**Zeitschrift:** Revue économique franco-suisse
**Herausgeber:** Chambre de commerce suisse en France
**Band:** 49 (1969)
**Heft:** 4: La situation monétaire internationale

**Artikel:** La tendance sur le marché de l'Euro-dollar
**Autor:** Koszul, Julien
**DOI:** https://doi.org/10.5169/seals-888102

**Nutzungsbedingungen**
Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Mehr erfahren

**Conditions d'utilisation**
L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. En savoir plus

**Terms of use**
The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. Find out more

**Download PDF:** 11.07.2025

**ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, https://www.e-periodica.ch**

# La tendance sur le marché de l'Euro-dollar

Julien KOSZUL
*Senior Vice President pour l'Europe de la First National City Bank*

## Le marché de l'euro-dollar et la réévaluation du deutsche mark

La récente réévaluation du Deutsche Mark a été plus forte qu'on n'osait l'espérer (9,29 %). Elle a contribué à clarifier une atmosphère qu'avait déjà partiellement assainie la dévaluation de la livre sterling en 1967 (— 14,3 %) et celle du franc français en août dernier (— 12,5 %). Le rajustement de la monnaie allemande a provoqué, comme il fallait s'y attendre, un reflux d'une partie des quelque cinq milliards de dollars que, d'après le Dr Emminger, membre du Direktorium et futur Vice-Président de la Deutsche Bundesbank, « la spéculation à court terme » (1) avait accumulés en Allemagne de l'Ouest au cours des neuf premiers mois de la présente année. Il ne reste sans doute plus en Allemagne que 1 milliard de dollars sur les quelque cinq milliards venus s'y entreposer depuis le 1er janvier. A l'heure où ces lignes sont écrites (6 décembre) le reflux continue comme on peut l'inférer du fait que la Deutsche Bundesbank a tiré 540 millions de dollars sur sa tranche-or au Fonds Monétaire International et vient d'annoncer un autre tirage de 550 millions. En somme, jusqu'à la réévaluation du DM, l'Allemagne a joué le rôle d'un stérilisateur momentané de capitaux flottants, (sous réserve des dollars dont elle provoquait par le truchement de swaps entre la Deutsche Bundesbank et les banques allemandes, le recyclage sur le marché de l'Euro-dollar.)

---

(1) Il faut certainement entendre par là non seulement les conversions purement spéculatives de dollars (et d'autres devises) en DM, mais aussi le fait que les termes de paiement et de couverture de change ont plus que jamais joué en faveur de l'Allemagne,

— les exportateurs allemands (et autres créanciers allemands de l'étranger) accélérant la conversion de leurs devises étrangères en DM — cependant que les débiteurs étrangers en DM se hâtaient de couvrir leur change,

— les importateurs allemands (et autres débiteurs allemands de l'étranger) retardent systématiquement leurs achats de devises étrangères, cependant que, parallèlement, les créanciers étrangers en DM se gardaient bien de convertir ces DM en autres devises.

Tel quel, le départ d'Allemagne d'environ 4 milliards de dollars, est certainement à l'origine de la détente des taux enregistrés pendant quelques jours sur le marché de l'Euro-dollar, au cours de la première partie du mois de novembre. Cette détente n'a pas été accusée, et son effet a été assez éphémère. En effet, d'une part la Deutsche Bundesbank a procédé à la dénonciation de tout ou partie des swaps auxquels elle avait procédé avec les banques allemandes qui ont dû retirer du marché de l'Euro-dollar les fonds qu'elles y avaient placés. D'autre part les capitaux sortis d'Allemagne ne se sont pas tous dirigés vers ce marché; une partie est allée en Grande-Bretagne où les taux d'intérêts sont élevés et où la livre sterling s'est raffermie; une partie en Belgique et aux Pays-Bas, dont les Banques Centrales ont été ainsi mises en mesure de rembourser en quelques semaines au Fonds Monétaire International et à la Banque Fédérale de New York les prêts qu'elles en avaient reçus dans la période précédant la réévaluation du DM; un peu en Suisse, aussi, où la détermination montrée par les autorités locales ne paraît pas avoir réussi à décourager complètement la spéculation à la hausse de la monnaie helvétique. Les États-Unis n'ont pas directement bénéficié de la manne car les dépôts y sont beaucoup moins bien rémunérés que sur le marché de l'Euro-dollar et Wall Street ne paraît pas encore reparti pour une période de hausse prolongée. La France et l'Italie sont restées pratiquement à l'écart du reflux; l'Italie a même, au contraire, contribué à alimenter le marché de l'Euro-dollar sur lequel est venue s'investir une partie des quelque deux milliards de dollars exportés clandestinement de ce pays depuis le début de la présente année.

Cependant les taux se sont de nouveau tendus sur le marché de l'Euro-dollar et de nouveau chacun se demande si l'ère d'argent cher où le monde occidental est entré depuis déjà tant de mois est appelée à durer. Les experts s'interrogent, comme d'habitude, leurs avis ne concordent pas toujours, ce dont on ne saurait s'étonner en une matière où les données sont multiples et fluctuantes. Comment s'établissent donc actuellement les composantes du marché de l'Euro-dollar ?

## Part croissante de la « hot money » sur le marché de l'euro-dollar

Tout le monde le sait, on trouve à l'origine de ce marché le souci des pays de l'Est de mettre leurs avoirs en dollars à l'abri de mesures éventuelles de blocage aux États-Unis. On reconnaît aussi une relation de cause à effet entre le grossissement du marché de l'Euro-dollar et

a) la persistance du déficit de la balance des paiements des États-Unis,

b) l'existence dans ce pays d'une réglementation qui interdit aux banques de payer des intérêts sur les dépôts à vue et limite strictement la rémunération qu'elles peuvent servir aux dépôts à terme,

c) la diminution du rôle international de la Livre sterling,

d) l'accroissement du rôle international du Dollar,

e) les placements faits, entre autres, pour le compte de certains pays du Proche et du Moyen Orient que la découverte du pétrole a mis depuis quelques années en possession de revenus considérables (plus de 3 milliards de $ dans la seule année 1966; bien davantage depuis).

Dans ces dernières années, il faut faire intervenir un autre facteur dont le rôle, qui n'a pas cessé de croître, n'a peut être pas suffisamment attiré l'attention. Nous faisons allusion ici à la réapparition du « *hot money* », épouvantail des années 30. C'est pourtant, à l'évidence, ce phénomène qui explique le développement extraordinaire du volume des opérations sur le marché de l'Euro-dollar au cours des dernières années : d'après la Banque des Règlements Internationaux, le total des « positions en dollars des banques des pays d'Europe communiquant des renseignements envers des non-résidents » est passé d'un peu moins de 20 milliards fin 1967 à plus de 30 milliards de dollars fin 1968. Ces jours derniers, le Gouverneur Brimmer, du Board of Governors du Système de Réserve Fédérale à Washington, estimait le volume du marché, sur les bases mêmes utilisées par la Banque des Règlements Internationaux, à 32 ou 33 milliards de dollars fin juin. Il est certain que le montant est actuellement nettement plus élevé.

Si le phœnix est ressuscité de ses cendres, c'est pour les raisons mêmes qui avaient provoqué son apparition entre les deux guerres : ces masses mouvantes de capitaux ne se forment, ne se grossissent — et ne restent instables — que parce qu'elles fuient certains pays ou certaines monnaies, pour les raisons les plus diverses (d'ordre politique, financier, fiscal, monétaire); parce que, souvent, elles n'osent se fixer; parce que, littéralement, elles ne savent où se fixer. La mise ou la remise en place de contrôles des changes dans divers pays n'arrange naturellement pas les choses mais elle n'est elle-même qu'un signe, entre d'autres, de l'incertitude des temps. Bien des pays, la France notamment, ont souffert d'exportations de capitaux à différentes périodes de leur histoire, mais l'exemple le plus saisissant, actuellement, est celui de l'Italie d'où quelque deux milliards de dollars se sont évadés depuis le début de la présente année. Certes une portion en revient s'investir en Italie sous couvert étranger, mais il n'est pas douteux qu'une partie de plus en plus substantielle en reste entreprosée sur le marché de l'Euro-dollar.

Le marché de l'Euro-dollar est ainsi devenu un marché d'entrepôt, où les fonds sont rémunérés mieux que sur la plupart des autres marchés, un marché gonflé de « hot money », ce qui ajoute à son volume mais non à sa stabilité. Car ces mêmes capitaux qui s'amassent en quantité

de plus en plus importante sur le marché de l'Euro-dollar pour échapper à des périls réels ou imaginaires se tiennent prêts à se ruer vers les pays, vers les monnaies, ou de plus-value, comme l'a bien bien fait voir, récemment encore, la réévaluation du Deutsche Mark. Bien des Euro-dollars ne demanderaient qu'à se placer aux États-Unis mêmes, si la réglementation américaine permettait de les rémunérer aussi bien qu'ils le sont sur le marché de l'Euro-dollar. Des sommes considérables, il n'en faut point douter, n'attendent que les premiers signes d'un nouveau départ de Wall Street pour une période de hausse pour quitter rapidement le marché de l'Euro-dollar et aller s'investir en valeurs américaines.

En somme, fait essentiel, le marché de l'Euro-dollar repose sur une base plus large mais aussi plus volatile que jamais. La tâche de ceux qui opèrent sur ce marché n'en est pas rendue plus facile — mais non plus celle de ceux qui s'efforcent de percer l'avenir et de prévoir ce que pourra être l'évolution des taux d'intérêt.

## Recours croissant des banques américaines au marché de l'euro-dollar

Comment se fait-il que sur ce marché où l'approvisionnement s'est ainsi développé les taux se soient tendus?

C'est qu'une autre composante du marché, celle-ci du côté de la demande, s'est développée encore davantage : la demande pour compte des banques américaines qui vont se disputer sur le marché de l'Euro-dollar, au prix fort, les dollars que la réglementation interne américaine ne leur permet pas de rémunérer aux États-Unis comme les conditions du marché mondial le justifieraient. L'augmentation des engagements nets des banques américaines vis-à-vis du marché de l'Euro-dollar reflète le resserrement très net de la politique monétaire aux États-Unis depuis l'avénement de la nouvelle Administration puisque le montant de cet endettement net est passé :

de 1,2 milliard de dollars fin 1964;
à 1,3 milliard de dollars fin 1965;
à 4 milliards de dollars fin 1966;
à 4,2 milliards de dollars fin 1967;
à 6,9 milliards de dollars fin 1968
à 15 milliards de dollars (chiffre record) au 19 septembre 1969.

Ainsi depuis le début de l'année, les banques américaines ont augmenté leurs emprunts près du marché de l'Euro-dollar d'un peu plus de 8 milliards de dollars. Depuis le 10 septembre, le montant de cet endettement s'est légèrement réduit, revenant à 14 milliards de dollars le 29 octobre, remontant à 14,3 milliards les 5 et 12 novembre. Ce coup d'arrêt résulte de l'obligation faite aux banques américaines de déposer sans intérêt près des banques de réserve fédérales 10 % du montant dont a augmenté leur endettement envers le marché de l'Euro-dollar par rapport à la moyenne de leur endettement au mois de mai 1969.

Incidemment, on remarquera que la publication hebdomadaire de cet endettement s'accompagne souvent du rappel du déficit de la balance des paiements des États-Unis, ce qui semble impliquer une liaison de cause à effet, comme si les emprunts des banques américaines au marché de l'Euro-dollar avaient pour conséquence de diminuer le déficit de la balance des paiements des États-Unis.

Il est temps que toute équivoque soit dissipée à cet égard. *Par eux-mêmes*, les emprunts des banques américaines faits sur le marché de l'Euro-dollar n'ont pas d'influence sur le solde de la balance des paiements des États-Unis, que cette balance soit établie sur la base des « liquidités » ou sur la base des « règlements officiels ».

En revanche, les placements ou les retraits de fonds effectués sur le marché de l'Euro-dollar par les banques centrales et les institutions officielles, comme la Banque des Règlements Internationaux, influent sur ce solde s'il est calculé sur la base des « règlements officiels » — sans agir toutefois sur la balance des paiements des États-Unis calculée sur la base des « liquidités » puisque ces placements et retraits ne modifient pas le montant *global* des balances dollars des non-résidents.

## Influence croissante de la politique monétaire américaine sur le marché de l'euro-dollar

Quoi qu'il en soit, l'endettement des banques américaines envers le marché de l'Euro-dollar atteint presque la moitié du volume total de ce marché. Il est clair, dans ces conditions, que l'influence dominante parmi les composantes essentielles de la demande sur le marché de l'Euro-dollar est exercée par la politique monétaire aux États-Unis. Ici, les pronostics ne manquent pas. Il faut choisir, malaisément, son chemin entre les prévisions récentes d'Andrew Brimmer, Milton Friedmann, Edward Bernstein, George Mitchell, Paul McCracken, Dewey Daane. Dans l'ensemble, un européen ne peut qu'être frappé de la détermination montrée aussi bien dans le monde des affaires que dans le gouvernement, pour la poursuite du combat contre la tendance des prix américains à la hausse. On le sait, la politique budgétaire (les Américains disent « fiscal policy ») comme la politique monétaire, sont essentiellement centrées sur la lutte contre les pressions inflationnistes. Le rétablissement de l'équilibre de la balance des paiements n'est pas le but premier et direct des autorités de Washington; il n'est envisagé que comme l'effet à attendre normalement de la victoire sur le front des prix. La plupart des commentateurs américains, tout en reconnaissant que les mesures prises ont déjà commencé à produire effet (ralentissement de la construction immobilière, diminution

des bénéfices dans beaucoup de sociétés, augmentation du chômage) estiment que la tendance des prix intérieurs à la hausse n'est pas encore suffisamment freinée et que le moment n'est pas encore venu de relâcher les efforts. Il est frappant de constater qu'en dépit de l'approche des élections de novembre 1970 (la totalité de la Chambre des Représentants et le tiers du Sénat devront être renouvelés) la majorité de l'opinion reste en faveur d'une politique anti-inflationniste et estime qu'il ne devrait point y avoir de « relaxation » avant la fin du premier ou le début du second trimestre de l'année prochaine. Le gouvernement et l'administration américains bénéficient en effet d'un soutien que bien des pays peuvent leur envier : celui d'une opinion publique qui reste foncièrement hostile à la hausse des prix et qui n'en est pas encore arrivée à substituer systématiquement à la discussion avec les fournisseurs, la revendication près des employeurs.

Pour l'aider à « tenir » dans sa politique de relative austérité, le Gouvernement américain s'appuie aussi sur la conviction qu'il a en mains les armes voulues pour arrêter net un éventuel commencement de récession.

En résumé, il semble, à l'heure actuelle, qu'il ne faille pas s'attendre à une détente tant soit peu sensible des taux aux États-Unis avant bien des mois. Si l'on commence à s'inquiéter aux États-Unis du ralentissement de l'expansion, peu nombreux sont ceux qui craignent une récession. On est surtout frappé par l'extraordinaire résistance aux coups de frein budgétaire et monétaire, dont fait preuve la puissante économie américaine.

A côté de ces facteurs essentiels que sont sur le marché de l'Euro-dollar l'importance du « hot money » et la politique monétaire américaine, les autres éléments composants ont une importance secondaire mais dans l'ensemble ils pointent plutôt vers le maintien de taux élevés.

La Grande-Bretagne commence à recueillir le fruit des mesures prises, de façon tardive et fragmentaire, depuis deux ans et commence à voir poindre le jour à la fin du long tunnel. Mais ses dirigeants sont trop prudents pour relâcher l'effort avant que le rétablissement de la balance des paiements, qui est leur but essentiel, soit confirmé. Au récent banquet du Lord-Maire de Londres, le Chancelier de l'Echiquier et le Gouverneur de la Banque d'Angleterre n'ont pas laissé place au doute à ce sujet. La Grande-Bretagne ne peut encore permettre à sa politique monétaire de prendre ses distances avec le marché de l'Euro-dollar.

Également pour des considérations de balance de paiements, la France n'a pas davantage le loisir de poursuivre une politique monétaire indépendante. Prétendre qu'elle peut, à l'abri de son contrôle des changes, ne pas se soucier du prix de l'argent sur le marché de l'Euro-dollar, c'est oublier d'abord que le contrôle des changes ne doit pas avoir pour but de dispenser un pays de poursuivre la politique que les circonstances internes et externes imposent. C'est ignorer aussi que les inégalités dans les conditions de financement de pays à pays sont nécessairement prises en considération par les importateurs et les exportateurs, français et étrangers, pour l'établissement de leurs conditions de paiement et pour leurs financements.

L'Italie, aux prises aux troubles sociaux et aux sorties de capitaux que l'on sait, ne saurait non plus envisager de détente prochaine de son marché monétaire.

L'Allemagne, de son côté, vient de réaffirmer de façon éclatante sa volonté de lutter contre les poussées internes de ses prix et de ses salaires à la hausse. Ses dirigeants sont conscients de façon aiguë de l'importance de balances commerciales très favorables, ils ont le soutien inappréciable et indispensable d'une opinion publique qui reste hantée par la crainte de l'inflation, et ils n'ont aucunement l'intention de compromettre par une détente prématurée de leur politique budgétaire et monétaire l'effet anti-inflationniste de la réévaluation du Deutsche Mark.

## Conclusion

Ainsi donc, ce n'est pas une détente rapide et substantielle des taux de l'Euro-dollar qu'à l'heure actuelle les circonstances permettent d'espérer.

La fin de l'année sera même très probablement marquée par une poussée en hausse, en liaison avec les opérations de window dressing auxquelles procèdent traditionnellement les banques de certains pays.

Les taux se détendraient sans doute, toutes choses égales d'ailleurs, sous l'effet d'une augmentation générale et substantielle du prix de l'or mais c'est là une éventualité qu'on s'accorde à ne pas considérer comme du domaine du proche avenir. Reste l'hypothèse d'une véritable récession; encore bien des experts sont-ils enclins à penser que dès l'instant où les ralentissements d'expansion apparaîtront politiquement et socialement trop durs à supporter, les nations se hâteront de rentrer d'un pas allègre dans un nouveau cycle inflationniste où la demande de capitaux risque d'être stimulée au moins autant que l'offre et où, par voie de conséquence, le prix de l'argent ne pourra guère baisser.

En tout état de cause, on ne doit pas perdre de vue qu'un marché qui s'est gonflé si vite peut se dégonfler de même, et que le meilleur moyen de lutter contre les hauts taux d'intérêt consiste à arrêter l'inflation.

*NOTA :* Les considérations ci-dessus ne visent pas le marché de l'Euro-dollar à long terme, dont les caractéristiques particulières mériteraient une étude spéciale, encore que l'évolution de ce marché dépende en partie des mêmes éléments que ceux qui déterminent l'évolution du marché de l'argent à court terme.