460	900	220	1.710	— 240	— 810	— 570
	1974 mars	460	1.120	360	2.080	— 100	— 970	— 870
	juin	490	1.150	350	2.310	— 140	— 1.160	— 1.020
	septembre	540	1.100	380	2.200	— 160	— 1.100	— 940
	décembre	510	1.040	430	2.060	— 80	— 1.020	— 940
Suisse . . . . .	1973 décembre	6.560	9.200	7.320	9.630	— 760	— 430	— 1.190
	1974 mars	7.240	8.780	8.510	9.460	— 1.270	— 680	— 1.950
	juin	7.490	9.370	8.680	10.290	— 1.190	— 920	— 2.110
	septembre	7.250	8.820	8.410	10.280	— 1.160	— 1.460	— 2.620
	décembre	8.510	10.570	9.160	12.300	— 650	— 1.730	— 2.380
Total . . . . .	1973 décembre	31.560	192.100	21.820	187.620	— 9.740	— 4.480	— 14.220
	1974 mars*	32.660	209.170	24.120	204.630	— 8.540	— 4.540	— 13.080
	juin	34.810	219.520	25.600	213.840	— 9.210	— 5.680	— 14.890
	septembre	33.380	207.110	25.020	201.720	— 8.360	— 5.390	— 13.750
	décembre	36.870	219.680	30.040	214.720	— 6.830	— 5.560	— 12.390
Canada . . . . .	1973 décembre	1.090	11.530	400	11.940	— 690	— 410	— 280
	1974 mars	1.120	11.640	390	12.430	— 730	— 790	— 60
	juin	1.260	11.380	420	12.500	— 840	— 1.120	— 280
	septembre	1.230	11.150	390	12.560	— 850	— 1.410	— 560
	décembre	1.610	11.730	410	13.540	— 1.200	— 1.810	— 610
Japon . . . . .	1973 décembre	690	12.930	810	16.300	— 120	— 3.370	— 3.490
	1974 mars	750	17.960	970	17.190	— 220	— 770	— 550
	juin	770	22.260	1.230	17.070	— 460	— 5.190	— 4.730
	septembre	970	23.880	1.280	18.430	— 310	— 5.450	— 5.140
	décembre	870	24.080	1.370	19.240	— 500	— 4.840	— 4.340

\* Y compris les chiffres à fin décembre 1973 pour la France.

Les emprunts en euro-monnaies du secteur public italien ont été le fait de banques situées à l'extérieur de l'Italie, tandis que le secteur bancaire italien se contentait surtout d'opérer sur le marché interbancaire. Lorsque, en raison des craintes soulevées sur le marché par la situation des paiements extérieurs de l'Italie, les banques italiennes ont été obligées de payer des primes de plus en plus élevées par rapport au LIBOR, cette activité interbancaire a cessé d'être rentable et les banques ont laissé leurs positions se dénouer progressivement. En chiffres nets, les engagements extérieurs en devises des banques italiennes sont passés de \$0,1 milliard à \$1,7 milliard au premier semestre de 1974 et se sont réduits de \$0,7 milliard au troisième trimestre.

Les banques du Royaume-Uni sont, à elles seules, responsables de plus de la moitié de l'expansion des positions extérieures brutes des banques des sept autres pays recensés. Néanmoins, le taux de croissance des engagements bruts des banques britanniques est revenu de 52% en 1973 à 23%. Le montant net que ces banques ont collecté à l'extérieur est passé de \$6,4 milliards à \$8,3 milliards, ce qui s'explique entièrement par la progression de \$6,4 milliards à \$8,9 milliards des créances nettes sur les résidents du secteur non bancaire. La majeure partie des entrées de fonds a eu lieu pendant le quatrième trimestre, au moment où le Trésor britannique a effectué un premier tirage de \$1,5 milliard sur sa ligne de crédit de \$2,5 milliards en euro-monnaies. Pour le reste, seules les banques françaises ont été emprunteurs nets de fonds en devises. Là encore le revirement, de \$0,3 milliard d'avoirs nets à \$0,7 milliard d'engagements, s'explique et au-delà par le fait que les créances nettes sur les résidents du secteur non bancaire sont passées de \$0,7 milliard à \$2,5 milliards. Avec plus de 30%, les banques belgo-luxembourgeoises ont de nouveau enregistré l'accroissement le plus rapide en ce qui concerne la position brute; leur position nette n'a toutefois guère varié.

Les banques allemandes et suisses ont été les plus grands exportateurs nets de fonds. Etant donné l'importance du rôle joué par le deutsche mark et le franc suisse sur l'euro-marché, il est intéressant, dans le cas de ces deux pays, d'examiner également les mouvements enregistrés au niveau de leurs positions extérieures en monnaie nationale. La position extérieure nette globale des banques allemandes, qui était débitrice de \$0,9 milliard, est devenue créditrice à raison de \$3,6 milliards. Sur ces \$4,5 milliards de sorties de fonds, \$2,5 milliards sont intervenus au quatrième trimestre, période de desserrement marqué des conditions monétaires en Allemagne. Les avoirs nets étrangers des banques suisses, tant en monnaie nationale qu'en devises, se sont développés de \$1,2 milliard; ce chiffre ne comprend pas toutefois les fonds fiduciaires, c'est-à-dire l'argent placé par des banques suisses pour le compte et aux risques et périls de leurs clients.

Au premier trimestre de 1975, la croissance des positions en euro-devises semble différer à deux égards de celle qui a été enregistrée en 1974. Premièrement, une grande partie — probablement plus des deux tiers — de l'expansion, estimée à \$10 milliards, des avoirs et des engagements extérieurs, a porté sur des devises autres que le dollar. Ce phénomène est presque certainement lié à la faiblesse de la monnaie américaine sur les marchés des changes. En second lieu, il semble que les transactions interbancaires aient marqué une nette reprise et que, du côté des engagements notamment,

**Engagements et avoirs extérieurs, en dollars et en autres monnaies étrangères, des banques des divers pays recensés**

Pays	En fin de mois	Dollars EU			Ensemble des autres monnaies étrangères		
		En-gagements	Avoirs	Position nette	En-gagements	Avoirs	Position nette
en millions de dollars EU							
Allemagne fédérale . . .	1973 décembre	5.550	5.050	- 500	1.110	1.650	540
	1974 mars	5.870	5.360	- 510	1.250	1.940	690
	juin	6.260	5.630	- 630	1.430	2.120	690
	septembre	5.720	5.110	- 610	1.140	1.920	780
Belgique-Luxembourg . . .	1973 décembre	6.160	6.140	- 20	1.520	2.220	700
	1974 mars	10.500	11.000	500	13.340	13.450	110
	juin	11.850	13.230	1.380	15.290	15.050	- 240
	septembre	12.010	14.100	2.090	16.370	15.710	- 660
France . . . . .	1973 décembre	12.430	14.640	2.210	15.650	14.780	- 870
	1974 mars	13.350	15.210	1.860	17.930	17.000	- 930
	juin	18.220	20.320	2.100	9.140	7.310	-1.830
	septembre	21.150	23.840	2.690	11.450	8.460	-2.990
Italie . . . . .	1974 mars	21.300	23.130	1.830	9.950	7.060	-2.890
	juin	22.650	24.210	1.560	9.860	7.610	-2.250
	1973 décembre	16.280	16.570	290	7.590	7.240	- 350
	1974 mars	15.410	14.860	- 550	8.100	7.810	- 290
Pays-Bas . . . . .	1974 juin	14.160	12.840	-1.320	7.140	6.730	- 410
	septembre	9.970	9.130	- 840	3.690	3.480	- 210
	décembre	10.440	9.770	- 670	3.170	2.740	- 430
	1973 décembre	4.690	5.710	1.020	4.930	3.700	-1.230
Royaume-Uni . . . . .	1974 mars	4.950	7.240	2.290	5.930	3.810	-2.120
	juin	5.140	7.350	2.210	6.780	4.230	-1.550
	septembre	5.360	6.440	1.080	5.780	4.480	-1.300
	décembre	5.900	7.180	1.280	5.990	4.860	-1.130
Suède . . . . .	1973 décembre	69.170	65.460	-3.710	21.480	18.820	-2.660
	1974 mars	80.690	76.860	-3.830	22.570	19.290	-3.280
	juin	85.520	81.310	-4.210	22.590	18.920	-3.670
	septembre	84.970	81.450	-3.520	21.230	17.620	-3.610
Suisse . . . . .	décembre	88.480	82.910	-5.570	22.620	19.910	-2.710
	1973 décembre	500	1.090	590	400	620	220
	1974 mars	680	1.410	730	440	680	240
	juin	680	1.530	850	470	780	310
Total . . . . .	septembre	610	1.460	850	490	740	250
	décembre	560	1.320	760	480	740	260
	1973 décembre	6.470	6.910	440	2.730	2.720	- 10
	1974 mars	6.310	6.820	510	2.470	2.640	170
Canada . . . . .	juin	6.760	7.570	810	2.610	2.720	110
	septembre	6.570	7.610	1.040	2.250	2.670	420
	décembre	8.150	8.930	780	2.420	3.370	950
	1973 décembre	131.380	132.110	730	60.720	55.510	-5.210
Japon . . . . .	1974 mars*	143.980	146.100	2.120	65.190	58.530	-6.660
	juin	151.680	154.170	2.490	67.840	59.670	-8.170
	septembre	146.930	148.970	2.040	80.180	52.750	-27.430
	décembre	155.690	155.670	- 20	63.990	58.450	-5.540
Canada . . . . .	1973 décembre	10.840	11.170	330	690	770	80
	1974 mars	10.930	11.550	620	710	880	170
	juin	10.700	11.660	960	680	840	160
	septembre	10.560	11.770	1.210	590	790	200
Japon . . . . .	décembre	11.090	12.700	1.610	640	840	200
	1973 décembre	12.350	14.770	2.420	580	1.530	950
	1974 mars	17.250	15.550	-1.700	710	1.640	930
	juin	21.590	15.310	-6.280	670	1.760	1.080
Total . . . . .	septembre	23.080	16.530	-6.550	800	1.900	1.100
	décembre	22.960	17.150	-5.810	1.120	2.090	970

\* Y compris les chiffres à fin décembre 1973 pour la France.

l'accroissement des positions en devises se soit produit pour une fraction considérable à l'égard du système bancaire.

*Origine et emplois.* En ce qui concerne l'origine et les emplois des euro-monnaies, la principale caractéristique de l'année 1974 a été l'importance des flux nets de capitaux en provenance des pays exportateurs de pétrole qui ont été acheminés par le canal des banques recensées vers les pays situés en dehors de la zone européenne recensée. Les statistiques disponibles ne fournissent pas de chiffres séparés pour les pays exportateurs de pétrole, mais regroupent ces données sous la rubrique «Moyen-Orient» (qui comprend également l'Iran et la Libye). Les engagements des banques recensées vis-à-vis de cette zone se sont accrus, l'an dernier, de \$19,6 milliards, soit de près de 200%. Pour évaluer le montant total de l'absorption de capitaux pétroliers, il convient non seulement d'y ajouter l'accroissement des engagements vis-à-vis des autres pays exportateurs de pétrole, tels que le Venezuela et l'Algérie, mais de prendre également en considération les capitaux pétroliers entrés sur le marché par l'intermédiaire des fonds fiduciaires suisses, de la Banque des règlements internationaux et des banques n'appartenant pas à la zone européenne recensée. On peut penser que les apports de capitaux pétroliers se sont élevés à \$24 milliards au total. Les créances sur les pays exportateurs de pétrole ont sans doute progressé de \$1 milliard environ, si bien qu'on peut chiffrer grossièrement à quelque \$23 milliards le total net des entrées en provenance de ces pays:

L'évolution des positions en devises des banques recensées vis-à-vis des pays extérieurs à la zone recensée autres que les pays exportateurs de pétrole traduit également, dans une très grande mesure, les répercussions financières de la hausse des prix pétroliers. Comme mentionné précédemment, les créances nettes sur le Japon ont progressé de \$7 milliards. Pareillement, la détérioration de la balance des paiements des pays de l'Amérique latine s'est traduite par une amélioration de \$3,2 milliards de la position nette des banques recensées vis-à-vis de cette zone. Après s'être développées de plus de 50% en 1973, les exigibilités envers l'Amérique latine n'ont guère progressé. Compte non tenu du Venezuela, elles auraient enregistré une baisse sensible, et l'amélioration de la position nette serait sans doute ressortie à quelque \$5 milliards. Les créances nettes sur l'Australie, la Nouvelle-Zélande et l'Afrique du Sud ont progressé de \$1,5 milliard. La position nette des euro-banques vis-à-vis des pays d'Europe occidentale n'appartenant pas à la zone recensée s'est améliorée de \$3,4 milliards: la croissance des engagements s'est ralentie, revenant de 37% en 1973 à 6% en 1974, alors que les crédits consentis ont continué de se développer à un rythme rapide. Les créances sur les pays de l'Europe de l'Est ont également enregistré une forte progression, qui s'est chiffrée à \$2,4 milliards mais a été partiellement compensée par un accroissement de \$1,3 milliard des engagements.

Le volume des créances nettes sur Singapour et les centres bancaires internationaux de la zone des Caraïbes a marqué une expansion substantielle, de \$2,8 milliards au total; les statistiques disponibles ne donnent toutefois aucun renseignement détaillé sur l'emploi final de ces ressources. De même, l'augmentation de \$2,2 milliards des créances nettes sur les Etats-Unis doit être rapprochée du volume élevé des prêts à l'étranger consentis par des banques des Etats-Unis. En effet, le montant brut des

**Positions en monnaies étrangères des banques européennes  
recensées envers des non-résidents**

Positions envers	Décembre 1973			Juin 1974			Décembre 1974		
	Dollars	Ensemble des autres monnaies	Total	Dollars	Ensemble des autres monnaies	Total	Dollars	Ensemble des autres monnaies	Total
en millions de dollars EU									
<b>Engagements</b>									
<i>Zone des pays recensés</i>									
Allemagne fédérale . . . . .	3.600	4.320	7.920	3.360	5.490	8.850	3.770	6.800	10.570
Belgique-Luxembourg . . . . .	6.590	4.070	10.660	7.110	5.150	12.260	6.530	4.070	10.600
France . . . . .	11.240	5.140	16.380	11.610	4.730	16.340	11.410	3.920	15.330
Italie . . . . .	11.270	5.080	16.350	8.780	5.090	13.870	6.440	1.930	8.370
Pays-Bas . . . . .	4.880	3.060	7.940	5.570	3.400	8.970	5.400	3.740	9.140
Royaume-Uni . . . . .	15.130	6.230	21.360	15.620	6.910	22.530	13.970	5.410	19.380
Suède . . . . .	740	370	1.110	1.160	450	1.610	980	380	1.360
Suisse . . . . .	16.430	11.640	28.070	17.230	13.780	31.010	20.580	14.740	35.320
<b>Total</b> . . . . .	<b>69.880</b>	<b>39.910</b>	<b>109.790</b>	<b>70.440</b>	<b>45.000</b>	<b>115.440</b>	<b>69.080</b>	<b>40.990</b>	<b>110.070</b>
<i>Zone extérieure aux pays recensés</i>									
<i>Autres pays</i>									
d'Europe occidentale . . . . .	9.820	7.260	17.080	11.040	7.270	18.310	11.080	6.950	18.030
Europe de l'Est . . . . .	1.820	1.900	3.720	2.730	2.040	4.770	3.310	1.750	5.060
Canada . . . . .	5.700	540	6.240	5.010	530	5.540	4.460	430	4.890
Japon . . . . .	3.440	140	3.580	4.170	150	4.320	3.530	190	3.720
Zone des Caraïbes . . . . .	6.120	1.380	7.500	8.690	1.820	10.510	8.510	1.980	10.490
Amérique latine . . . . .	8.190	800	8.990	8.770	960	9.730	8.140	910	9.050
Moyen-Orient . . . . .	6.210	4.050	10.260	15.440	5.020	20.460	23.960	5.870	29.830
Singapour . . . . .	730	260	990	1.200	210	1.410	1.030	250	1.280
Divers . . . . .	6.720	3.240	9.960	9.470	3.370	12.840	9.660	3.250	12.910
<b>Total</b> . . . . .	<b>48.750</b>	<b>19.570</b>	<b>68.320</b>	<b>66.520</b>	<b>21.370</b>	<b>87.890</b>	<b>73.680</b>	<b>21.580</b>	<b>95.260</b>
Etats-Unis . . . . .	10.140	460	10.600	11.970	520	12.490	12.600	440	13.040
<b>Total</b> . . . . .	<b>58.890</b>	<b>20.030</b>	<b>78.920</b>	<b>78.490</b>	<b>21.890</b>	<b>100.380</b>	<b>86.280</b>	<b>22.020</b>	<b>108.300</b>
Engagements non attribués . . . . .	2.610	780	3.390	2.750	950	3.700	330	980	1.310
<b>Total général</b> . . . . .	<b>131.380</b>	<b>60.720</b>	<b>192.100</b>	<b>151.680</b>	<b>67.840</b>	<b>219.520</b>	<b>155.690</b>	<b>63.990</b>	<b>219.680</b>
<b>Avoirs</b>									
<i>Zone des pays recensés</i>									
Allemagne fédérale . . . . .	3.210	10.970	14.180	3.120	12.410	15.530	2.970	12.220	15.190
Belgique-Luxembourg . . . . .	5.580	5.090	10.670	6.230	5.780	12.010	7.060	5.570	12.630
France . . . . .	10.630	4.790	15.420	9.320	4.410	13.730	9.000	3.450	12.450
Italie . . . . .	14.280	4.560	18.840	13.830	4.430	18.260	11.240	1.760	13.000
Pays-Bas . . . . .	3.740	2.680	6.420	3.490	2.830	6.320	4.160	2.560	6.720
Royaume-Uni . . . . .	21.650	7.390	29.040	23.510	8.820	32.130	20.770	7.210	27.980
Suède . . . . .	520	690	1.210	620	730	1.350	830	800	1.630
Suisse . . . . .	4.550	2.960	7.510	4.550	2.920	7.470	5.070	3.000	8.070
<b>Total</b> . . . . .	<b>64.160</b>	<b>39.150</b>	<b>103.310</b>	<b>64.670</b>	<b>42.130</b>	<b>106.800</b>	<b>61.100</b>	<b>36.570</b>	<b>97.670</b>
<i>Zone extérieure aux pays recensés</i>									
<i>Autres pays</i>									
d'Europe occidentale . . . . .	7.350	5.090	12.440	9.400	5.470	14.870	10.450	6.320	16.770
Europe de l'Est . . . . .	4.660	2.740	7.400	5.460	3.390	8.850	5.890	3.900	9.790
Canada . . . . .	3.900	730	4.630	2.850	720	3.570	2.390	520	2.910
Japon . . . . .	7.510	590	8.100	13.690	350	14.040	14.450	790	15.240
Zone des Caraïbes . . . . .	12.060	1.860	13.920	16.300	1.890	18.190	15.430	3.170	18.600
Amérique latine . . . . .	7.010	620	7.630	8.660	530	9.190	10.330	550	10.880
Moyen-Orient . . . . .	2.060	490	2.550	2.090	530	2.620	2.870	700	3.570
Singapour . . . . .	1.650	110	1.760	2.180	140	2.320	2.990	170	3.160
Divers . . . . .	7.130	2.200	9.330	9.000	2.150	11.150	10.360	3.360	13.720
<b>Total</b> . . . . .	<b>53.330</b>	<b>14.430</b>	<b>67.760</b>	<b>69.630</b>	<b>15.170</b>	<b>84.800</b>	<b>75.160</b>	<b>19.480</b>	<b>94.640</b>
Etats-Unis . . . . .	14.130	690	14.820	19.190	830	20.020	18.670	830	19.500
<b>Total</b> . . . . .	<b>67.460</b>	<b>15.120</b>	<b>82.580</b>	<b>88.820</b>	<b>16.000</b>	<b>104.820</b>	<b>93.830</b>	<b>20.310</b>	<b>114.140</b>
Avoirs non attribués . . . . .	490	1.240	1.730	680	1.540	2.220	740	1.570	2.310
<b>Total général</b> . . . . .	<b>132.110</b>	<b>55.510</b>	<b>187.620</b>	<b>154.170</b>	<b>59.670</b>	<b>213.840</b>	<b>155.670</b>	<b>58.450</b>	<b>214.120</b>

concours aux Etats-Unis s'est gonflé de \$5,2 milliards au cours du premier semestre de l'année, période pendant laquelle les banques américaines ont renforcé considérablement leurs avoirs à l'étranger. Etant donné que les Etats-Unis ont pris la tête du mouvement de baisse des taux d'intérêt et que, par suite, le dollar s'est affaibli, les créances nettes sur les Etats-Unis ont fléchi de \$1,1 milliard au cours des trois derniers mois de l'année et semblent s'être réduites encore davantage au premier trimestre de 1975.

Dans l'ensemble, les euro-banques semblent avoir consenti plus de prêts aux pays importateurs de pétrole n'appartenant pas à leur zone qu'elles n'ont elles-mêmes reçu de dépôts directs de la part des pays exportateurs de pétrole, la différence étant comblée par des ressources en provenance de la zone européenne recensée. Ainsi qu'il ressort du tableau de la page 166, les créances nettes des euro-banques sur la zone extérieure se sont accrues de \$2 milliards approximativement, tandis que les apports en provenance de la zone recensée se sont établis à \$5 milliards (la différence entre les deux chiffres s'explique par la variation de \$3 milliards du poste «Non attribué»). Le rôle de pourvoyeur net d'euro-devises, assumé en 1974 par la zone européenne recensée est, à n'en pas douter, quelque peu surprenant, étant donné l'importance du volume des emprunts en euro-monnaies contractés par certains pays de cette zone. Un certain nombre de facteurs permettent d'expliquer, du moins en partie, cette évolution. En premier lieu, une fraction des ressources en euro-monnaies empruntées par les secteurs publics de ces pays pour des raisons de balance des paiements a été replacée sur l'euro-marché. En second lieu, les sociétés pétrolières, qui figurent dans les statistiques en tant que résidents de la zone européenne recensée, ont renforcé leurs dépôts en euro-dollars en prévision des règlements de redevances pétrolières. Troisièmement, le marché a reçu un apport massif de nouveaux capitaux en provenance des pays situés à l'intérieur de la zone, tels que la Suisse et l'Allemagne. C'est ainsi que les engagements nets des banques des autres pays recensés vis-à-vis de la Suisse (BRI comprise) se sont accrues de \$6,7 milliards. Il convient de souligner, toutefois, qu'une partie importante de ces ressources — qui apparaissent dans les statistiques comme étant fournies par la Suisse — provient de l'extérieur de la zone européenne recensée et est entrée dans ce pays par le canal des comptes fiduciaires ou par quelque autre circuit. Sous cet angle, le rôle de fournisseur net joué par les pays européens recensés revêt donc une importance beaucoup plus statistique que réelle de sorte que, tous comptes faits, la position ne devrait pas être loin de l'équilibre.

Le tableau de la page 166 donne une vue d'ensemble de l'évolution de la situation au sein de la zone européenne recensée. Du côté des ressources du marché, l'apport de nouveaux fonds en provenance de cette zone peut être estimé à \$18 milliards environ. Près de \$9,5 milliards représentent des ressources d'origine non bancaire, la plus grande partie étant constituée par les fonds fiduciaires et les dépôts des sociétés pétrolières évoqués plus haut. Les \$8,5 milliards de ressources nouvelles fournies par les banques comprennent des conversions en devises effectuées par les banques recensées elles-mêmes, des avoirs en deutsche marks placés sur le marché par des banques allemandes et des dépôts effectués par les institutions monétaires officielles, une partie de ces derniers provenant indirectement des pays exportateurs de pétrole. En ce qui concerne les emplois, on peut évaluer à quelque \$13 milliards l'absorption de ressources identifiées par la zone européenne recensée, les principaux bénéficiaires ayant été les

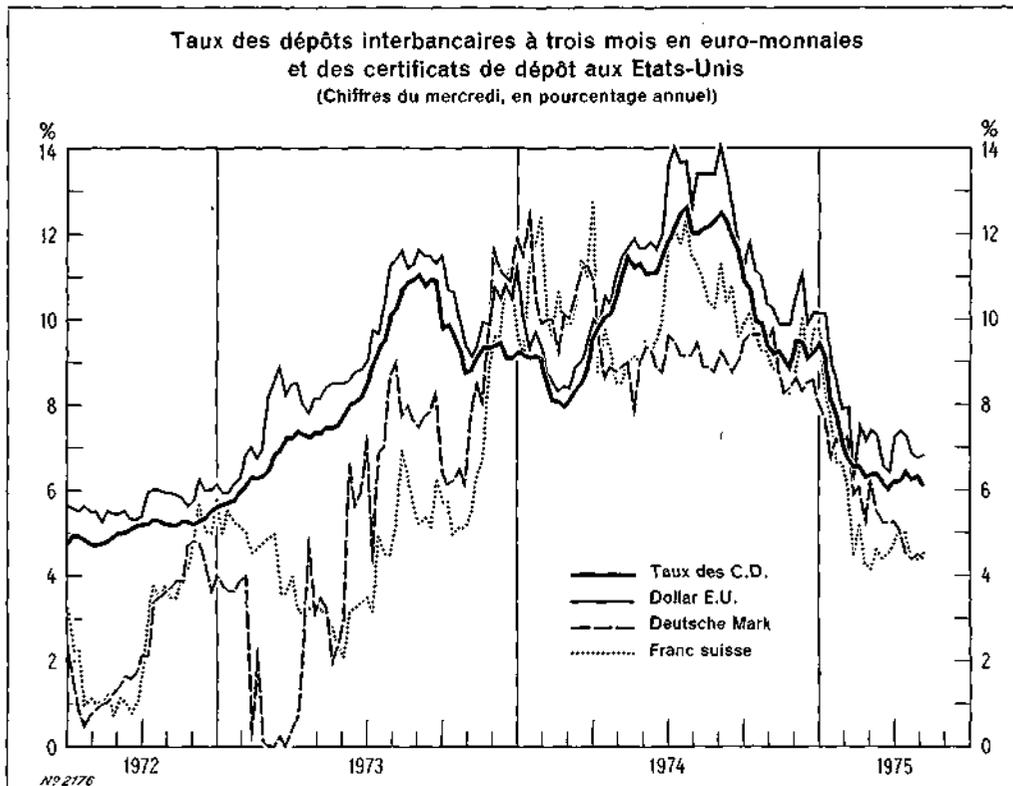
**Estimation des dimensions du marché des euro-monnaies**  
(Encours de crédits en monnaies étrangères canalisés par les banques européennes recensées)

En fin de période	Zone des pays européens recensés			Etats-Unis	Reste du monde	Non attribué	Total
	Total	dont					
		Secteur bancaire <sup>1</sup>	Secteur non bancaire				
en milliards de dollars EU							
<b>Emplois</b>							
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 I	51,3	21,8	29,5	13,2	66,8	0,7	132,0
1973 II	49,0	19,5	29,5	13,5	67,8	1,7	132,0
1974	61,9	20,9	41,0	18,2	94,6	2,3	177,0
<b>Origine</b>							
1969	21,7	9,5	12,2 <sup>2</sup>	4,1	17,6	0,6	44,0
1970	27,7	13,5	14,2 <sup>2</sup>	4,5	24,0	0,8	57,0
1971	32,4	16,4	16,0 <sup>2</sup>	6,1	31,4	1,1	71,0
1972	35,2	17,4	17,8 <sup>2</sup>	6,9	47,9	2,0	92,0
1973 I	51,5	24,0	27,5 <sup>2</sup>	9,5	68,0	3,0	132,0
1973 II	50,8	23,3	27,5 <sup>2</sup>	9,5	68,3	3,4	132,0
1974	68,5	31,6	36,9 <sup>2</sup>	11,9	95,3	1,3	177,0
<b>Position nette<sup>3</sup></b>							
1969	-6,7	-2,5	-4,2	+12,7	-5,6	-0,4	-
1970	-3,7	-4,5	+0,8	+8,6	-5,0	+0,1	-
1971	+0,4	-2,7	+3,1	+2,2	-2,5	-0,1	-
1972	+3,7	+0,7	+3,0	+2,7	-4,8	-1,6	-
1973 I	-0,2	-2,2	+2,0	+3,7	-1,2	-2,3	-
1973 II	-1,8	-3,8	+2,0	+4,0	-0,5	-1,7	-
1974	-6,6	-10,7	+4,1	+6,3	-0,7	+1,0	-

<sup>1</sup> Comprend: a) sous «Emplois»: les conversions par les banques de monnaies étrangères en monnaie nationale, et les ressources en monnaies étrangères fournies par les banques recensées aux banques commerciales du pays d'émission de la monnaie en question (telles que les ressources en deutsche marks déposées auprès de banques allemandes); b) sous «Origine»: les dépôts par les institutions monétaires officielles de la zone recensée, les conversions par les banques de monnaie nationale en monnaies étrangères et les ressources en monnaies étrangères obtenues par les banques recensées auprès des banques du pays d'émission de la monnaie en question (telles que les ressources reçues en deutsche marks de banques allemandes). <sup>2</sup> 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. <sup>3</sup> Un signe moins indique que le pays ou la zone en question est un fournisseur net de ressources en euro-monnaies, alors qu'un signe plus indique qu'il s'agit d'un utilisateur net.

entreprises non bancaires du secteur privé et les institutions et organismes du secteur public, dont certains figurent en tant que banques dans les statistiques. Les autres positions interbancaires au sein de la zone, qui sont pour la plupart établies sur une base nette pour l'évaluation des dimensions du marché des euro-monnaies, ont accusé au total un fléchissement sensible par rapport à 1974. Cette évolution ressort notamment du tableau de la page 164 qui montre que les créances à l'intérieur de cette zone, après s'être accrues de \$3,5 milliards pendant le premier semestre de 1974, se sont contractées de \$9,1 milliards durant le second.

*Taux d'intérêt.* En 1974, la forte hausse du loyer de l'argent sur le marché monétaire américain et l'élargissement de la prime que les euro-banques devaient payer sur les ressources en dollars par rapport aux banques des Etats-Unis ont propulsé les taux servis sur les euro-dollars à de nouveaux sommets.

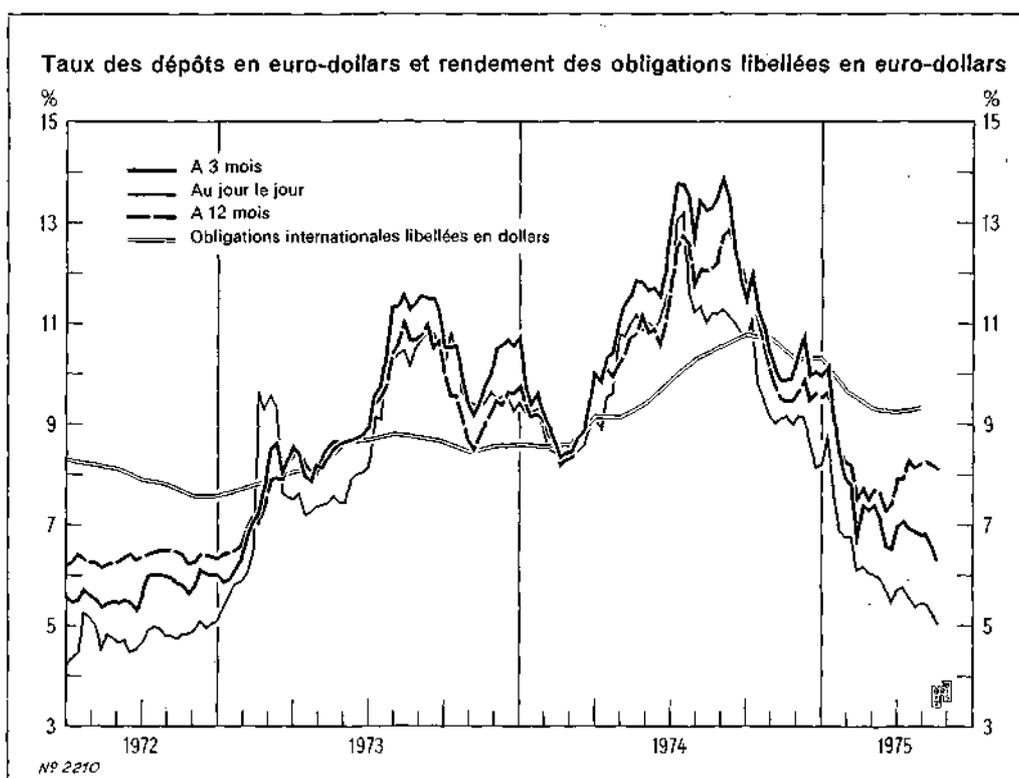


L'année s'est ouverte, pour le marché, sous des auspices relativement favorables. Le dénouement des positions constituées en fin d'année, la désescalade des taux sur le marché monétaire américain, les entrées de capitaux en provenance des résidents des Etats-Unis après la levée, dans ce pays, des restrictions aux exportations de capitaux et, enfin, l'apport accru de capitaux en provenance des pays exportateurs de pétrole ont ramené de 10½% en décembre 1973 à moins de 8½% pendant la deuxième quinzaine de février 1974, le taux des dépôts interbancaires à trois mois à Londres. Le resserrement monétaire intervenu aux Etats-Unis a, par la suite, provoqué une nouvelle poussée des taux de l'euro-dollar, mais leur prime par rapport aux taux des certificats de dépôt aux Etats-Unis est demeurée très faible et, pour la première fois depuis plusieurs années, elle s'est rapprochée de zéro au cours du mois d'avril. On peut penser que, par suite des niveaux atteints par les taux d'intérêt du fait de l'évolution du loyer de l'argent aux Etats-Unis, l'offre de ressources nouvelles en euro-monnaies a eu tendance à être supérieure à la demande. Il est vrai que les nouveaux engagements de prêt contractés par les euro-banques pendant les quatre premiers mois de 1974 ont atteint un chiffre record, mais une partie considérable de ces facilités, en particulier celles qui ont été consenties à des gouvernements, n'a pas été mobilisée.

En mai, toutefois, la situation a commencé à se modifier, la confiance s'est affaiblie et les apports de capitaux pétroliers sur le marché semblent avoir été en partie annulés par des retraits de fonds d'autres sources. Aussi le marché s'est-il progressivement resserré; la prime dégagée par l'euro-dollar à trois mois par rapport au marché

américain a été portée à plus d'un demi-point à la mi-mai et, à la suite de l'affaire Herstatt, elle s'est élevée à un point trois quarts environ à la fin de juin. Comme les taux d'intérêt s'inscrivaient également en forte hausse aux Etats-Unis (le taux des certificats de dépôt à trois mois a lui-même monté de quatre points par rapport à son creux de février), le taux des dépôts interbancaires à trois mois en euro-dollars a bondi à plus de 14% vers le milieu de juillet, se situant ainsi à un niveau encore jamais atteint. Et pourtant, ce taux ne reflétait pas entièrement les tensions auxquelles le marché était soumis car, à la suite de la formation d'une structure à taux d'intérêt multiples, certaines catégories de banques ont dû payer jusqu'à 16%, soit trois points et demi de plus que le rendement des certificats de dépôt américains.

A partir de septembre, l'assouplissement monétaire intervenu aux Etats-Unis a déterminé un long et brutal recul des taux de l'euro-dollar, que les facteurs traditionnels de fin d'année n'ont que temporairement interrompu dans les derniers jours de 1974. Après avoir atteint un creux de 6½% pendant la seconde quinzaine de mars 1975, le taux de l'euro-dollar à trois mois s'est de nouveau redressé sous l'influence de l'évolution du loyer de l'argent aux Etats-Unis, pour dépasser 7½% au début d'avril, puis il a fléchi à moins de 6% pendant la seconde quinzaine de mai. La prime des euro-dollars à trois mois par rapport aux taux des certificats de dépôt est demeurée très élevée tout au long de l'automne 1974, pour se rétrécir ensuite à cinq huitièmes de point durant les premiers mois de 1975.



Une caractéristique importante de l'évolution des taux pendant la période sous revue a été le changement intervenu dans leur structure à terme. Alors qu'au début de 1974 les taux à un mois, à trois mois et à un an étaient presque identiques, on a constaté, par exemple, une marge exceptionnellement large de plus de deux points et demi, en mai 1975, entre les taux à un mois et à un an. Cette évolution ne faisait en partie que traduire l'opinion du marché à l'égard des perspectives d'inflation et des taux d'intérêt. Toutefois, cet écart ayant été beaucoup plus important que dans le cas des taux d'intérêt aux Etats-Unis, il se peut qu'il ait également reflété les efforts déployés par le marché pour mieux harmoniser les échéances.

Les taux des dépôts en euro-devises autres que le dollar ont évolué dans certains cas fort différemment de ceux des euro-dollars. C'est ainsi que le taux des euro-deutsche marks a atteint son plus haut niveau —  $12\frac{3}{8}\%$  pour l'argent à trois mois — dès le début de janvier 1974 bien que, dans le même temps, les taux du marché monétaire allemand se soient mis à fléchir. La raison de la fermeté de ce taux a été l'opinion plus optimiste des marchés des changes à l'égard du dollar, qui s'est traduite par l'apparition d'un déport de plus de 3% du deutsche mark. Au début du printemps, lorsque la confiance des marchés dans le dollar a commencé à s'affaiblir et que, de surcroît, les taux d'intérêt allemands baissaient rapidement, le taux de l'euro-deutsche mark est revenu à 9% environ. Par la suite, en dépit des fluctuations accentuées des taux de l'euro-dollar, l'euro-deutsche mark est demeuré près de ce niveau pour amorcer de nouveau, en novembre, un recul parallèle à celui des taux intérieurs allemands.

### **Le marché des euro-obligations**

La faiblesse générale des marchés des capitaux à long terme dans le monde en 1974 n'a pas épargné le marché des euro-obligations. Au contraire, ce dernier a été beaucoup plus sérieusement touché que la plupart des marchés nationaux des obligations, en partie parce qu'il ne pouvait pas compter sur un apport relativement régulier de ressources de la part des investisseurs institutionnels, en partie parce qu'il était vulnérable aux incertitudes monétaires, en partie enfin du fait de la concurrence du marché des euro-monnaies à laquelle il était exposé. Le volume total des nouvelles émissions, qui s'était déjà considérablement contracté en 1973, a encore baissé de 28%, pour se chiffrer à \$3,32 milliards, soit 48% seulement du niveau record de 1972.

Les raisons fondamentales du nouveau tassement des émissions ont, en grande partie, été les mêmes qu'en 1973. L'accélération de l'inflation, ainsi que le durcissement des politiques monétaires qui s'en est suivi, ont non seulement occasionné une baisse des cours des euro-obligations, mais ils ont également fait monter les taux d'intérêt à court terme bien au-delà des rendements des obligations. La crainte de pertes en capital et l'attraction exercée par la rémunération plus intéressante des dépôts en euro-monnaies ont, à certains moments, pratiquement tari l'approvisionnement du marché des euro-obligations en nouvelles ressources; qui plus est, les emprunteurs ont été peu enclins à s'endetter à long terme à taux d'intérêt fixe d'un niveau élevé, à un moment où les perspectives économiques dans le monde commençaient à paraître assez incertaines. En outre, le manque d'intérêt manifesté par les souscripteurs, ainsi que le coût élevé auquel les opérateurs devaient financer leur portefeuille, ont porté

**Emissions d'obligations internationales et étrangères placées  
ou non dans le public<sup>1</sup>**

Pays ou zone d'origine des emprunteurs	Années ou tri- mestres	Emissions internationales, par monnaies						Emissions étrangères sur les marchés nationaux <sup>2</sup>	
		Dollars EU	Autres monnaies				Total		dont: obli- gations conver- tibles <sup>3</sup>
			total	deutsche marks <sup>4</sup>	florins	autres			
en millions de dollars EU									
Europe occidentale	1972	1.310	1.310	510	250	550	2.620	130	590
	1973	1.090	960	550	160	250	2.050	180	960
	1974	420	1.000	380	370	250	1.420	—	1.310
	1975 I	250	1.180	820	190	170	1.430	—	600
Canada . . . . .	1972	20	340	270	—	70	360	—	1.140
	1973	30	170	170	—	—	200	—	1.010
	1974	380	60	—	—	60	440	—	1.960
	1975 I	130	—	—	—	—	130	—	570
Etats-Unis . . . . .	1972	1.770	260	90	80	90	2.030	1.070	240
	1973	710	110	50	10	50	820	360	500
	1974	110	—	—	—	—	110	—	80
	1975 I	—	30	—	30	—	30	—	—
Autres pays développés <sup>4</sup> . . . . .	1972	100	380	260	70	50	480	—	60
	1973	60	140	140	—	—	200	—	50
	1974	220	120	120	—	—	340	40	150
	1975 I	140	330	290	30	10	470	10	170
Reste du monde <sup>5</sup> . . . . .	1972	430	120	90	—	30	550	20	340
	1973	350	90	70	20	—	440	80	750
	1974	120	20	—	—	20	140	50	790
	1975 I	20	—	—	—	—	20	—	120
Organismes Internationaux . . . . .	1972	680	210	10	80	120	890	—	2.020
	1973	650	240	20	—	220	890	—	2.040
	1974	680	190	100	20	70	870	—	3.280
	1975 I	300	170	140	30	—	470	—	550
Total des émissions placées . . . . .	1972	4.310	2.620	1.230	480	910	6.930	1.220	4.390
	1973	2.890	1.710	1.000	190	520	4.600	620	5.310
	1974	1.930	1.390	600	390	400	3.320	90	7.570
	1975 I	840	1.710	1.250	280	180	2.550	10	2.010

<sup>1</sup> Sur la base des renseignements fournis par la BIRD et l'OCDE. <sup>2</sup> Y compris les «Schuldscheindarlehen» (emprunts matérialisés par des certificats de dette) non négociables, qui ne sont pas placés dans le public. <sup>3</sup> Y compris les obligations avec warrant détachable donnant à leurs porteurs le droit de souscrire à des actions. <sup>4</sup> Afrique du Sud, Australie, Japon, Nouvelle-Zélande. <sup>5</sup> Y compris les pays d'Europe de l'Est.

un nouveau coup aux transactions sur le marché secondaire. Comme il fallait s'y attendre, ces influences défavorables se sont exercées au plus haut point sur les émissions publiques, dont le volume a fléchi de plus de 50% pour revenir à \$1.560 millions, soit 30% seulement du niveau de 1972. De plus, la durée moyenne des échéances des titres offerts s'est considérablement rétrécie. Les placements privés se sont accrus de 24%, atteignant ainsi \$1.760 millions.

Malgré ce sombre tableau pour l'ensemble de 1974, la détente monétaire générale a entraîné une nette amélioration vers la fin de l'année et, pendant le premier trimestre de 1975, le marché des euro-obligations a opéré un redressement remarquable. Le retour à une structure plus normale des taux d'intérêt a permis au volume des

émissions publiques de se développer pour passer d'une moyenne mensuelle de \$80 millions pendant la période de six mois comprise entre mars et septembre 1974 à près de \$150 millions au cours du quatrième trimestre et à \$460 millions durant les trois premiers mois de 1975. De fait, le chiffre de \$1.370 millions d'emprunts publics lancés au premier trimestre de 1975 a presque rejoint le montant total des émissions de ce type effectuées en 1974. Les placements privés se sont montés à \$1.180 millions.

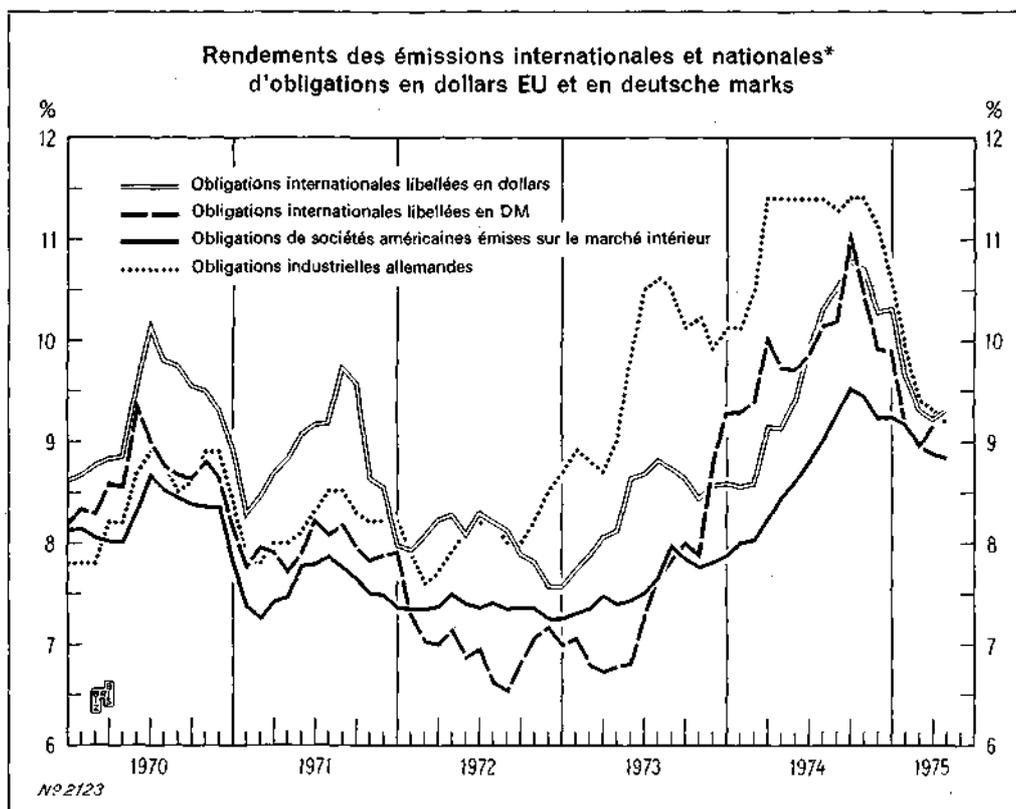
Deux autres événements ont marqué le marché des euro-obligations pendant la période sous revue. Le premier a été la suppression, aux Etats-Unis, des contrôles sur les sorties de capitaux. Cette décision s'est traduite par un arrêt quasi total des émissions pour compte d'entreprises américaines qui, jusqu'en 1972, avaient constitué la catégorie la plus importante d'emprunteurs sur le marché des euro-obligations. En revanche, la sévérité des conditions régissant l'accès au marché financier américain n'a pas réduit sensiblement le degré de dépendance de la plupart des catégories d'emprunteurs autres qu'américains vis-à-vis du marché des euro-obligations. En effet, mis à part les émissions du Canada, d'Israël et celles de la BIRD, seules deux émissions publiques ont été lancées en 1974 sur le marché américain par des emprunteurs étrangers.

Par suite de la faiblesse du marché des euro-obligations, les émissions d'obligations internationales par des emprunteurs d'Europe occidentale se sont repliées de \$2.050 millions à \$1.420 millions, mais leur part dans le total n'a pour ainsi dire pas changé. Les pays en voie de développement ont été pratiquement évincés du marché des euro-obligations, leurs emprunts revenant de \$440 millions à \$100 millions, alors que les institutions internationales sont parvenues à maintenir leurs recours à peu près au même niveau qu'en 1973.

Le second fait a été le renchérissement des prix du pétrole dont les répercussions les plus évidentes se sont exercées du côté de l'approvisionnement du marché. Les souscriptions accrues des pays exportateurs de pétrole ont été le principal soutien du marché en 1974 et ont contribué, dans une mesure importante, à la reprise remarquable des émissions au cours du premier trimestre de 1975. Le rôle des banques arabes dans les syndicats d'émission s'est accru et certains prêts ont été libellés en devises de pays arabes.

En ce qui concerne les monnaies dans lesquelles les nouvelles émissions ont été libellées en 1974, la part du dollar est tombée de 63 à 58% et celle du deutsche mark de 22 à 18%. Toutefois, en raison de la faiblesse de la devise américaine sur les marchés des changes et des perspectives relativement favorables d'évolution des taux d'intérêt à long terme sur le marché intérieur allemand, la part prise par le deutsche mark a regagné rapidement du terrain au cours des derniers mois de 1974 et s'est élevée à 49% pendant le premier trimestre de 1975, tandis que celle du dollar fléchissait à 33%. Etant donné le marasme des bourses de valeurs à revenu variable, la presque totalité des émissions internationales en 1974 s'est effectuée sous forme d'obligations non convertibles.

Le rendement des obligations internationales libellées en dollars est passé de 8½% au début de 1974 à un sommet de 10¾% à la fin de l'été, mais il s'est par la suite replié à 9¼% environ pendant le printemps de 1975. Le déport des rendements des euro-obligations par rapport aux taux des euro-dollars à court terme



\* Les taux de rendement des obligations américaines sont calculés à l'échéance finale et les autres à l'échéance moyenne.

(c'est-à-dire à trois mois) s'est résorbé au cours des deux premiers mois de 1974 mais, avec la hausse vertigineuse des taux de l'euro-dollar, il s'est fortement élargi pendant le printemps et a dépassé trois points en été. Toutefois, sous l'effet de l'assouplissement général des conditions monétaires, les taux de l'euro-dollar sont de nouveau, pendant l'automne, tombés au-dessous des rendements des euro-obligations et, en mai 1975, les rendements des obligations internationales libellées en dollars des Etats-Unis étaient supérieurs de trois points environ aux taux des euro-dollars à trois mois.

Contrairement aux émissions internationales, les émissions étrangères sur les marchés nationaux (y compris les placements privés) se sont considérablement accrues en 1974, progressant de 43% pour atteindre \$7.570 millions. Sur ce total, les plus gros montants émis ont été un emprunt de \$3.080 millions lancé par la BIRD dont \$2.150 millions ont été collectés dans les pays exportateurs de pétrole; un placement de \$1.960 millions effectué, pour la plus grande partie aux Etats-Unis, par le Canada et, enfin, un emprunt de \$560 millions émis par Israël et placé en totalité aux Etats-Unis. Pendant le premier trimestre de 1975, le volume des émissions étrangères sur les marchés nationaux a atteint le chiffre record de \$2.010 millions.

## 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 très actif dans l'exercice de ses fonctions 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.

La Banque a continué de participer, 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, Comité qui, généralement connu sous le nom de «Comité des Vingt», a disparu en juin 1974. Par la suite, la Banque a pris part, en qualité d'observateur, aux premières réunions du Comité intérimaire chargé de la réforme du système monétaire international, qui a été créé en octobre 1974 au sein du Conseil des gouverneurs du Fonds monétaire international.

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. Ces derniers sont normalement chargés de préparer les délibérations des gouverneurs des banques centrales; ils comprennent notamment le Comité des suppléants des gouverneurs, un groupe spécialisé dans les problèmes techniques soulevés par l'intégration monétaire (système de change de la Communauté, unité de compte monétaire européenne, etc.), un groupe chargé d'examiner périodiquement les conditions d'évolution de la masse monétaire dans les Etats membres ainsi que les problèmes soulevés par la coordination des politiques monétaires nationales, un groupe qui a pour objet de promouvoir l'harmonisation des instruments de la politique monétaire utilisés par les Etats membres (ce groupe est commun au Comité monétaire et au Comité des gouverneurs), un groupe chargé d'établir le statut du futur personnel du Fonds européen de coopération monétaire.

Ces comités et groupes ont tenu en 1974-75 des réunions régulières et nombreuses, qui ont eu lieu le plus souvent à Bâle. Leurs travaux ont conduit, dans plusieurs cas, à l'adoption de décisions ou à la préparation d'avis destinés aux Ministres des Finances des pays de la CEE; ils ont concerné en particulier le système de change de la

Communauté (fonctionnement, adaptation et association éventuelle de nouveaux pays tiers), le recyclage des capitaux (emprunts communautaires), l'unité de compte européenne, le problème de l'or, le fonctionnement des marchés des euro-monnaies.

La Banque a aussi assuré le secrétariat du Comité des règles et pratiques de contrôle des opérations bancaires institué par les gouverneurs du Groupe des Dix en décembre 1974. Eu égard aux perturbations survenues l'année dernière dans le système bancaire international, les gouverneurs ont demandé au Comité d'accorder une attention particulière à la nécessité de mettre en place, à l'échelle internationale, un système d'avertissement rapide.

Par ailleurs, la Banque a continué d'assumer 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 a également poursuivi la collecte, le contrôle et la diffusion de données statistiques sur le marché des euro-monnaies et a continué d'être associée à d'autres travaux effectués par le Groupe des Dix et par l'OCDE. Elle a notamment participé au Groupe de Travail qui a négocié l'accord, signé à Paris le 9 avril 1975, instituant le Fonds de soutien financier de l'OCDE. L'objet de ce Fonds est de fournir des crédits supplémentaires, dans des circonstances exceptionnelles, aux pays qui connaissent des difficultés économiques sérieuses. La Banque s'est déclarée prête à contribuer aux opérations du Fonds, à la fois en tant qu'Agent et en participant au financement, notamment par l'octroi de crédits aux banques centrales concernées, des contributions des pays membres aux prêts accordés par le Fonds.

Enfin, la Banque a continué d'assurer le secrétariat des experts informaticiens des banques centrales du Groupe des Dix en vue de développer l'échange d'informations entre banques centrales sur les matériels et les programmes informatiques et de leur prêter assistance dans les domaines connexes fort nombreux et variés. Pendant ces réunions d'experts, la plus grande attention a été apportée, entre autres, aux aspects techniques des normes concernant les procédures bancaires qui sont actuellement mises au point dans le cadre de l'Organisation internationale de normalisation et aux nouveaux développements survenus dans les domaines en évolution rapide de la commutation de messages et des systèmes électroniques de paiements internationaux, ainsi qu'aux implications de ces développements sur la politique suivie par les banques centrales. Ces experts ont élaboré une étude sur la sécurité et la fiabilité des systèmes électroniques de paiements internationaux. Il a été également décidé de créer une banque de données expérimentales à la BRI pour le stockage d'informations macro-économiques et macro-monétaires présentant un intérêt particulier pour les banques centrales. D'autres réunions ont eu lieu à Bâle et dans diverses banques centrales pour étudier un certain nombre de questions techniques, dont l'authentification des messages, les codes pour les opérations de paiements et autres procédures comptables internes connexes, ainsi que les normes applicables à l'échange d'informations entre banques centrales.

## 2. Opérations du Département bancaire

Le bilan de la Banque et le compte de profits et pertes au 31 mars 1975, 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 1975 s'établit à nouveau à un chiffre record pour une fin d'exercice, soit F 41.940.402.173  
contre, au 31 mars 1974, F 31.615.466.191

Il enregistre ainsi une augmentation de F 10.324.935.982  
— soit 33% du bilan — assez nettement supérieure, en chiffres absolus et relatifs, à celle de l'exercice antérieur (6.365 millions et 25%).

Il convient toutefois d'observer que près du dixième de la progression en cause est attribuable à l'appréciation de fait de certaines monnaies, et tout particulièrement du franc suisse.

### BRI: 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
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
1975 . . . . .	41.940	+ 10.325	+ 33

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 BRI, qui atteignait 1.091 millions de francs au 31 mars 1975 contre 1.014 millions au 31 mars 1974.

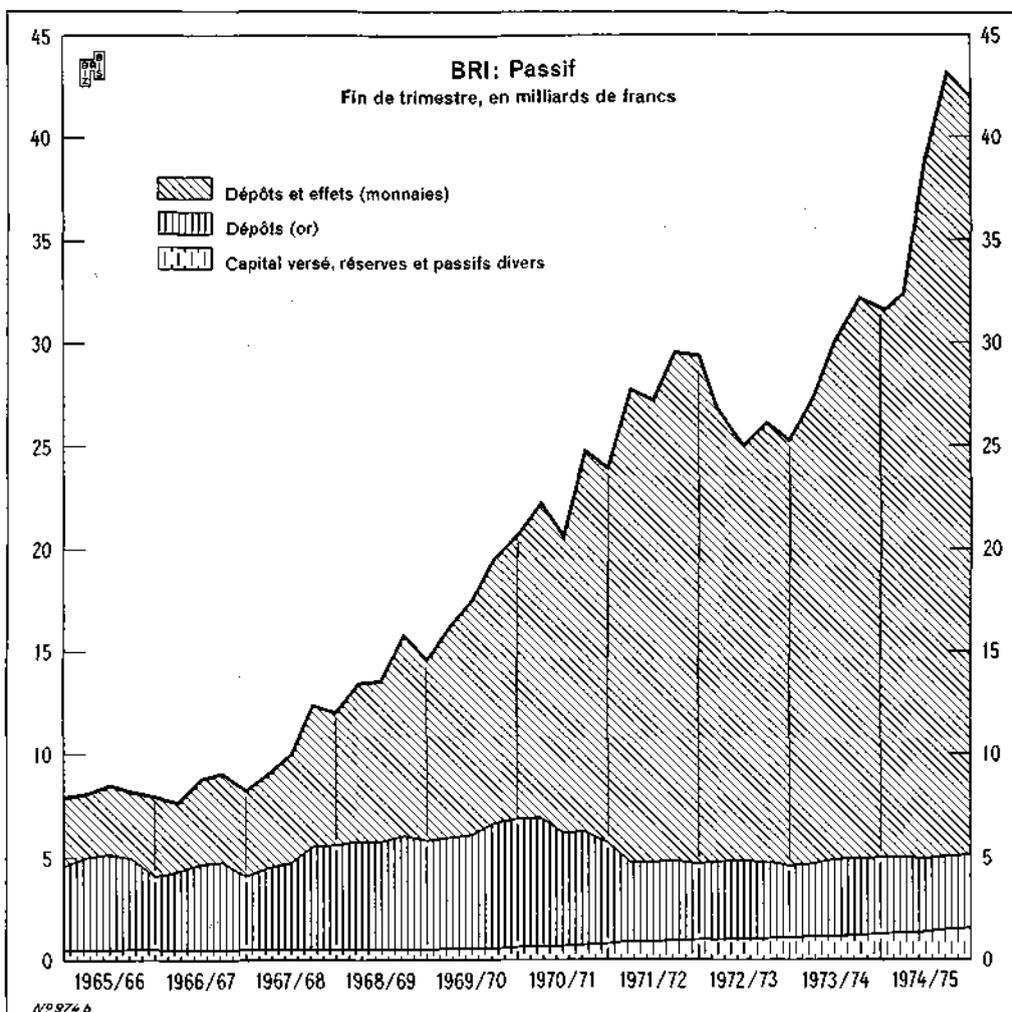
\* Dans le texte ci-après, l'expression « francs » (en abrégé F) signifiera francs or, sauf indications contraires. La conversion en francs or (unité de 0,29032258 . . . gramme d'or fin - article 4 des Statuts) des diverses monnaies figurant au bilan a été effectuée sur les bases suivantes: pour le dollar EU, sur la base de la parité officielle, soit 1 \$ EU = 0,736662 gramme 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 EU le 26 mars 1975 a été retenu.

PASSIF (COMPOSITION DES RESSOURCES)

**BRI: 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			
1966 . . . . .	151	7.449	282	7.862
1967 . . . . .	151	7.764	317	8.232
1968 . . . . .	170	11.548	323	12.041
1969 . . . . .	200	14.133	310	14.643
1970 . . . . .	463	20.060	176	20.699
1971 . . . . .	539	23.086	231	23.856
1972* . . . . .	754	28.401	207	29.362
1973* . . . . .	849	24.179	222	25.250
1974* . . . . .	967	30.378	270	31.615
1975* . . . . .	1.122	40.435	383	41.940

\*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; il n'a du reste pas varié depuis 1971, année au cours de laquelle il avait déjà atteint 10% du capital actuellement libéré, pourcentage maximum prévu par l'article 51 (1) des Statuts.

2) *Fonds de réserve générale,*  
après répartition du bénéfice net de 1974-75 F 371.447.193

contre 309,4 millions de francs, un transfert de 62 millions étant proposé par prélèvement sur le bénéfice en question; le renforcement ainsi envisagé de ce fonds est conforme 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'elle avait déjà atteint en 1973 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 1974-75 F 344.518.200

contre 251,5 millions de francs, l'affectation proposée par imputation sur ce bénéfice étant de 93 millions.

Après répartition du bénéfice net de 1974-75, les réserves totales de la Banque s'établissent ainsi à F 821.211.487  
contre 666,2 millions de francs en début d'exercice, soit un accroissement de 155 millions; il est rappelé que pour l'exercice précédent la progression de ces réserves avait été de 118 millions.

c) Le poste «Divers» se monte à F 265.671.759  
contre 140,5 millions de francs, soit une majoration de 125,2 millions.

d) Provision pour immeubles F 90.548.730  
contre 103,2 millions de francs; cette diminution de 12,7 millions résulte de dépenses encourues se montant à 28,8 millions et partiellement compensées par une différence de change de 16,1 millions.

e) Compte de profits et pertes, avant répartition F 182.063.281  
montant qui correspond au bénéfice net de l'exercice 1974-75; celui-ci atteint ainsi un chiffre record, en hausse de 37 millions de francs par rapport à celui de l'exercice précédent, qui s'établissait à 145,1 millions; la section 7 ci-après donne, pour le bénéfice 1974-75, les détails de la répartition proposée; selon celle-ci, dont il a déjà été fait mention à diverses reprises à propos de l'évolution des réserves, une somme de 27.063.281 francs - même montant que pour l'exercice antérieur - sera en particulier prélevée sur le bénéfice au titre du dividende payable le 1er juillet 1975.

### B. Fonds empruntés

Les tableaux ci-après indiquent l'origine, la nature et la durée des ressources empruntées par la Banque.

#### B R I: Fonds empruntés d'après leur origine

Origine	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1974	1975	
en millions de francs			
Dépôts des banques centrales . . .	28.809	38.861	+ 10.052
Dépôts des autres déposants . . .	1.017	909	- 108
Effets . . . . .	552	665	+ 113
<b>Total . . . . .</b>	<b>30.378</b>	<b>40.435</b>	<b>+ 10.057</b>

La progression des «Dépôts des banques centrales» est très prononcée et correspond pratiquement à l'accroissement de l'ensemble des fonds empruntés (+33%); elle porte principalement sur des dollars EU, qui sont de ce fait à l'origine de la majeure partie de l'augmentation du total du bilan.

Les deux autres postes enregistrent des fluctuations de modeste importance, qui se compensent pratiquement:

- fléchissement des «Dépôts des autres déposants» en raison surtout de remboursements de fonds à des banques commerciales;
- progression des «Effets» - tous libellés en francs suisses - qui provient uniquement de l'appréciation, en cours d'exercice, de cette monnaie exprimée en francs or.

Parmi ces trois catégories de fonds empruntés, la part prépondérante de la première - Dépôts des banques centrales - a continué à s'accroître (96% de l'ensemble).

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

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
	1974	1975		1974	1975		1974	1975	
en millions de francs									
A vue . . . . .	2.851	3.079	+ 228	147	365	+ 218	-	-	-
A 3 mois au maximum . . .	244	481	+ 237	22.691	29.197	+ 6.506	-	665	+ 665
A plus de 3 mois . . . . .	614	9	- 605	3.279	6.639	+ 3.360	552	-	- 552
<b>Total . . . . .</b>	<b>3.709</b>	<b>3.569</b>	<b>- 140</b>	<b>26.117</b>	<b>36.201</b>	<b>+ 10.084</b>	<b>552</b>	<b>665</b>	<b>+ 113</b>

En cours d'exercice, par rapport au total des ressources empruntées, le pourcentage des dépôts en or est tombé de 12 à 9%, alors que celui des dépôts en monnaies est passé de 86 à 89%.

#### a) Dépôts en or

F 3.568.515.858

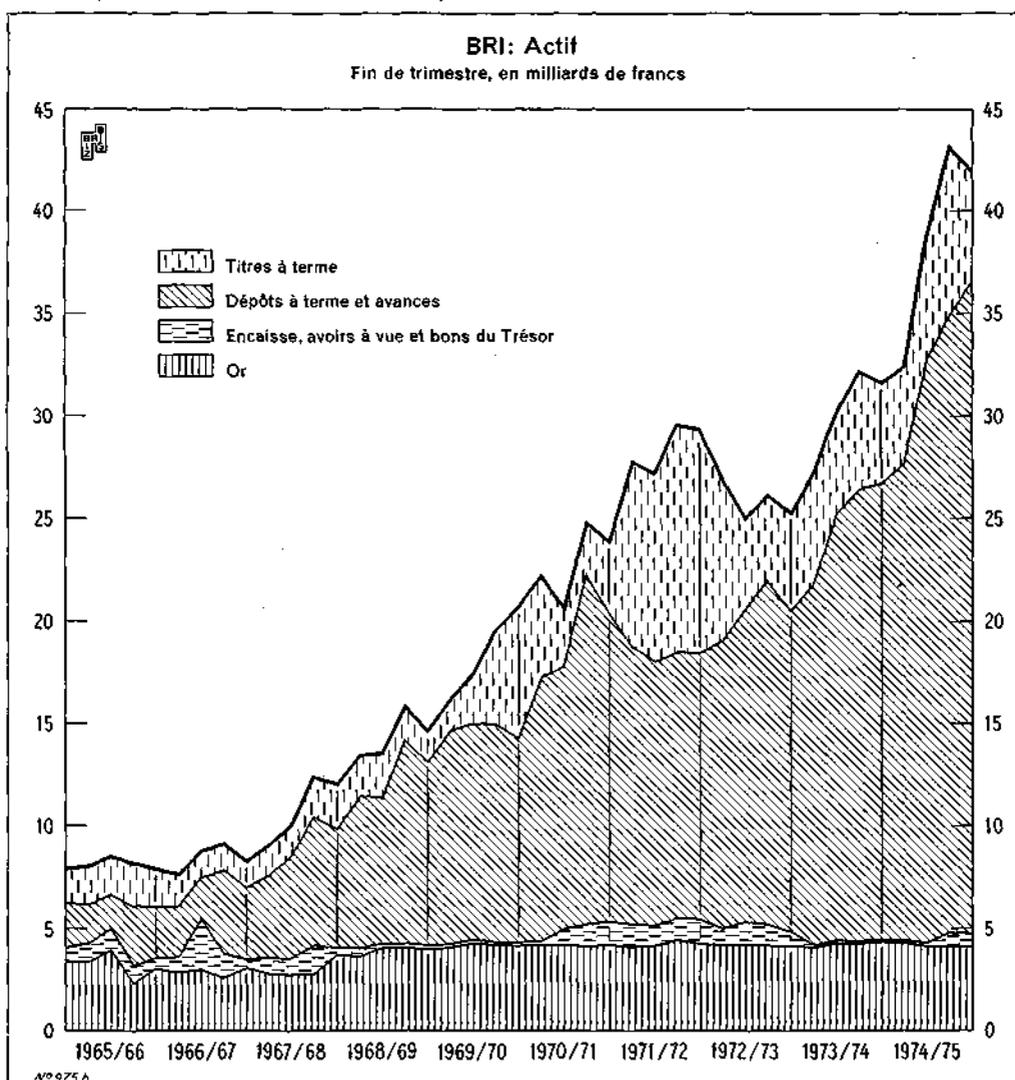
contre 3.709 millions de francs; la diminution ainsi accusée, soit 140 millions ou 4%, provient de retraits opérés par des banques centrales et efface, en grande partie, l'accroissement de 183 millions qui était apparu au cours de l'exercice précédent; les retraits en question ont porté sur des dépôts à plus de trois mois; le solde de la

diminution de ces derniers dépôts correspond soit à des reconversions en dépôts à vue, soit à des transferts à des dépôts à trois mois au maximum.

b) Dépôts en monnaies F 36.201.238.861  
contre 26.117 millions de francs, soit un accroissement de 10.084 millions (+39%); cette très forte expansion – qui approche le double de celle enregistrée lors de l'exercice précédent – se répartit pour près des deux tiers en fonds à trois mois au maximum et pour un tiers en fonds à plus de trois mois; on relève également une progression des fonds à vue, surtout sensible en valeur relative.

c) Effets F 665.449.072  
contre 552 millions de francs, l'augmentation de 113 millions étant exclusivement due – comme il a déjà été dit plus haut – à la hausse de valeur du franc suisse.

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	
	1974	1975		
	en millions de francs			
<b>Avoirs à vue</b>				
Or . . . . .	4.332		4.122	- 210
Monnaies . . . . .	47    4.379	87    4.209	+ 40	- 170
<b>Bons du Trésor</b>				
Monnaies . . . . .	8	515		+ 507
<b>Dépôts à terme et avances</b>				
Or . . . . .	71	104	+ 33	
Monnaies . . . . .	22.242    22.313	31.782    31.886	+ 9.540	+ 9.573
<b>Titres à terme</b>				
Monnaies . . . . .	4.899	5.143		+ 254
<b>Total</b>				
Or . . . . .	4.403	4.226	- 177	
Monnaies . . . . .	27.186    31.589	37.527    41.753	+ 10.341	+ 10.164

La répartition de ces actifs appelle les commentaires suivants:

a) Or F 4.121.836.539  
 - consistant uniquement en barres d'or - contre 4.332 millions de francs au 31 mars 1974; la diminution enregistrée, 210 millions, résulte des retraits cités plus haut de dépôts d'or, de l'utilisation d'or dans des opérations de swaps traités contre monnaies et de l'affectation de métal à des placements en or. D'autre part, il convient de remarquer que, comme le relève la note 3 figurant au bas du bilan, la fraction de l'encaisse-or faisant l'objet d'un nantissement est revenue, au cours de l'exercice, de 761 millions à 334 millions.

b) Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue F 86.656.247  
 contre 47 millions de francs, soit une progression de 40 millions.

c) Bons du Trésor F 515.658.921  
 contre 8 millions de francs; cet accroissement de 507 millions traduit la reprise d'achats par la Banque, à partir d'octobre 1974, de bons du Trésor.

Il est à noter que la progression totale enregistrée par les deux postes qui viennent d'être commentés couvre très largement celle des dépôts reçus à vue en monnaies.

d) Dépôts à terme et avances F 31.885.841.821  
 contre 22.313 millions de francs, soit une augmentation de 9.573 millions, qui constitue 93% de l'accroissement du total de l'actif.

L'élément exprimé en or passe de 71 millions à 104 millions, la Banque ayant placé de l'or sous forme de dépôts à terme, par prélèvement sur son encaisse comme il a été dit plus haut.

La rubrique en monnaies progresse de manière très sensible, de 22.242 millions à 31.782 millions, soit un accroissement de 9.540 millions, donc de près de moitié;

cet accroissement correspond à des placements additionnels – en dollars EU essentiellement – sur d'assez nombreux marchés, ainsi qu'à des facilités accordées à des banques centrales.

e) Titres à terme F 5.143.319.658  
 contre 4.889 millions, soit une augmentation de 254 millions; le gonflement modéré de ce portefeuille résulte en particulier d'achats d'effets émis sur un marché.

f) Divers F 187.088.986  
 contre 26 millions de francs; cette forte progression, de 161 millions, résulte essentiellement d'ajustements d'ordre comptable, rendus nécessaires par le fait que certains swaps sur or ont été traités à des prix dérivés de ceux du marché.

Le tableau ci-après donne la répartition, d'après leur *durée*, des dépôts à terme et avances, ainsi que des titres à terme:

**BRI: Dépôts à terme et avances, titres à terme, d'après leur durée**

Durée	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1974	1975	
	en millions de francs		
A 3 mois au maximum . . . . .	21.967	27.546	+ 5.579
A plus de 3 mois . . . . .	5.235	9.483	+ 4.248
Total . . . . .	27.202	37.029	+ 9.827

Ce tableau fait apparaître que les encours des deux périodes qui y sont reprises ont augmenté de façon assez comparable en chiffres absolus.

**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 39.521.613  
 contre un solde de 3 millions de francs, soit une progression de 37 millions du début à la fin de l'exercice. Ce mouvement est dû à la conclusion – déjà citée à propos de l'actif, point a) – de swaps or (racheté à terme) contre monnaies.

\* \* \*

Au cours de l'exercice social 1974-75, l'activité opérationnelle a continué à évoluer parallèlement à celle du bilan et du bénéfice; elle a, de ce fait, atteint un niveau particulièrement élevé.

**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 1974-75 a été clos le 1er juin 1975. Les intérêts au titre de l'exercice se montent à l'équivalent d'environ 27,7 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 1974-75 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.

**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 1973-74	1974-75	
allemande . . .	DM	14.509.000	3.308.000	295.000	10.906.000
américaine . . .	\$	67.019.000	16.239.000	1.662.000	49.118.000
belge . . . . .	FB	202.869.000	47.447.000	4.527.000	150.895.000
britannique . . .	£	20.665.500	4.799.400	486.900	15.379.200
française . . . .	FF	501.834.000	117.812.000	11.857.000	372.165.000
néerlandaise . . .	FL	52.578.000	12.065.000	1.195.000	39.326.000
suédoise . . . . .	KRS	92.780.000	21.763.000	2.293.000	68.724.000
suisse . . . . .	FS	58.393.000	13.463.000	1.264.000	43.666.000

\*Valeur d'amortissement au 1er mai 1975, 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 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. En ce qui concerne la question plus récente de savoir si la garantie de change est applicable lorsque des monnaies d'émission de l'Emprunt Young subissent des modifications importantes de leur valeur de change - par suite de l'adoption de taux de change flottants ou de taux centraux - sans qu'il en résulte une modification officielle de leur parité, la Banque, en tant que Mandataire, a attiré l'attention des gouvernements des pays d'émission des tranches de l'Emprunt sur ce problème et leur a demandé de l'étudier et de faire tout ce qui est en leur pouvoir pour parvenir à une solution convenable.

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 1973	1974	
américaine . . .	\$	1.667.000	1.192.000	101.000	374.000
anglo-néerlandaise	£	856.600	591.400	49.300	215.900
suisse . . . . .	FS	7.102.000	4.319.000	404.000	2.379.000

#### 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

Séries de titres garantis	Date de l'émission	Pays d'émission	Bailleurs de fonds	Montant initial des emprunts	Montant non remboursé au 1er avril 1975	Taux d'intérêt %	Année de la dernière échéance ou du remboursement	
1 <sup>re</sup>	1954	Etats-Unis	Gouvernement des Etats-Unis	\$ 100.000.000	30.700.000	3 1/2	1979	
2 <sup>e</sup>	1955	Belgique	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Bruxelles	FB 200.000.000	84.800.000	3 1/2	1982	
3 <sup>e</sup>	1955	Allemagne	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf <sup>1</sup>	DM 50.000.000	14.969.800	3 1/2	1981	
4 <sup>e</sup>	1955	Luxembourg	Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg	FB 20.000.000	8.480.000	3 1/2	1982	
				FLUX 5.000.000	—	3 1/2	1961	
5 <sup>e</sup>	1958	Sarre	Landesbank und Girozentrale Saar, Sarrebruck	DM 2.977.450 <sup>2</sup>	598.467	4 1/2	1977	
6 <sup>e</sup>	1956	Suisse	Emission publique	FS 50.000.000	—	4 1/2	1974	
7 <sup>e</sup>	1957	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	—	5 1/2	1975	
8 <sup>e</sup>				Emission publique	\$ 7.000.000	—	5	1962
9 <sup>e</sup>				Prêts bancaires	\$ 3.000.000	—	5	1962
10 <sup>e</sup>	1957	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	51.307.036	5 1/2	1982	
11 <sup>e</sup>	1958	Etats-Unis	Emission publique	\$ 35.000.000	9.700.000	5	1978	
12 <sup>e</sup>				Emission publique	\$ 15.000.000	—	4 1/2	1963
13 <sup>e</sup>	1960	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	10.150.000	5 1/2	1980	
14 <sup>e</sup>				Emission publique	\$ 3.300.000	—	4 1/2	1963
				Emission publique	\$ 3.300.000	—	4 1/2	1964
				Emission publique	\$ 3.400.000	—	5	1965
15 <sup>e</sup>	1961	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	65.359.012	5 1/2	1986	
16 <sup>e</sup>	1961	Pays-Bas	Emission publique	FL 50.000.000	23.200.000	4 1/2	1981	

<sup>1</sup> Les bailleurs de fonds d'origine, à savoir la Rheinische Girozentrale und Provinzialbank et la Landesbank für Westfalen Girozentrale, ont fusionné à dater du 1er janvier 1969 pour former la Westdeutsche Landesbank Girozentrale.  
<sup>2</sup> Cet emprunt, qui a été contracté en francs français, a été converti en deutsche marks en 1959. Le montant initial était de 350.000.000 d'anciens francs français.

Au cours de l'exercice 1974-75, les sommes reçues par la Banque pour le service des emprunts garantis se sont élevées à l'équivalent d'environ 10 millions de francs au titre des intérêts et d'environ 41 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 178 millions de francs.

### **5. La Banque comme Agent du Fonds européen de coopération monétaire**

La Banque a continué d'exercer les fonctions d'Agent du Fonds européen de coopération monétaire qu'elle remplit depuis le 1er juin 1973. Ce nouvel organe communautaire, qui a été institué le 6 avril 1973 par les Etats membres de la Communauté économique européenne, n'est encore qu'au premier stade de son fonctionnement. De ce fait, les tâches de son agent technique sont restées limitées au domaine comptable et elles consistent essentiellement pour la Banque à tenir les comptes du Fonds dans lesquels sont enregistrés :

- les dettes et créances à l'égard du Fonds des banques centrales de la CEE participant au «serpent», qui résultent des interventions que ces institutions effectuent en monnaies de pays membres pour maintenir la marge fixe de 2,25% ;
- les règlements périodiques, en règle générale à la fin du mois suivant les interventions, de ces dettes et créances ;
- les opérations réalisées dans le cadre du soutien monétaire à court terme.

Au cours du dernier exercice, comme durant l'exercice 1973-74, les banques centrales concernées qui ne sont plus que quatre depuis le 20 janvier 1974, ont été tour à tour débitrices et créancières. Toutefois, ces mouvements en sens inverse n'ont pas été d'égale ampleur et leur incidence a considérablement varié d'un pays à l'autre, en fonction de la dimension de l'économie de chaque pays intéressé et de la position de ses réserves de change.

Dans l'ensemble, les montants enregistrés par le Fonds au titre des interventions ont été nettement moins élevés qu'en 1973-74, en raison notamment de la réduction du nombre des monnaies participant au «serpent» et du recours plus important qu'auparavant, par les banques centrales, à des interventions en dollars qui ne sont pas comptabilisées par le Fonds. Cette évolution s'est traduite pour l'Agent du Fonds par une certaine diminution du volume des diverses opérations comptables auxquelles il procède.

### **6. Modification des articles 51 et 52 des Statuts de la Banque**

Le Conseil d'administration a décidé, dans sa séance du 13 mai 1975, de convoquer pour le 8 juillet 1975 une Assemblée générale extraordinaire, en vue de procéder à la révision des articles 51 et 52 des Statuts. Le Conseil a été amené à proposer cette révision en raison des développements intervenus sur le plan monétaire international au cours des dernières années.

Aux termes de l'article 4 des Statuts, le capital de la Banque est libellé en francs or\* correspondant à un certain poids de métal, et l'article 51 des Statuts détermine

\* Pour plus de clarté, l'abréviation de francs or en «francs» n'a pas été utilisée dans cette section.

le montant du dividende en pourcentage du capital versé. Etant donné que le dividende annuel ne peut dépasser 9% du capital versé, comprenant un dividende de 6% ayant priorité sur toute autre répartition de bénéfices nets et un dividende supplémentaire de 3% au maximum, le dividende susceptible d'être distribué pour un exercice donné est, au plus, de 56,25 francs or par action.

C'est ce montant en francs or qui doit être converti en monnaie de règlement — traditionnellement en francs suisses — pour être versé aux actionnaires.

Si cette méthode de détermination du dividende s'écarte de la pratique courante des sociétés, celles-ci fixant en général leur dividende sur la base des bénéfices nets de l'exercice écoulé, il n'en est résulté, cependant, aucun problème important jusqu'en 1970. Depuis lors, bien que le dividende déclaré en francs or ait toujours représenté le montant maximum autorisé par les Statuts, la somme versée aux actionnaires a subi des variations sensibles par suite des réajustements de taux de change et, en particulier, des modifications successives du prix officiel de l'or aux Etats-Unis. De plus, il est devenu de plus en plus difficile d'assurer aux actionnaires une rémunération équitable de leur part de capital, alors que l'accroissement des bénéfices de la Banque aurait permis, en l'absence des limites imposées par l'article 51, alinéas 2 et 3, des Statuts, le versement d'un dividende plus important.

Certes, la question changerait d'aspect si le prix officiel de l'or était soit relevé, soit aboli; elle ne serait cependant pas résolue pour autant. Etant donné que les bénéfices de la Banque sont essentiellement réalisés en devises, ils subiraient, en termes de francs or, une contraction inversement proportionnelle à toute majoration du prix du métal. Compte tenu du caractère prioritaire conféré au dividende de 6% par l'article 51, alinéa 2, des Statuts, il pourrait en résulter que le solde restant disponible pour allocation aux réserves soit insuffisant, voire inexistant. La croissance des activités de la Banque risquerait de s'en trouver compromise.

Le Conseil d'administration a décidé qu'il convenait de mettre un terme à cette situation peu satisfaisante en modifiant l'article 51 et, accessoirement, l'article 52 des Statuts, de manière à écarter la notion d'un dividende statutairement lié au capital versé et à élargir les conditions d'alimentation et d'emploi du Fonds spécial de réserve de dividendes. La détermination du dividende soumis à l'approbation de l'Assemblée générale serait ainsi laissée à l'appréciation du Conseil, ce qui permettrait de verser aux actionnaires une part de bénéfices mieux appropriée aux circonstances. En outre, les dispositions limitant actuellement les affectations de bénéfices nets au Fonds spécial de réserve de dividendes seraient retranchées, et le Conseil disposerait, en formulant sa recommandation à l'Assemblée générale au sujet du dividende, d'une plus grande latitude pour recourir en cas de besoin au Fonds spécial de réserve de dividendes.

Ces mesures devraient permettre à la Banque d'assurer aux actionnaires une rémunération équitable et d'une certaine constance, même en présence de résultats inégaux, sans négliger pour autant ses impératifs en matière de fonds propres, eu égard à la croissance de ses activités et au développement de son bilan.

Les modifications proposées, si elles sont approuvées par l'Assemblée générale extraordinaire du 8 juillet 1975, ne pourront entrer en vigueur que lorsqu'elles auront

reçu l'approbation du gouvernement suisse, agissant en accord avec les autres gouvernements liés par la Convention de 1930 concernant la Banque.

Vu l'importance de la réforme envisagée, il a paru indiqué de donner aux actionnaires privés – c'est-à-dire à ceux n'ayant pas qualité de banque centrale et ne pouvant, dès lors, aux termes de l'article 14 des Statuts, prendre part aux Assemblées générales – la possibilité, s'ils le désirent, de se dessaisir de leurs titres dans des conditions équitables. C'est ainsi qu'une offre de rachat sera soumise à ces actionnaires par la Banque, agissant au nom d'un consortium de banques centrales, aussitôt après approbation, par l'Assemblée générale extraordinaire du 8 juillet 1975, des amendements statutaires précités. Elle sera valable durant trois mois à compter de cette date. Le prix offert, qui a été fixé à FS 3.100 par action (ex dividende), sera le même pour tous les titres se trouvant dans le public, quelle que soit la tranche à laquelle ils appartiennent.

### **7. Bénéfice net et répartition**

Les comptes du quarante-cinquième exercice clos le 31 mars 1975 accusent un excédent net d'exploitation de 187.622.476 francs contre 168.212.066 francs pour l'exercice précédent et 136.048.276 francs pour l'exercice 1972-73. Cette augmentation considérable est surtout due au fait que la Banque a traité, pendant l'exercice écoulé, un volume de fonds sensiblement plus élevé et qu'elle a détenu en monnaies une plus grande part de fonds propres.

Le Conseil d'administration a décidé de transférer 5.559.195 francs à la «Provision pour frais d'administration exceptionnels»; il n'y a pas, cette année, d'affectation à la «Provision pour immeubles». A la suite de ce transfert, le bénéfice net atteint 182.063.281 francs, contre 145.063.281 francs pour l'exercice précédent et 122.063.281 francs pour l'exercice 1972-73. 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 182.063.281 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 62.000.000 de francs est transférée au «Fonds de réserve générale»;
- 4) une somme de 93.000.000 de francs, représentant le reliquat du bénéfice net disponible, 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 1975 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 20 juin 1975.

Dans l'intérêt des actionnaires, le Conseil d'administration a décidé, à sa séance du 11 mars 1975, qu'en raison de la persistance d'un écart important entre le cours du franc suisse sur le marché et sa parité-or officielle, le dividende sera une fois encore converti en francs suisses sur la base de la parité-or officielle du franc suisse à la clôture de l'exercice, soit FS 1=0,217 592 5926 gramme d'or fin. Le dividende versé sera donc de 75,05 francs suisses par action, soit le même montant que l'année dernière. Cette méthode de conversion du dividende en francs suisses se traduisant par une perte de change pour la Banque, une provision de 9.222.082 francs a été constituée, par prélèvement sur les revenus de la Banque au titre de l'exercice 1974-75, pour couvrir le montant qui vient s'ajouter à la somme de 27.063.281 francs figurant à la rubrique dividende du bilan et du compte de profits et pertes au 31 mars 1975.

#### **8. Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction**

En juin 1974, M. Bernard Clappier a succédé à M. Olivier Wormser au poste de Gouverneur de la Banque de France, devenant ainsi administrateur d'office à la place de M. Wormser. A la séance du Conseil tenue le 9 juillet 1974, le Président a exprimé les remerciements et la reconnaissance de tous les membres du Conseil pour les services éminents que M. Wormser a rendus à la BRI au cours de son mandat qui a duré plus de cinq ans.

Le Président a fait savoir au Conseil, à sa séance du 9 juillet 1974, que conformément aux articles 27(2) et 28 des Statuts, M. Gordon W.H. Richardson, Gouverneur de la Banque d'Angleterre, avait nommé Lord O'Brien of Lothbury, pour occuper le poste devenu vacant au Conseil par suite de la démission de M. Michael J. Babington Smith, et ce, jusqu'à la fin de la période non expirée du mandat de ce dernier, à savoir jusqu'au 6 mai 1975. Conformément à l'article 27 (2) des Statuts, Lord O'Brien a été nommé de nouveau au poste d'administrateur par M. Richardson en avril 1975.

A la séance du Conseil tenue le 12 novembre 1974, le Président a annoncé que M. Clappier avait désigné comme suppléants M. Marcel Théron à la place de M. André de Lattre, celui-ci ayant été nommé Président-Directeur Général du Crédit National, et M. Gabriel Lefort à la place de M. Henri Koch. Le Président a remercié MM. de Lattre et Koch pour les précieux services qu'ils ont rendus à la Banque.

Lors de sa séance du 20 janvier 1975, le Conseil a pris connaissance avec un très grand regret de la décision du Dr Donato Menichella, annoncée par le Président, de renoncer à son mandat d'administrateur à partir du 31 décembre 1974. Le Président a rendu hommage aux éminents services que le Dr Menichella a rendus à la Banque et à la coopération entre banques centrales pendant son mandat d'une durée exceptionnelle de près de trente années.

A cette même séance, le Président a annoncé que le Dr Guido Carli, Gouverneur de la Banque d'Italie, avait nommé le Dr Paolo Baffi membre du Conseil pour suppléer à la vacance due à la démission du Dr Menichella. Cette nomination vaut, conformément aux articles 27(2) et 28 des Statuts, pour la période non expirée du mandat du Dr Menichella, à savoir jusqu'au 7 novembre 1975. Le Président a également fait

savoir au Conseil que le Dr Carli avait désigné le Dr Rinaldo Ossola pour être son suppléant à la place du Dr Baffi. Il a exprimé au Dr Baffi la gratitude de la Banque pour ses précieux services en qualité de suppléant pendant plus de quatorze ans.

Fin février 1975, M. Cecil de Strycker a succédé à M. Robert Vandeputte au poste de Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, devenant ainsi administrateur d'office à la place de M. Vandeputte. Lors de la séance du 11 février 1975, le Président a remercié M. Vandeputte, au nom de tous les membres du Conseil, pour les éminents services qu'il a rendus à la Banque au cours de son mandat qui a duré plus de quatre ans.

M. Krister Wickman, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 31 mars 1975, a été réélu à ce poste, conformément à l'article 27(3) des Statuts, à la séance du Conseil tenue le 11 mars 1975, pour une nouvelle période de trois ans qui prendra fin le 31 mars 1978.

Le Dr Henri Guisan, entré à la BRI en 1941 et Conseiller juridique de la Banque depuis 1955, s'est démis de ses fonctions fin septembre 1974. A la séance du Conseil du 10 septembre 1974, le Président a remercié le Dr Guisan, au nom de tous les membres du Conseil, pour le grand talent et les remarquables qualités professionnelles qu'il n'a cessé de montrer dans l'exercice de ses importantes et précieuses fonctions pour la Banque. A cette même séance, le Conseil a nommé le Prof. Dr F. E. Klein Conseiller juridique et Directeur à compter du 1er octobre 1974; le Professeur Klein était Conseiller juridique Adjoint depuis 1968.

A la séance du Conseil de septembre 1974, le Dr Antonio d'Aroma, qui était Secrétaire Général de la Banque depuis 1962, a été nommé Directeur Général Adjoint et le Dr Günther Schleiminger, de la Deutsche Bundesbank, a été nommé Secrétaire Général. Ces deux nominations ont pris effet au 1er janvier 1975.

Le 31 mars 1975, le Dr Karl Schmid, Directeur Adjoint, qui avait eu successivement la responsabilité des Sections UEP, AME et comptable, a pris sa retraite après plus de dix-huit ans de bons et loyaux services.

\* \* \*

La Banque a appris avec un profond regret le décès de M. Roger Auboin, survenu le 16 octobre 1974, et celui du Dr Raffaele Pilotti le 30 août 1974. M. Auboin avait été Directeur Général de la Banque de 1938 à 1958, date à laquelle il a pris sa retraite. Le Dr Pilotti avait été Secrétaire Général depuis la fondation de la Banque en 1930 jusqu'à son départ en retraite en 1951.

## CONCLUSION

Les pays industriels connaissent actuellement la récession la plus grave et la plus étendue de l'après-guerre. Le mouvement de recul s'est déclenché brutalement au début de l'année dernière en raison du choc qu'a subi la demande dans le secteur de l'automobile et dans les industries connexes du fait de la soudaineté de la crise du pétrole. Les Etats-Unis, le Japon, l'Allemagne fédérale et le Royaume-Uni ont été les premiers touchés. Si, jusqu'au milieu de l'année 1974, la récession est demeurée modérée et sélective, elle s'est bientôt généralisée tout en s'accroissant. En Italie et en France, de même que dans de nombreux pays de plus petites dimensions, la courbe d'activité s'est infléchie vers le bas et, dans les quatre plus grands pays, la baisse de la production s'est nettement accélérée par suite de l'atonie ou de l'essoufflement de la plupart des composantes de la demande finale.

La question clé que pose l'analyse de la crise actuelle est de savoir la raison pour laquelle la récession a été beaucoup plus sévère que lors des précédentes phases de ralentissement de la période d'après-guerre. On peut citer quatre causes principales :

1) La hausse massive du prix du pétrole. Ce relèvement a d'abord entraîné dans l'industrie automobile une contraction de la demande nettement plus prononcée que lors des précédentes récessions; de nombreux acheteurs potentiels ont en effet renoncé à leur projet par suite de l'accroissement du coût d'utilisation des véhicules à moteur et des incertitudes qui planaient sur l'approvisionnement futur en carburant. D'autres secteurs de la demande tributaires du pétrole, tels que les transports aériens, ont été également touchés. En second lieu, étant donné que la demande de produits pétroliers est assez peu élastique, le renchérissement considérable de ces derniers a accaparé une fraction du pouvoir d'achat au détriment d'autres catégories de dépenses de consommation.

2) L'intensité de l'inflation. En 1973 comme en 1974, la hausse des prix et des salaires a été exceptionnellement rapide. Elle a été déclenchée, à l'origine, par la flambée des cours des matières premières, imputable aux difficultés d'approvisionnement qui sont survenues en période de forte demande; elle s'est trouvée en outre renforcée par les impulsions spéculatives engendrées par l'effondrement du système des taux de change. De surcroît, au moment où les pressions exercées par le coût des matières premières se sont atténuées, l'inflation s'est encore aggravée sous l'effet de la hausse des prix du pétrole, de la vague de revendications de salaires et de l'envolée des prix des produits industriels, et cela malgré l'apparition de signes de ralentissement de la demande finale globale. Cette inflation virulente a accentué la récession en amputant de diverses manières la demande réelle. Dans la plupart des pays, les répercussions sur le volume des dépenses en capital fixe des entreprises et sur les dépenses réelles de diverses branches du secteur public ont été plus sévères qu'au cours des précédentes récessions. Chez certains, on a même constaté une compression des dépenses réelles de consommation, en dépit de la hausse des salaires nominaux.

3) La simultanéité du recul d'activité. Dans la plupart des pays industriels, les phénomènes récessionnistes sont apparus en même temps, alors que cette coïncidence avait été moins marquée précédemment. En conséquence, rares ont été les pays dans lesquels la poursuite de l'expansion permettait d'atténuer l'ampleur du fléchissement quasi généralisé de la demande. De ce fait, la concordance des points d'inflexion du cycle a encore amplifié le recul d'activité par ses répercussions défavorables sur le volume du commerce mondial.

4) L'action fortement restrictive des politiques de stabilisation. En présence de taux d'inflation deux ou trois fois plus élevés qu'auparavant, les autorités monétaires ont appliqué de sévères mesures restrictives. Dans certains pays clés, l'expansion de la masse monétaire a été maintenue au-dessous du rythme d'accroissement du produit national brut à prix courants, et les taux d'intérêt sont montés en flèche pour s'établir à des niveaux records, tant sur les marchés intérieurs qu'internationaux. Les dépenses susceptibles d'être différées ont été freinées plus brutalement que de coutume par le coût élevé du loyer de l'argent; de plus, la construction résidentielle a subi une contraction draconienne dont les causes ne sauraient être attribuées uniquement à la réduction de l'offre ni au coût élevé des ressources hypothécaires.

La gravité de la récession a fait les délices des experts en matière de politique de stabilisation et la rigueur du resserrement monétaire n'a notamment pas trouvé grâce à leurs yeux. Les mesures restrictives devaient inévitablement exercer un effet restrictif, et il est trop facile d'imaginer qu'elles ont aggravé la récession de façon inattendue.

Mais, que fallait-il faire? L'inflation avait déjà atteint un rythme alarmant et elle continuait de s'accélérer en dépit du plafonnement, voire de la réduction, de la demande globale. Les tentatives faites ici et là pour appliquer une politique des revenus n'ont guère été convaincantes. Bien plus, là où l'application de contrôles rigoureux des prix ne s'est pas accompagnée, au niveau des autorités, de la même rigueur en matière de salaires, ce sont les entreprises qui s'en sont durement ressenties, comme en Grande-Bretagne et aux Pays-Bas. Cette situation n'est pas le simple reflet des relations mécanistes de la théorie quantitative de la monnaie. En fait, loin d'être entièrement imputable à l'expansion de la masse monétaire, la poussée d'inflation a été déclenchée en premier lieu par la hausse des prix des produits de base et, en second lieu, par le renchérissement du pétrole. Puis, au début de 1974, la fièvre s'est communiquée aux prix des produits industriels et aux salaires. Une mentalité inflationniste s'est peu à peu développée et la croyance en une dépréciation continue de la monnaie s'est largement répandue, aucun groupe social n'étant cependant disposé à se sacrifier au bien commun. Dans ces conditions, les autorités monétaires se sont attachées en priorité à juguler l'inflation; elles n'avaient d'ailleurs pas le choix; si elles avaient attendu que la situation se corrige d'elle-même, elles se seraient rendues coupables de ne pas tenir assez compte de l'expérience passée, qui n'a que trop souvent prouvé le contraire.

Ces efforts ont-ils été couronnés de succès? Il est certain que, dans la plupart des pays, le taux d'inflation a considérablement diminué et que l'atmosphère de fièvre s'est peu à peu apaisée. On peut évidemment arguer que le ralentissement du boom

des matières premières était inéluctable et que la flambée des prix pétroliers revêtait un caractère exceptionnel. Il n'est cependant pas certain que ce phénomène serait demeuré exceptionnel sans l'atténuation sensible de la demande. Il n'est pas évident non plus que le renversement de tendance des prix des produits de base se serait poursuivi en l'absence d'une modification radicale du climat économique. Parmi les résultats positifs, on peut encore citer la stabilisation, voire la baisse, des prix de gros dans de nombreux pays, le rétablissement, sur le plan industriel, de relations de concurrence plus normales en matière de prix et la décélération générale du mouvement de hausse des prix à la consommation. Les performances sont moins brillantes en ce qui concerne les négociations salariales, bien que l'ampleur des relèvements se soit également atténuée. L'Allemagne fédérale fournit l'exemple le plus frappant et pourtant, dans ce pays, c'est surtout l'attitude résolue des dirigeants qui a permis de limiter à 6,5% environ la majoration des salaires lors du renouvellement des conventions collectives au début de cette année. Quoiqu'il en soit, la poussée des salaires se poursuit dans un environnement profondément récessionniste et il ne se passe pratiquement pas une semaine sans que des grèves éclatent dans tel ou tel pays, touchant des secteurs industriels fortement déprimés.

Au Royaume-Uni, il y a eu un certain nombre de signes de net relâchement; les revendications salariales dépassent 30%, taux nettement plus élevé que l'indice des prix. Les salariés britanniques sont intimement convaincus que les augmentations de salaires doivent au moins être égales à la hausse du coût de la vie, et il leur importe peu que l'inflation des prix soit en partie importée, que la demande de moyens monétaires débouche sur un déficit de la balance des paiements ou que la pression exercée sur les bénéfices par les coûts provoque une paralysie des dépenses d'investissement. Il ne fait cependant aucun doute que le volume de la consommation va devoir être comprimé, et la masse des travailleurs sera bien obligée de porter sa part du fardeau. Il reste à savoir dans quelle mesure cette compression se traduira par une extension du chômage et quelle sera l'ampleur des pressions financières que devra subir le secteur des entreprises.

Etant donné que la situation dans les pays industriels présente encore certains aspects inflationnistes et qu'il sera nécessaire de procéder à des ajustements structurels dans l'utilisation des ressources réelles, les perspectives ne sont guère optimistes pour le moment. Les Etats-Unis et l'Allemagne fédérale ont de nouveau orienté leur politique dans un sens expansionniste; s'il est probable qu'une reprise d'activité ne tardera pas à se manifester aux Etats-Unis, le revirement risque de se produire plus tardivement en Allemagne. D'autres pays ont également adopté des mesures de relance, encore qu'ils l'aient fait avec une certaine prudence; quelques uns enfin, comme le Royaume-Uni, continuent d'appliquer des restrictions. Il ne semble donc pas qu'il faille s'attendre à une reprise rapide et vigoureuse; au demeurant, même si elle se produisait, on n'est pas sûr de pouvoir la maîtriser sans dommage.

Sur le plan des paiements internationaux, le quadruplement du prix du pétrole a provoqué dans la plupart des pays l'apparition de déséquilibres records. Le solde positif de la balance des opérations courantes des pays exportateurs de pétrole est passé de \$5 milliards environ en 1973 à \$70 milliards l'an dernier, et leurs excédents de réserves se sont élevés à \$55 milliards. La situation des paiements courants des

pays de l'OCDE s'est soldée par un déficit de \$33 milliards et celle des pays en voie de développement non exportateurs de pétrole par un solde négatif de \$25 milliards environ, contre \$8 milliards un an auparavant.

Les déséquilibres ne sont cependant pas restés statiques: les importations des pays de l'OPEP ont connu une expansion très vive, alors que la demande de pétrole s'est contractée sous l'effet de son renchérissement, de la clémence de l'hiver et de l'accentuation de la récession. L'excédent des pays de l'OPEP a, estime-t-on, fléchi d'un tiers environ pendant les trois premiers mois de 1975 par rapport au chiffre trimestriel record de près de \$17,5 milliards atteint l'an dernier. Certains pays industriels ont considérablement amélioré leur position commerciale entre le premier et le second semestre de 1974; au cours du premier trimestre de 1975, la plupart d'entre eux se trouvaient dans une situation nettement meilleure, bien qu'ils aient encore fait ressortir des excédents et des déficits non pétroliers importants. En revanche, les pays en voie de développement non producteurs de pétrole ont vu s'aggraver leur déficit, car ils n'ont pas eu la même possibilité de réduire leur consommation de pétrole, et parce que leurs importations de produits industriels se sont accrues.

Aussi la situation demeure-t-elle instable. Les pays en voie de développement s'efforceront de réduire leur déficit commercial, en augmentation sensible, tandis que, dans les pays industriels, la consommation de pétrole s'intensifiera lorsque interviendra la reprise économique. Si l'on reconnaît qu'un réaménagement de la structure des paiements ainsi que des approvisionnements et utilisations de l'énergie continue de s'imposer de toute urgence, en revanche les vastes ramifications de ce problème et les conflits d'intérêt ont empêché jusqu'à présent la réalisation d'un accord sur une stratégie efficace, tant sur le plan national qu'international.

Bien que des difficultés de financement se soient posées l'an dernier pour un grand nombre de pays, le problème pris dans son ensemble a pu être maîtrisé sans trop de tensions. Cela tient au fait que les déficits ont, en général, été financés à l'aide de crédits obtenus sur l'euro-marché et auprès des banques américaines, le flux massif de fonds pétroliers libellés en livres sterling ou en dollars ayant facilité le déroulement du processus. Parmi les pays industriels, seule l'Italie s'est vue obligée de solliciter une aide officielle.

Les pays en voie de développement ont assuré leur financement en recourant à des sources fort diverses, bien que les emprunts les plus importants aient été contractés sur le marché de New York et sur celui des euro-monnaies. A part cela, l'initiative prise rapidement par le FMI pour mettre sur pied un système spécial de facilités pétrolières s'est révélée fort utile, ainsi d'ailleurs que l'élargissement des possibilités de tirage sur ses quotes-parts ordinaires. Les pays producteurs de pétrole, eux aussi, ont mis à la disposition des autres pays en voie de développement des dons et prêts directs, à concurrence de \$2,5 milliards environ.

Pour cette année, le FMI a mis au point une nouvelle facilité spéciale de crédits pétroliers d'un montant de 5 milliards de DTS, essentiellement au bénéfice des pays en voie de développement. De même, il a été convenu, dans le cadre de l'OCDE, de créer un mécanisme de financement servant de filet de sécurité aux pays membres, le total des quotes-parts s'élevant à \$25 milliards. Une fois encore, la coopération a été

plus facile à réaliser en matière de financement que sur le plan des ajustements structurels.

Au vu de l'ampleur des excédents des pays pétroliers, il a été reconnu dès le départ que les déficits liés au pétrole ne pourraient être résorbés en laissant les taux de change flotter librement en baisse; il en serait résulté une contraction de l'activité économique qui se serait aggravée d'elle-même. Par conséquent, grâce à des interventions massives des pays déficitaires, les pressions sur les marchés des changes ont été contenues et les fluctuations des taux de change sont, en général, demeurées limitées. Toutefois, le dollar étant toujours la principale monnaie de règlement et de réserve, le système monétaire est resté fondamentalement axé sur la devise américaine, et l'abondance relative de dollars par rapport aux monnaies de plusieurs pays européens s'est manifestée par une dépréciation du dollar vis-à-vis de ces monnaies. La hausse du franc suisse a été particulièrement marquée et le deutsche mark s'est aussi fortement apprécié.

L'affaiblissement du dollar a débuté en janvier 1974 dès que furent levés, aux Etats-Unis, les contrôles sur les sorties de capitaux. Sous l'effet d'une ruée sur les ressources en dollars, les institutions financières américaines ont développé de façon spectaculaire leurs prêts aux non-résidents, notamment pour financer des investissements directs à l'étranger. Ces sorties ont été provoquées moins par des écarts de taux d'intérêt que par le simple fait que des capitaux se trouvaient disponibles, comme on a également pu le constater sur le marché de l'euro-dollar. Le mouvement de dépréciation du dollar s'est renversé durant quelques mois, au moment où la politique appliquée par la Réserve fédérale pour contenir la masse monétaire est entrée dans sa phase la plus aiguë; il a toutefois repris à partir de septembre sous l'effet d'une recrudescence marquée des sorties de capitaux.

Il convient toutefois de noter que les fluctuations des taux de change ont également été influencées par certains aspects de la demande. Si les bénéficiaires des excédents de dollars s'étaient montrés, dans l'ensemble, disposés à conserver leurs avoirs liquides en totalité sous forme de monnaie américaine, les énormes emprunts et décaissements corrélatifs en cette monnaie n'auraient pas eu d'incidence sur le marché des changes. Pour plusieurs raisons cependant, une fraction de ces apports a été placée en d'autres monnaies, deutsche marks et francs suisses en particulier, le but poursuivi étant d'assurer la couverture des engagements à plus long terme en devises autres que le dollar. Un facteur plus important encore a été le désir de procéder à une certaine diversification des avoirs liquides de change, désir qui s'est renforcé chaque fois que le climat politique s'est tendu sur la scène internationale. Le fait que la demande d'euro-deutsche marks et d'euro-francs suisses se soit accrue, alors que les dépôts en dollars rapportaient 1½-2% de plus, donne une idée des mobiles qui ont guidé les investisseurs. Et lorsque le dollar s'est affaibli, les taux se sont en outre ressentis de l'évolution défavorable des termes de paiements.

On avait émis l'idée que la création de monnaies de réserve additionnelles serait de nature à renforcer le système monétaire, étant donné que le fardeau pesant sur le dollar s'en trouverait allégé. Il s'est révélé cependant à l'usage que la diversification des réserves a exercé un rôle déstabilisateur. Les deux îlots de stabilité des changes

dans le système ont été, d'une part, les pays dont les monnaies se trouvent dans le serpent européen ou aux alentours de celui-ci et, de l'autre, le groupe important de pays dont les monnaies sont demeurées rattachées au dollar. Entre les deux, les banques centrales d'Allemagne, de Suisse et des Etats-Unis sont intervenues par moments pour stabiliser leurs taux de change réciproques, mais le succès obtenu jusqu'à présent n'a rien de spectaculaire. C'est pourquoi certains se plaignent que les taux cotés sur le marché ne reflètent nullement la situation «fondamentale», c'est-à-dire la situation de la balance des paiements de base. En réalité, à défaut d'un engagement total des banques centrales d'intervenir sur le marché, les mouvements monétaires deviennent, eux aussi, un facteur «fondamental».

Dans ces conditions, l'édification d'un nouveau système de parités stables est restée en panne. On ne cesse de répéter que, dans les circonstances actuelles, il n'est pas possible d'envisager une solution de ce type, mais il est également vrai que, même en régime de parités, il est arrivé, dans certains cas, que les autorités rejettent la discipline des taux fixes et accordent la priorité à d'autres objectifs tels que le souci d'éviter l'application de contrôles ou la nécessité de préserver leur liberté d'action en matière de politique monétaire. La conception d'un système de taux de change stables dans lequel les DTS assumerait les fonctions d'instrument de réserve, remplies jusqu'ici par le dollar et l'or, a toujours semblé plutôt théorique. Le nœud du problème réside dans un arrangement opérationnel entre les Etats-Unis et les pays du «serpent». Dans ce contexte, les Etats-Unis auraient à prendre leur part dans la stabilisation du cours du dollar sur le marché, alors que les autres pays seraient tenus d'éviter toute accumulation excessive de réserves. Des deux côtés, il faudrait obtenir un degré raisonnable de coordination des politiques monétaires. Le fait de s'orienter dans cette direction serait le signe d'une volonté de coopération et pourrait fournir la base d'un nouvel ordre monétaire international.

RENÉ LARRE

Directeur Général

**BILAN ET COMPTE DE PROFITS ET PERTES**

**AU 31 MARS 1975**

**BILAN AU**

(Avant et après répartition)

**ACTIF**

	<u>Francs or</u>
<b>Or</b> ... ..	4.121.836.539
<b>Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue</b> ... ..	86.656.247
<b>Bons du Trésor</b> ... ..	515.658.921
<b>Dépôts à terme et avances</b>	
<b>Or</b>	
A 3 mois au maximum ... ..	34.456.320
A plus de 3 mois ... ..	69.256.234
<b>Monnaies</b>	
A 3 mois au maximum ... ..	23.669.505.224
A plus de 3 mois ... ..	<u>8.112.625.043</u>
	31.885.841.821
<b>Titres à terme</b>	
A 3 mois au maximum ... ..	3.841.940.986
A plus de 3 mois ... ..	<u>1.301.378.672</u>
	5.143.319.658
<b>Divers</b> ... ..	187.088.966
<b>Terrain, immeubles et installations</b> ... ..	<u>1</u>
	<u><u>41.940.402.173</u></u>

Note 1: Le franc or équivaut à 0,290 322 58... gramme d'or fin — Article 4 des Statuts. La conversion des monnaies s'effectue comme suit: le dollar EU à la parité-or officielle, soit 1 \$ EU = 0,736 662 gramme d'or fin; toutes les autres monnaies au cours central ou au cours du marché par rapport au dollar EU.

Note 2: Au 31 mars 1975, l'or à recevoir contre monnaies au titre des opérations à terme s'élevait à 39.521.613 francs or.

Note 3: Un montant d'or équivalant à 334.005.808 francs or était nanté le 31 mars 1975 en liaison avec des dépôts reçus.

31 MARS 1975

du bénéfice net de l'exercice)

PASSIF

		<u>Avant répartition</u>	<u>Après répartition</u>
		<u>Francs or</u>	<u>Francs or</u>
<b>Capital</b>			
Autorisé: 600.000 actions de 2.500 francs or chacune ...	1.500.000.000		
Emis: 481.125 actions ... ..	1.202.812.500		
libérées de 25% ... ..		300.703.125	300.703.125
<b>Réserves</b>			
Fonds de réserve légale ... ..	30.070.313		30.070.313
Fonds de réserve générale... ..	309.447.193		371.447.193
Fonds spécial de réserve de dividendes ... ..	75.175.781		75.175.781
Fonds de réserve libre ... ..	251.518.200		344.518.200
		666.211.487	821.211.487
<b>Dépôts (or)</b>			
Banques centrales			
A vue ... ..	3.046.058.516		
A 3 mois au maximum ... ..	480.323.189		
A plus de 3 mois ... ..	9.048.872		
Autres déposants			
A vue ... ..	33.085.281		
		3.568.515.858	3.568.515.858
<b>Dépôts (monnaies)</b>			
Banques centrales			
A vue ... ..	338.421.163		
A 3 mois au maximum ... ..	28.455.185.639		
A plus de 3 mois ... ..	6.531.911.995		
Autres déposants			
A vue ... ..	26.584.638		
A 3 mois au maximum ... ..	742.010.714		
A plus de 3 mois ... ..	107.124.712		
		36.201.238.861	36.201.238.861
<b>Effets</b>			
A 3 mois au maximum ... ..		665.449.072	665.449.072
<b>Divers</b> ... ..		265.671.759	265.671.759
<b>Provision pour immeubles</b> ... ..		90.548.730	90.548.730
<b>Compte de profits et pertes</b> ... ..		182.063.291	-
<i>Dividende payable le 1er juillet 1975</i> ... ..		-	27.063.281
		<u>41.940.402.173</u>	<u>41.940.402.173</u>

**RAPPORT DES COMMISSAIRES-VÉRIFICATEURS AU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET A L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE DE LA BANQUE DES RÉGLEMENTS INTERNATIONAUX, BÂLE**

A notre avis, le bilan et le compte de profits et pertes donnent une présentation sincère et régulière de l'état des affaires de la Banque au 31 mars 1975 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 25 avril 1975.

PRICE WATERHOUSE & CO.

## COMPTE DE PROFITS ET PERTES

### pour l'exercice social clos le 31 mars 1975

	<u>Francs or</u>
Revenu net provenant des intérêts et autres ressources ... ..	216.576.673
<b>Moins: Frais d'administration:</b>	
Conseil d'administration ... ..	419.402
Direction et personnel ... ..	22.188.943
Frais de bureau et divers ... ..	<u>6.345.852</u>
	<u>28.954.197</u>
Excédent net d'exploitation ... ..	187.622.476
<b>Moins: Montant transféré à la Provision pour frais</b>	
d'administration exceptionnels ... ..	<u>5.559.195</u>
Bénéfice net de l'exercice social clos le 31 mars 1975 ... ..	182.063.281
 <b>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:</b>	
 <b>Dividende de 6% l'an sur le capital versé</b>	
37,50 francs or par action ... ..	<u>18.042.187</u>
	164.021.094
 <b>Dividende supplémentaire (maximum statutaire) de 3% l'an sur le capital versé</b>	
18,75 francs or par action ... ..	<u>9.021.094</u>
	155.000.000
Transfert au Fonds de réserve générale ... ..	<u>62.000.000</u>
	93.000.000
Transfert au Fonds de réserve libre ... ..	<u>93.000.000</u>
	<u>—</u>

### Évolution de la Provision pour immeubles au cours de l'exercice social clos le 31 mars 1975

	<u>Francs or</u>
Solde au 1er avril 1974 ... ..	103.251.698
Plus: Différence de change ... ..	<u>16.113.357</u>
	119.365.055
Moins: Amortissement des dépenses encourues ... ..	<u>28.816.325</u>
Solde au 31 mars 1975, selon bilan ... ..	<u>90.548.730</u>

## CONSEIL D'ADMINISTRATION

Dr J. Zijlstra, Amsterdam	Président du Conseil d'administration, Président de la Banque
Henry Deroy, Paris	Vice-Président
Baron Ansiaux, Bruxelles	
Dr Paolo Baffi, Rome	
Dr Guido Carli, Rome	
Bernard Clappier, Paris	
Dr Leonhard Gleske, Brême	
Dr Karl Klasen, Francfort-sur-le-Main	
Dr Fritz Leutwiler, Zurich	
The Rt. Hon. Lord O'Brien of Lothbury, Londres	
Gordon W. H. Richardson, Londres	
Cecil de Strycker, Bruxelles	
Krister Wickman, Stockholm	

### Suppléants

Dr Otmar Emminger, Francfort-sur-le-Main, ou Johannes Tüngeler, Francfort-sur-le-Main
Georges Janson, Bruxelles
Christopher W. McMahon, Londres, ou M. J. Balfour, Londres
Dr Rinaldo Ossola, Rome, ou Prof. Francesco Masera, Rome
Marcel Théron, Paris, ou Gabriel Lefort, Paris

### DIRECTION

René Larre	Directeur Général
Dr Antonio d'Aroma	Directeur Général Adjoint
Dr Milton Gilbert	Conseiller Economique, Chef du Département Monétaire et Economique
R.T.P. Hall	Chef du Département Bancaire
Dr Günther Schleiminger	Secrétaire Général, Chef de Département
Dr Antonio Rainoni	Directeur
Maurice Toussaint	Directeur
Prof. Dr F. E. Klein	Conseiller juridique
<hr/>	
D. H. Stapleton	Secrétaire Général Adjoint
Robert Chaptinel	Directeur Suppléant
Dr Warren D. McClam	Directeur Adjoint
M. G. Dealtry	Directeur Adjoint
R. G. Stevenson	Directeur Adjoint
Rémi Gros	Directeur Adjoint