

**BANQUE DES
RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX**

TRENTE-QUATRIÈME RAPPORT ANNUEL

1^{ER} AVRIL 1963 – 31 MARS 1964

BÂLE

8 JUIN 1964

TABLE DES MATIÈRES

	Page
Introduction	1
Première Partie - Tendances générales de la politique économique en 1963/64	3
<p><i>L'évolution en Europe occidentale (p. 4): production et demande (p. 4), les pressions inflationnistes (p. 5), Danemark (p. 10), Italie (p. 11), France (p. 14), Pays-Bas (p. 16), Suisse (p. 18), Belgique (p. 19), Suède (p. 20), Autriche (p. 21), Allemagne (p. 22), Grande-Bretagne (p. 23); amélioration de la situation aux Etats-Unis (p. 25); évolution de l'économie en Europe de l'Est (p. 27); la situation des paiements internationaux (p. 30); le déséquilibre des paiements se déplace (p. 30), marché des changes et réserves monétaires (p. 35)</i></p>	
Deuxième Partie - Examen de l'évolution économique et monétaire . .	40
<p>I. Évolution du crédit et politique financière 40</p> <p><i>Evolution comparée du crédit et des marchés des capitaux (p. 41): changements dans la structure de l'épargne et de l'investissement (p. 41), crédit bancaire et formation de liquidités (p. 44), marchés des capitaux: problèmes et politiques (p. 52); politique du crédit: Etats-Unis (p. 57), Grande-Bretagne (p. 60), France (p. 64), Italie (p. 66), Pays-Bas (p. 67), Belgique (p. 69), Allemagne (p. 70), Suisse (p. 72), Autriche (p. 73), Suède (p. 75), Danemark (p. 76), Norvège (p. 77), Finlande (p. 78), Espagne (p. 78), Canada (p. 80), Japon (p. 81)</i></p>	
<p>II. Prix nationaux et prix mondiaux 83</p> <p><i>Prix et salaires nationaux (p. 83): prix de détail (p. 83), prix de gros et coût de la construction (p. 86), salaires (p. 88); cours et production des matières premières (p. 90): étain (p. 95), zinc (p. 95), cuivre (p. 96), caoutchouc (p. 96), laine (p. 96), sucre (p. 97), blé (p. 97), cacao (p. 97), production mondiale de produits de base (p. 98)</i></p>	
<p>III. Echanges et paiements internationaux 100</p> <p><i>Expansion du commerce international (p. 100); balances des paiements (p. 102): pays européens de l'O.C.D.E. (p. 102), France (p. 105), Italie (p. 107), Allemagne (p. 109), Pays-Bas (p. 112), Belgique (p. 114), Grande-Bretagne (p. 114), Pays scandinaves (p. 117), Suisse (p. 118), Etats-Unis (p. 119), Canada (p. 124), Japon (p. 126); politique commerciale (p. 127)</i></p>	

	Page
IV. Or, réserves monétaires et change	128
<p>Production et marchés de l'or (p.129); réserves monétaires (p. 133): <i>réserves d'or</i> (p. 134), <i>avoirs en devises</i> (p. 136); situation des Etats-Unis en matière de liquidités internationales (p. 137); réserves monétaires des pays européens (p. 143): France (p. 145), Allemagne (p. 146), Suisse (p. 146), Pays-Bas (p. 147), Belgique (p. 148), Danemark (p. 148), Autriche (p. 148), Espagne (p. 149), Italie (p. 149), Grande-Bretagne (p. 150), Suède (p. 151); Fonds Monétaire International (p. 151); changes (p.154): <i>marchés au comptant</i> (p. 154), <i>marchés à terme</i> (p. 157), <i>autres modifications dans le domaine des changes</i> (p. 158)</p>	
V. Le marché des «Euro-Devises»	160
<p>Difficultés que soulève la définition des Euro-devises (p. 160); dimensions actuelles du marché (p. 162); évolution du marché depuis les dernières années de la décennie 1950-60 (p. 164); origines et utilisations des Euro-devises (p. 165): <i>origines des Euro-dollars</i> (p. 166), <i>origines des autres Euro-devises</i> (p. 169), <i>utilisations des Euro-devises</i> (p. 169); taux d'intérêt de l'Euro-dollar (p. 171); taux d'intérêt des autres Euro-devises (p. 173); réglementation des changes, contrôle bancaire et marché des Euro-devises (p. 174); l'Euro-dollar et la balance des paiements des Etats-Unis (p. 176)</p>	
VI. Accord Monétaire Européen.	179
<p>Prorogation de l'Accord (p. 179); opérations effectuées au titre de l'Accord (p. 180): <i>Fonds européen</i> (p. 180), <i>Système multilatéral de règlements</i> (p. 183); gestion du Fonds européen et du Système multilatéral de règlements (p. 185)</p>	
Troisième Partie - Opérations de la Banque	188
<p>Activité du Département bancaire (p. 188): <i>composition des ressources</i> (p. 189), <i>utilisation des ressources</i> (p. 192); la Banque comme Mandataire (Trustee) et Agent financier d'emprunts publics internationaux (p. 196); la Banque comme Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Haute Autorité de la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier (p. 199); la Banque comme Agent de l'O.C.D.E. (Accord Monétaire Européen) (p. 200); résultats financiers (p. 200); modifications dans la composition du Conseil d'administration (p. 201)</p>	
Conclusion	203

* * *

Bilan au 31 mars 1964 et compte de profits et pertes de l'exercice clos le 31 mars 1964.

LISTE DES TABLEAUX ET DES GRAPHIQUES

(Les graphiques sont indiqués par un astérisque)

	Page
Première Partie - Tendances générales de la politique économique en 1963/64	
Europe occidentale: Production industrielle	4
Produit national brut et ses composantes	6
Importations et salaires dans l'industrie*	14
Economies centralisées et planifiées: revenu national, production industrielle et productivité	28
Europe continentale: Balance des paiements courants et variations des réserves*	33
Balance mondiale des paiements	34
Deuxième Partie - Examen de l'évolution économique et monétaire	
I. Évolution du crédit et politique financière	
Épargne nationale brute et investissement	43
Expansion des avoirs des banques	45
Avoirs extérieurs officiels et masse monétaire	46
Accroissement des engagements monétaires et quasi monétaires*	48
Masse monétaire, quasi-monnaie et produit national brut	51
Marché des capitaux: montant net des émissions	53
Taux d'escompte officiels	59
Taux d'intérêt*	63
II. Prix nationaux et prix mondiaux	
Prix de détail	84
Prix de détail*	85
Prix de gros	86
Prix de gros*	87
Coût de la construction	88
Salaires dans l'industrie	89
Rémunérations horaires dans l'industrie*	90
Cours des marchandises sur les marchés mondiaux*	92
Cours des grands produits de base	93
Production mondiale de produits de base	98

	Page
III. Echanges et paiements internationaux	
Commerce international, par zones	100
Pays en voie de développement: Volume et valeur unitaire du commerce extérieur*	101
Pays européens de l'O.C.D.E.: Balances des paiements	103
France:	
Commerce extérieur	105
Balance des paiements	106
Italie: Balance des paiements	108
Allemagne: Balance des paiements	111
Pays-Bas: Balance des paiements	113
Grande-Bretagne: Balance des paiements	115
Etats-Unis:	
Balance des paiements	120
Mouvements de capitaux privés	122
Canada: Balance des paiements	125
Japon: Balance des paiements	126
IV. Or, réserves monétaires et change	
Production mondiale d'or	130
Origines et emplois de l'or	132
Prix de l'or sur le marché de Londres*	133
Liquidité internationale	134
Etats-Unis:	
Financement du déficit de la balance des paiements	138
Arrangements de swap conclus par le Federal Reserve System	140
Pays européens: Situation des réserves	144
Italie: Mouvements de caractère monétaire	149
F.M.I.:	
Monnaies tirées, 1947-63*	152
Avoirs dans les principales monnaies*	152
Cours du dollar E.U. au comptant en monnaies européennes*	156
V. Le marché des «Euro-Devises»	
Engagements et avoirs bruts à court terme des banques commerciales dans certaines monnaies étrangères	161
Engagements et avoirs nets à court terme des banques commerciales	163
«Overseas and foreign banks» et maisons d'acceptation en Grande-Bretagne:	
Dépôts de non-résidents et avances à des non-résidents*	165
Taux d'intérêt aux Etats-Unis et taux de l'Euro-dollar à Londres*	172
Taux d'intérêt en Grande-Bretagne et taux de l'Euro-sterling à Paris*	174
VI. Accord Monétaire Européen	
Fonds européen:	
Crédits accordés	181
Utilisation des crédits consentis	182
Paiements effectués dans le cadre du Système multilatéral de règlements	184
Situation des comptes du Fonds européen	186

	Page
Troisième Partie - Opérations de la Banque	
Bilans annuels	188
Comptes d'ordre	189
Passifs*	189
Composition des ressources	190
Dépôts, d'après leur origine	190
Dépôts, d'après leur nature et leur durée	191
Encaisse et placements totaux	192
Position or	192
Actifs*	193
Dépôts à terme et avances, autres effets et titres	195
Emprunt extérieur allemand 1924 (Emprunt Dawes)	197
Emprunt international 1930 du gouvernement allemand (Emprunt Young)	197
Emprunt international de la République fédérale d'Autriche 1930	198
Emprunts garantis de la Haute Autorité de la Communauté Economique Européenne du Charbon et de l'Acier	199

TRENTE-QUATRIÈME RAPPORT ANNUEL

soumis à

l'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE

de la

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

tenue à

Bâle, le 8 juin 1964.

Messieurs,

J'ai l'honneur de vous soumettre le Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif au trente-quatrième exercice, commencé le 1^{er} avril 1963 et clos le 31 mars 1964. Les résultats des opérations de l'exercice sont donnés en détail dans la Troisième Partie, qui comporte également une analyse du bilan au 31 mars 1964.

Le trente-quatrième exercice s'est clos par un excédent de recettes de 27.417.055 francs or, contre 21.210.271 francs or pour l'exercice précédent. Après amortissement du coût d'un immeuble acheté pendant l'exercice et déduction de 2.000.000 de francs transférés à la provision pour frais d'administration exceptionnels et de 7.500.000 francs or transférés à la provision pour charges éventuelles, le bénéfice net s'élève à 17.517.055 francs or, contre 13.710.271 francs or pour l'exercice précédent.

Le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale la distribution, comme l'an dernier, d'un dividende de 37,50 francs or par action. Le Conseil propose également qu'à titre exceptionnel une somme forfaitaire soit consacrée à la réduction du montant du dividende cumulé non déclaré. Cette somme, qui a été fixée à 8.500.000 francs or, représentera une distribution extraordinaire de 42,50 francs or par action. Dans ces conditions, le montant de la distribution totale atteindra cette année la somme de 80 francs or, payable en francs suisses à raison de 114,30 francs suisses par action.

La Première Partie du présent Rapport traite des tendances générales de la politique économique en Europe et aux Etats-Unis en 1963 et durant les premiers

mois de 1964. La Deuxième Partie passe en revue l'évolution en ce qui concerne le crédit, les prix, les paiements extérieurs et les réserves internationales, et les marchés des changes et des Euro-devises; il rend également compte, de façon succincte, du fonctionnement de l'Accord Monétaire Européen. La Troisième Partie traite des opérations de la Banque et contient un exposé des fonctions exercées par celle-ci pour le compte de la Haute Autorité de la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier et en qualité de mandataire (trustee) et d'agent financier d'emprunts internationaux.

La Banque a continué à coopérer avec d'autres institutions internationales.

PREMIÈRE PARTIE.

TENDANCES GÉNÉRALES DE LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE EN 1963/64.

L'évolution qui s'est produite au cours des douze derniers mois a contribué à lever quelques-unes des incertitudes qui planaient encore il y a un an sur la situation économique, et à lui donner une orientation favorable.

Aux Etats-Unis, l'expansion de l'économie a été vigoureuse et n'a présenté aucun des signes de déséquilibre ou de tension qui caractérisent un développement malsain de l'activité. Comme l'effet stimulant de la réduction d'impôts commence seulement à se faire sentir, les perspectives d'avenir sont favorables à la continuation de ce mouvement. Mais il faut ajouter que la balance des paiements a enregistré une très importante amélioration. En effet, pendant le premier trimestre de 1964, elle a été presque en équilibre, et si ce résultat est dû en partie à des causes passagères, il permet d'espérer que l'assainissement de la situation extérieure pourra être réalisé dans un avenir pas trop éloigné.

En Grande-Bretagne également, la demande et la production ont fait des progrès considérables, sous l'impulsion des mesures prises il y a un an. Bien que les autorités aient commencé, depuis peu, à prendre quelques précautions pour maintenir l'expansion en harmonie avec les ressources disponibles, il est à prévoir que le développement de la production se poursuivra. Quoique la balance des paiements soit moins favorable qu'il y a un an, il devrait être possible de faire face à la situation, pourvu que la politique des revenus réussisse à contenir ceux-ci dans les limites qu'elle a fixées à leur augmentation.

L'amélioration de la position des pays les moins industrialisés, grâce à l'accroissement de la demande de matières premières, dont les cours ont en outre quelque peu monté, a constitué un autre aspect positif de la situation générale. Bien que le développement économique pose des problèmes extrêmement complexes et que ces pays aient toujours autant besoin des capitaux et de l'aide technique de l'étranger, l'augmentation de leurs recettes d'exportation devrait les aider notablement à faire d'authentiques progrès.

Mais, comme les symptômes relevés il y a un an le laissaient prévoir, les pays continentaux d'Europe occidentale ont constitué, au cours des douze derniers mois,

une zone d'ombre dans ce tableau de l'économie mondiale. Cette évolution défavorable n'a été due ni à l'affaiblissement de la demande, ni à l'arrêt de l'expansion économique, mais plutôt aux tendances inflationnistes qu'une demande excessive ne pouvait manquer de déclencher. La situation a été aggravée dans quelques cas par les très fortes majorations de salaires obtenues à la suite de négociations, mais, dans l'ensemble, elle résulte plutôt d'une pression généralisée de la demande sur les ressources disponibles. Il s'ensuit que les prix ont monté dans la plupart des pays, et que la balance des paiements de l'un d'entre eux s'est soldée par un grave déficit. Dans ces conditions, les autorités ont résolument orienté leur politique économique et financière vers la rigueur. Malgré certains résultats favorables, elles n'ont pas encore entièrement repris la situation en main. C'est toutefois un bon signe que le Conseil des ministres de la Communauté Economique Européenne ait adopté, en avril 1964, le principe d'une politique coordonnée de lutte contre l'inflation.

L'évolution en Europe occidentale.

Production et demande. Bien que l'économie ait progressé l'an dernier à peu près au même rythme dans la plupart des pays d'Europe occidentale, la situation de la Grande-Bretagne, si l'on considère le cycle conjoncturel, a été entièrement différente de celle des pays du continent. Cette année a été en effet, pour la Grande-Bretagne, la première d'une nouvelle période d'expansion. A mesure que la progression de la demande totale s'accélérait, elle a pu être essentiellement satisfaite par l'accroissement de la production. S'il est manifeste que la marge disponible pour l'expansion était plus étroite au printemps de 1964 qu'un an auparavant, la situation ne présente pas encore de distorsions notables.

Production industrielle.¹

Pays	1962				1963				1964
	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	1er trimestre
Variations trimestrielles, en pourcentage (variations saisonnières éliminées)									
Allemagne . . .	+ 0,4	+ 3,0	+ 1,1	+ 0,4	- 0,7	+ 3,2	+ 0,7	+ 1,7	+ 4,8
Autriche	+ 1,6	- 1,6	+ 2,1	0,0	+ 1,6	+ 1,5	+ 1,5	+ 3,0	+ 3,4 ²
Belgique	+ 0,1	+ 2,0	+ 1,8	- 0,3	- 0,6	+ 7,3	- 0,5	+ 2,4	+ 1,1
France	+ 2,1	+ 1,2	+ 1,4	+ 1,0	- 3,6	+ 7,6	- 0,6	+ 4,5	+ 1,6
Grande-Bretagne .	+ 0,9	+ 0,9	+ 0,9	- 1,7	- 0,9	+ 4,4	+ 1,7	+ 3,3	+ 2,4
Italie	+ 2,0	0,0	+ 0,1	+ 4,5	+ 1,2	+ 4,7	- 1,5	+ 4,7	- 0,6
Norvège	- 1,2	+ 2,4	0,0	+ 2,4	+ 0,6	+ 1,7	+ 2,3	+ 2,2	- 0,5
Pays-Bas	0,0	- 2,3	+ 1,6	+ 5,3	- 2,2	+ 1,5	0,0	+ 7,3	+ 1,0
Suède	+ 0,7	+ 2,1	+ 1,0	- 1,3	- 1,4	+ 4,5	- 0,7	+ 2,0	+ 2,3

¹ Construction non comprise. ² Janvier-février.

D'autre part, pour l'Europe continentale, l'année écoulée a été la cinquième d'une période d'expansion qui dure depuis le début de 1959. Il y a un an, la marge disponible de main-d'œuvre et de moyens de production était déjà négligeable et, d'une façon générale, la demande dépassait l'offre. Ce déséquilibre s'est accentué tout au long de l'année dernière, amenant les pouvoirs publics, dans beaucoup de pays, à modifier leur politique en vue d'y remédier.

A maints égards, l'évolution de la production et la structure de la demande ont été semblables l'an dernier et en 1962. Le produit national brut de l'ensemble des pays a moins progressé en 1963 que l'année précédente — 3,9% contre 4,9% — parce que les ressources sont à présent plus complètement utilisées, et à cause de la rigueur de l'hiver 1962/63. Seuls l'Autriche, les Pays-Bas, la Finlande et la Norvège font état d'une croissance plus forte qu'en 1962; en Suède et en Belgique, le taux n'a guère varié et, dans les autres pays, il a diminué. Ainsi, après avoir atteint en 1960 un maximum de 7,5%, le rythme d'expansion des pays du continent n'a cessé de se ralentir. Cette tendance s'est toutefois renversée dans une certaine mesure à la fin de 1963 et au début de 1964, la production ayant marqué une reprise dans plusieurs pays.

Quant à l'accroissement de la demande totale, c'est la consommation privée qui en est restée de très loin le facteur prépondérant. Sous son impulsion, non seulement la production de biens de consommation s'est accrue, mais leur commerce s'est brusquement intensifié à l'intérieur de l'Europe, qui a aussi développé ses importations en provenance du reste du monde. La progression a été particulièrement forte pour les biens de consommation durables, puisque la production d'automobiles a augmenté de 15%, et que même l'industrie textile a enregistré une expansion de 5%. Pour la première fois depuis plusieurs années, on a noté une amélioration assez nette des exportations de l'Europe continentale vers les autres pays. D'autre part, dans le secteur public, les investissements ont plus augmenté que l'année précédente, mais les dépenses de consommation ont, en général, moins contribué à l'expansion. La demande de logements a été forte dans la plupart des pays, mais un approvisionnement limité a freiné l'essor de la production. Les dépenses consacrées aux installations industrielles et à l'équipement ont, dans l'ensemble, joué un rôle moins actif, mais, depuis quelques mois, la demande s'est ranimée dans ce secteur et a donné un regain d'activité aux industries sidérurgique et mécanique.

Ainsi, l'expansion qui a caractérisé l'économie des pays du continent s'est maintenue, essentiellement grâce à la demande des consommateurs.

Les pressions inflationnistes. Au cours de l'année passée, l'économie européenne a subi des tensions d'une intensité telle que le problème de l'inflation est devenu

Variations du produit national brut et de ses composantes, à prix constants.

Pays	Années	Origine de la demande					Ressources disponibles		Produit national brut
		Consommation		Investissement intérieur brut en capital fixe		Exportations de biens et de services	Importations de biens et de services		
		Privée	Publique	Total	dont: installations et équipement			logements	
en pourcentage									
Allemagne	1961	6,9	8,2	9,4	10,7	4,6	3,3	7,7	5,4
	1962	5,8	11,9	5,5	6,4	2,2	4,2	11,4	4,2
	1963	2,7	6,3	1,8	2,0	1,4	9,8	8,3	3,2
Autriche	1961	4,9	1,1	6,3	6,3	6,6	7,5	4,2	4,8
	1962	5,2	2,2	-2,0	-2,8	1,9	7,4	9,3	1,5
	1963	5,1	5,2	1,5	1,0	3,6	8,8	4,0	4,4
Belgique	1961	3,1	1,1	3,1	2,2	4,9	7,6	6,6	3,2
	1962	4,0	6,1	1,5	3,7	-3,2	9,2	8,2	3,9
	1963	4,0	5,5	3,1	5,6	-3,0	9,0	9,5	4,0
Danemark ¹	1961	6,9	7,1	11,4	10,2	18,3	4,1	4,5	5,4
	1962	6,6	7,1	7,8	8,1	5,8	5,5	13,1	4,9
	1963	0,1	5,6	-2,5	-2,4	-2,9	11,1	0,0	1,8
Finlande ¹	1961	7,3	8,1	9,9	8,0	17,0	6,0	8,2	7,6
	1962	3,8	6,9	-0,4	-4,3	13,2	7,0	5,9	3,1
	1963	2,9	7,1	1,0	-2,4	12,1	0,6	-2,6	3,8
France	1961	5,9	3,4	10,5	11,8	6,7	5,4	7,2	4,5
	1962	7,0	4,3	7,5	8,3	4,9	2,5	9,2	6,6
	1963	6,3	1,9	5,9	5,2	8,1	7,4	12,0	4,3
Italie	1961	7,7	4,3	12,4	13,5	9,0	17,2	15,4	8,6
	1962	7,7	4,9	9,1	7,2	15,4	10,7	14,9	6,7
	1963	9,2	5,2	5,5	4,5	8,4	6,8	19,7	4,8
Norvège ¹	1961	5,7	4,2	11,5	12,1	7,8	7,2	9,6	5,7
	1962	3,8	5,4	6,5	7,0	3,1	5,4	7,0	2,9
	1963	4,4	6,0	7,1	7,9	2,0	11,3	9,7	4,8
Pays-Bas	1961	4,7	3,8	6,1	7,6	-1,1	4,4	7,1	3,1
	1962	4,2	6,3	4,2	6,2	-5,5	6,6	6,6	2,7
	1963	6,0	3,0	4,4	4,1	6,0	7,0	9,0	4,3
Suède ¹	1961	5,0	3,6	6,9	6,3	8,9	4,5 ²	0,6 ³	5,6
	1962	3,7	8,0	4,5	3,6	7,4	6,4 ²	6,2 ³	3,6
	1963	4,2	5,3	5,3	5,2	5,8	6,9 ²	7,1 ²	3,7
Suisse	1961	9,6	4,0	24,0	29,2	12,0	7,2	20,8	9,1
	1962	6,5	12,2	12,4	17,6	-1,5	5,7	9,7	6,1
	1963	5,4	9,6	2,6	3,0	1,2	4,3	5,6	4,2
Total des pays ci-dessus	1961	6,6	5,4	10,2	11,2	6,8	6,2	8,5	5,6
	1962	6,0	7,8	6,3	6,7	4,9	5,9	10,0	4,9
	1963	5,0	5,2	3,6	3,4	4,6	8,2	9,5	3,9
Grande-Bretagne	1961	2,1	4,0	8,7	9,3	6,0	1,7	-1,0	3,0
	1962	1,7	2,7	-1,1	-1,9	2,6	2,6	1,8	0,8
	1963	3,8	3,1	1,3	1,2	1,9	4,6	3,7	3,6
Etats-Unis	1961	1,8	5,0	-0,4 ⁴	-0,8	0,5	2,4	0,4	1,8
	1962	4,6	6,3	6,6 ⁴	5,8	9,0	5,9	8,2	6,1
	1963	3,6	3,9	4,6 ⁴	4,5	4,9	6,7	4,0	3,8

¹ Pour le Danemark, la Finlande, la Norvège et la Suède, les chiffres officiels concernant l'investissement intérieur comprennent les frais d'entretien et de réparation, mais on a exclu les dépenses de cette catégorie des chiffres ci-dessus. ² Exportations de biens et revenu net des services. ³ Importations de biens seulement. ⁴ Investissement du secteur privé et nouvelles constructions civiles du secteur public.

la préoccupation essentielle des autorités. La hausse des prix de gros et de détail, l'augmentation considérable des salaires et la montée en flèche des importations en ont été les principales manifestations. La pression s'est plutôt accrue en 1963/64, mais, à l'encontre de ce qui s'était passé un an auparavant, certains pays en ont plus souffert que d'autres.

La situation a été relativement satisfaisante dans quelques pays en 1963. Ce fut le cas en Grande-Bretagne, en Allemagne, au Danemark, en Suède et en Norvège; l'Allemagne et le Danemark ont même bénéficié d'un relâchement manifeste des tensions par rapport à l'année précédente. Mais, plus récemment, on y a constaté l'apparition de forces qui risquent de rendre plus difficile le maintien d'une stabilité monétaire raisonnable pendant l'année en cours. La croissance de la demande globale s'est nettement accentuée vers la fin de 1963, et les entreprises industrielles allemandes et anglaises ont enregistré un relèvement de leurs bénéfices et multiplié leurs projets d'investissement, alors que, dans d'autres pays, c'est plutôt l'évolution inverse que l'on a observée. En Allemagne, ces mouvements se sont accompagnés d'un fort accroissement de l'excédent extérieur, tandis qu'en Grande-Bretagne la balance des paiements a eu tendance à se détériorer.

En 1963, l'Italie a été le principal foyer d'inflation en Europe, mais la tension a été aussi très forte en France, en particulier jusqu'au moment où, à la fin de l'été, des mesures ont été prises. Ces deux pays ont connu les plus fortes hausses des coûts et des prix, ainsi qu'une dégradation très sensible de leur balance des opérations courantes. La pression inflationniste a persisté en Suisse, où la montée des prix a eu tendance à s'accélérer, tandis que s'aggravait le déficit courant. Aux Pays-Bas, les tensions semblent avoir été contenues pendant la majeure partie de 1963, mais une brusque poussée d'inflation s'est produite vers la fin de l'année sous la forme d'une forte majoration de salaires, obtenue à la suite de négociations. Dans plusieurs autres pays également, comme l'Autriche et la Belgique, les tendances à l'inflation se sont affirmées au cours de l'année.

Si les pressions ont été plus ou moins fortes selon les pays, il est certain que, dans l'ensemble, la menace d'inflation a paru plus grave l'an dernier qu'en 1962. La persistance, pendant une année de plus, du mouvement de hausse des prix et le relèvement excessif des salaires ont fait naître une psychose d'inflation qui a eu tendance à s'amplifier d'elle-même. Par ailleurs, si la hausse des prix avait porté surtout, en 1962, sur les denrées alimentaires, le temps exceptionnellement mauvais en était en grande partie responsable; mais l'an dernier, étant donné l'accroissement des importations agricoles et la température plus clémente, cette excuse n'a pu être invoquée. En outre, les cours mondiaux d'un certain nombre de marchandises se sont progressivement relevés depuis dix-huit mois, de sorte que l'Europe

a commencé de payer plus cher ses importations de matières premières et de denrées alimentaires tropicales.

Quelle a donc été la cause profonde de ces pressions inflationnistes persistantes? Dans une période de plein emploi et de croissance rapide des revenus, il est fréquent qu'une demande excessive et d'importantes augmentations de salaires, obtenues par voie de négociations, conjuguent leurs effets, de sorte qu'il est difficile de faire la part de chaque facteur. Dans le cas présent, on pourrait être tenté d'attribuer la plus forte influence à la poussée des salaires, en tirant argument de ce que le boom de l'investissement industriel a nettement perdu son élan après 1961. Toutefois, plusieurs signes portent à croire que la raison première en serait plutôt la demande excessive, alimentée par une trop forte expansion du crédit et par l'excédent des balances des paiements. C'est ainsi que le secteur du bâtiment est resté presque partout soumis à une pression intense de la demande et a été l'un des moteurs de l'inflation en raison des surenchères qui s'y sont exercées en matière de salaires et de prix. Sur un plan plus général, le marché de la main-d'œuvre a été extrêmement tendu et le chômage a diminué même dans les pays où son niveau était déjà très bas. Dans ces conditions, il faut s'attendre que les salaires augmentent de façon excessive, en se rappelant d'ailleurs que la forte position des organisations ouvrières dans les négociations contribue aussi à la hausse des rémunérations.

Si l'on considère les pays isolément, il semble que l'on puisse dire qu'en France, en Suisse, aux Pays-Bas et en Suède le facteur essentiel d'inflation a été la pression persistante de la demande. Mais, en Italie, c'est la hausse des salaires qui paraît avoir eu une influence prépondérante, non seulement parce que la demande d'investissement s'est notablement affaiblie en 1962, mais aussi parce qu'il n'est guère plausible de justifier la brusque accélération de la montée des salaires au début de 1963 par quelque changement soudain dans la situation du marché italien de la main-d'œuvre. Il est évident que des majorations d'une telle ampleur ne pouvaient avoir qu'une répercussion considérable sur la demande; il est néanmoins permis d'ajouter que, tant en Italie qu'aux Pays-Bas, l'existence d'un niveau de rémunération notablement inférieur à celui de leurs partenaires du Marché Commun peut expliquer en partie l'importance de ces relèvements de salaires dans une période où l'offre de main-d'œuvre a été en général insuffisante et où la liberté de déplacement des travailleurs a été plus grande que jamais.

Parmi les éléments qui ont contribué à renforcer les pressions inflationnistes dans les pays du continent européen, il faut mentionner l'excédent de leur balance des paiements, fort important depuis 1958 et qui, jusqu'à une date récente, a eu pour contrepartie le déficit des Etats-Unis. Mais nombreux sont les exemples d'inflation n'ayant pas eu pour cause un excédent de la balance des comptes, et,

inversement, un excédent extérieur n'est pas toujours générateur d'inflation; les deux phénomènes ne sont donc pas forcément liés par une relation de cause à effet.

Un excédent des opérations courantes dû au fait que les exportations dépassent les importations peut être une cause directe d'inflation, car il se traduit par un renforcement de la demande globale (cela peut résulter aussi de l'investissement direct de l'étranger). S'il se produit quand l'économie est employée à pleine capacité, il contribue directement à intensifier les pressions inflationnistes. Ce peut être le cas même s'il y a accroissement correspondant des importations, lorsque celui-ci est la conséquence d'une pression de la demande extérieure sur les ressources productives.

Pour l'Europe continentale considérée dans son ensemble, c'est la brusque progression des exportations à destination des autres zones, survenue pendant la période 1959/60, qui a fortement contribué à la relance de l'expansion. Toutefois, à cette époque, la marge de ressources productives était suffisante pour absorber la demande croissante, évitant ainsi toute pression inflationniste. Les exportations de l'Europe à destination des autres zones ayant cessé de croître après 1960, l'apparition de l'inflation en 1962/63 ne peut être attribuée à l'influence directe de l'excédent courant européen. La détérioration sensible de la balance des paiements courants au cours des deux dernières années, en raison du développement des importations, a même contribué à absorber la demande en excédent et à limiter la hausse des prix. C'est plutôt à l'intérieur même de l'Europe que l'inflation s'est propagée d'un pays à l'autre pendant cette période, par les répercussions que la demande excessive se manifestant dans certains pays a eues sur les ressources des autres.

L'autre mécanisme par l'intermédiaire duquel l'excédent de la balance des comptes peut avoir un effet expansionniste sur l'économie interne joue surtout de façon indirecte, par le biais d'une expansion de la liquidité monétaire interne et d'une diminution des taux d'intérêt. Cette influence n'a cessé de s'exercer sur l'économie européenne depuis 1959, et elle s'est trouvée renforcée par des entrées de capitaux consistant notamment en investissements de portefeuille et en transferts de fonds liquides. Mais une augmentation de liquidité de cette nature aboutit-elle effectivement à accroître la pression de la demande et les tensions inflationnistes? Tout dépend de l'importance de la demande à l'état latent, qui n'attend que des *moyens de financement* pour se manifester, et de la mesure dans laquelle les pouvoirs publics peuvent freiner l'expansion du crédit bancaire et compenser les afflux de fonds étrangers sur le marché des capitaux. Or, la demande en Europe réunissait les conditions les meilleures pour que puisse jouer cette influence, et les autorités, malgré le désir qu'elles avaient de la combattre, n'ont pas disposé, dans certains cas, des armes appropriées. Toutefois, dans l'ensemble, l'expansion du crédit en Europe

a été supérieure à celle que l'on peut attribuer à l'influence inévitable de l'excédent extérieur. Il faut ajouter que, dans certains pays, les importations de capitaux ont été effectuées dans le cadre de la politique officielle, tandis que, dans certains autres, il existait plus de possibilités de compenser les entrées en permettant plus largement les exportations de capitaux.

C'est donc principalement en exerçant une influence indirecte sur la situation des marchés monétaire et financier, plutôt qu'en provoquant directement un accroissement notable de la demande globale, que l'excédent extérieur persistant de l'Europe a contribué aux pressions inflationnistes. L'excédent a été un obstacle à la rigueur monétaire et a encouragé la poursuite de politiques expansionnistes; étant donné l'étroitesse croissante du marché de la main-d'œuvre, l'augmentation de ces pressions était à peu près inévitable. Bien sûr, jusqu'à un certain point, la politique expansionniste a contribué à réduire le déséquilibre des paiements internationaux; le danger est qu'elle risque d'aller trop loin.

Danemark. Au cours de l'actuelle période d'expansion, comme lors de celle qui dura de 1953 à 1957, le Danemark a été le premier pays à subir de fortes pressions inflationnistes et à être contraint de prendre de sévères mesures de restriction. Cette fois encore, les difficultés ont eu essentiellement pour origine des augmentations excessives de revenus survenant après que le plein emploi des ressources eut été atteint, et alors qu'un approvisionnement limité freinait la croissance de la production. Dès le début de 1960, le chômage était à son niveau le plus bas, et des signes de tension étaient même apparus plus tôt, malgré la relative stabilité des prix. La situation s'est aggravée en 1961. A la suite de vastes mouvements de grèves, un nouvel accord de salaires a été conclu pour deux ans; il prévoyait un relèvement immédiat de 8% des salaires des travailleurs de l'industrie, mais ce pourcentage devait être dépassé par la suite, du fait de l'entraînement mutuel des salaires et à cause de leur indexation sur le coût de la vie. Les traitements des fonctionnaires, qui n'avaient pas changé depuis trois ans, ont été augmentés de 13 à 14%, et les revenus agricoles ont été alignés sur ceux des autres secteurs. Au cours des deux années 1961 et 1962, les salaires ont monté d'environ 25%. Ce mouvement a déclenché une reprise marquée de la hausse des prix et une détérioration de la balance des paiements.

Les efforts déployés pour contenir ces pressions par des moyens monétaires, notamment en relevant le taux de l'escompte de 4,5% en 1959 à 6,5% au printemps de 1961, sont restés sans effet en raison de l'augmentation du déficit budgétaire. Vers le milieu de 1962, on se trouvait aux prises avec une crise inflationniste. Pour la résoudre, une série de mesures restrictives concernant le budget et les revenus ont été édictées en août 1962 et en mars 1963.

Le programme mis en œuvre pendant l'été de 1962 comprenait notamment une taxe générale de 9% sur les achats (à l'exception des achats de denrées alimentaires et de combustibles et des prestations de services), une réduction des mises en chantier de constructions publiques et privées, l'imposition d'un plafond aux dépenses de l'Etat et la décision de ne pas tenir compte de l'incidence des impôts directs et indirects pour procéder à l'ajustement des salaires bénéficiant d'une clause d'échelle mobile.

Malgré l'influence stabilisatrice de ces mesures, le processus d'inflation s'était déjà tellement accéléré qu'il apparut bientôt nécessaire d'en prendre de nouvelles, d'où les dispositions législatives mises en vigueur en mars 1963, prévoyant la limitation des relèvements de salaires à 1,25% pendant l'année à venir et à 2,5% pendant l'année suivante, l'interdiction d'augmenter les dividendes, le rétablissement des subventions de l'Etat à l'agriculture à peu près au niveau atteint en 1962/63, le blocage des prix et des bénéfices, et un plan d'épargne forcée compensant une réduction d'impôts directs décidée précédemment.

Ces mesures ont réussi à améliorer l'équilibre. Les prix se sont stabilisés pendant le second trimestre de 1963, et, depuis lors, ils n'ont guère varié malgré la suppression du blocage en octobre. Les importations de l'année 1963 n'ont pas dépassé celles de l'année 1962, tandis que les progrès des exportations ont contribué à éliminer le déficit des paiements courants. Ces résultats ont été obtenus au prix d'un ralentissement marqué de l'investissement brut, mais il est à noter que le plein emploi a été maintenu et que le chiffre de la production totale en 1963 a dépassé de près de 2% celui de 1962.

Le relâchement des pressions inflationnistes a permis de ramener le taux de l'escompte à 6% en août 1963 et à 5,5% en novembre. Plus récemment, la demande a de nouveau donné des signes d'emballement. En janvier 1964, la Nationalbank a mis les banques en garde contre une expansion exagérée du crédit et, en février, l'Etat a majoré les impôts sur les cigarettes, la bière et l'essence, et décidé d'ajourner toutes les mises en chantier dans le secteur public jusqu'au 1^{er} septembre de cette année.

Italie. Au début de 1962, la croissance de l'économie italienne avait commencé de se ralentir quelque peu et comme la balance des paiements et les réserves extérieures se trouvaient dans une situation favorable, les autorités ont jugé bon d'adopter une politique budgétaire et monétaire plus orientée vers l'expansion. De fait, la production industrielle a poursuivi sa progression au rythme annuel d'environ 9% tout au long de l'année 1963. Mais, en même temps, apparurent des tensions inflationnistes d'une acuité imprévue, qui obligèrent les autorités à recourir de plus en plus à des mesures restrictives.

C'est surtout la montée en flèche des salaires, vers la fin de 1962, qui a bouleversé les calculs officiels sur l'évolution probable de l'économie. A l'origine de ce mouvement, il y a eu d'une part le sentiment généralisé d'après lequel, les salaires ayant suivi avec un certain retard l'augmentation rapide de la production au cours des trois années précédentes, le moment était venu d'accorder une fois pour toutes aux travailleurs une augmentation exceptionnelle de revenus. D'autre part, l'absorption progressive des réserves de main-d'œuvre concourait à un tel relèvement, le chômage étant en effet tombé en 1963 à environ 2% de la population active. Quoi qu'il en soit, on constate que les salaires, qu'il s'agisse de l'industrie, de l'agriculture ou des services publics, ont progressé depuis au moins dix-huit mois à un rythme de 15% l'an ou plus — c'est-à-dire trois fois plus vite que la productivité.

De pareilles augmentations ont eu, sur les coûts de main-d'œuvre et sur la demande des consommateurs, une incidence qui ne pouvait manquer de se répercuter sur les prix comme sur la balance des paiements. Les prix de détail ont monté de quelque 8% et les prix de gros de 5,5% par an. En 1963, la balance des paiements courants s'est soldée par un déficit de \$900 millions, alors qu'en 1962, elle avait laissé un excédent de \$250 millions.

Du côté de la demande, non seulement la dépense totale des consommateurs a énormément augmenté mais, en outre, la part qu'ils consacrent aux denrées alimentaires plus chères — viandes et produits laitiers par exemple — et aux automobiles et autres biens durables s'est accrue à un rythme accéléré. Les ventes d'automobiles ont progressé des deux tiers en un an et, dans ces conditions, il n'est pas surprenant que les constructeurs italiens n'aient pu suivre l'expansion de la demande. La production agricole étant restée stationnaire depuis 1961, les importations de denrées alimentaires ont contribué pour \$500 millions à la détérioration constatée l'an dernier dans la balance des paiements. Les importations de véhicules à moteur y ont contribué pour \$300 millions. De plus, les importantes migrations de travailleurs agricoles vers les centres industriels ont accru la demande de logements dans les villes.

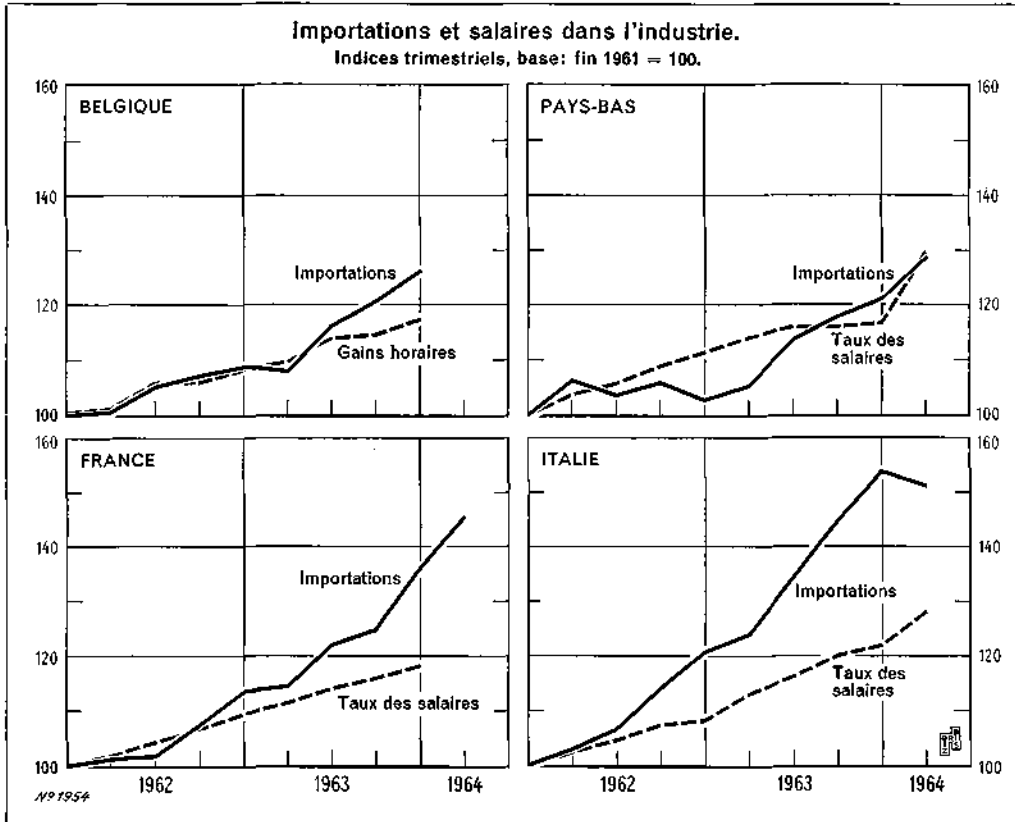
Jusqu'en septembre 1963, les autorités ont laissé les banques commerciales financer le déficit de la balance des paiements en accroissant leurs emprunts nets à l'étranger, permettant ainsi aux banques de continuer à développer leurs prêts, tant directement que par l'intermédiaire du marché des capitaux (qui serait resté inactif sans leur intervention), ce qui a compensé les effets déflationnistes du déficit sur l'économie interne. Lorsqu'il est devenu évident que l'inflation était importante et durable, les autorités monétaires se sont progressivement orientées vers une politique restrictive pendant le second semestre de 1963. En septembre, elles

ont demandé aux banques de cesser d'accroître leur endettement net à l'égard des non-résidents et de le réduire autant que possible. On a ensuite permis à l'effet déflationniste du déficit de s'exercer presque intégralement; les autorités ont néanmoins continué à créer assez de liquidités pour éviter toute perturbation sur le marché financier et pour couvrir le déficit de trésorerie du budget de 1963, déficit dû en grande partie aux majorations des traitements des fonctionnaires. L'expansion de la masse monétaire s'est alors ralentie et la liquidité des banques a été soumise à une pression de plus en plus forte.

En même temps qu'elles suivaient cette politique de resserrement monétaire, les autorités ont pris, en septembre 1963 et au début de 1964, des mesures dans d'autres domaines, celui des finances publiques notamment, afin d'améliorer l'équilibre entre l'offre et la demande à l'intérieur, en évitant autant que possible de sacrifier l'expansion de la production. Les mesures adoptées n'avaient pas toutes la même portée. Les plus importantes ont été probablement celles qui visaient à freiner la demande de biens de consommation — automobiles en particulier — et à améliorer l'équilibre du budget. Tout d'abord, divers projets de compressions budgétaires ont été annoncés, puis, en septembre, l'impôt frappant les ventes de certains produits de luxe a été majoré; enfin, en février 1964, une taxe spéciale de 7 à 15% a été instituée sur les achats d'automobiles et de bateaux, et l'impôt sur l'essence a été relevé de 14%. Cet ensemble de mesures a été complété par des restrictions sur le crédit à la consommation.

Un certain nombre de dispositions non moins importantes ont été prises en vue d'améliorer la situation du marché financier. Il a été décidé que, désormais, il ne serait émis d'obligations qu'à concurrence du montant de la nouvelle épargne à long terme disponible; à la place de l'impôt de 15% sur les dividendes, perçu par retenue à la source, il a été prévu que le contribuable pourra choisir entre un impôt du même type, mais dont le taux sera de 5%, et un impôt forfaitaire de 30% sur les dividendes encaissés; d'autre part, les droits de timbre sur les transferts d'actions et d'obligations ont été sensiblement réduits. Enfin, les autorités ont agi directement sur les prix de détail pour essayer d'enrayer leur hausse. En particulier, les loyers ont été bloqués pour une période de deux ans, et des importations supplémentaires de viande et de beurre ont été autorisées à titre exceptionnel.

Au printemps de 1964, ces diverses mesures restrictives commençaient à faire sentir leur effet. L'expansion du crédit se poursuivait au ralenti, et le mouvement de hausse des prix s'était, lui aussi, quelque peu assagi, tandis que dans certains secteurs de l'industrie, la pression de la demande diminuait sensiblement et que la tension s'atténuait sur le marché du travail. En revanche, les salaires continuaient d'augmenter — en partie à cause de l'indexation — et l'on ne pouvait guère déceler d'amélioration sur le marché des capitaux.



Le proche avenir montrera si un coup d'arrêt décisif a été porté à l'inflation et si la balance des paiements est en voie de redressement. L'évolution régulièrement ascendante des exportations constitue l'élément favorable de la situation; on peut donc escompter une amélioration de cette dernière si la vague des importations est endiguée et s'il est permis à l'économie de faire une pause qui serait mise à profit pour réduire le déficit commercial. Pour parvenir à ce résultat, deux conditions sont nécessaires: il faut d'abord que les mesures de restriction prises par le gouvernement réussissent à ralentir sensiblement l'expansion de la demande; il faut ensuite que tous les intéressés agissent de concert pour faire cesser la progression peu réaliste des salaires et la ramener à un rythme raisonnablement accordé à celui de la productivité.

France. Après un certain recul de la production, dû au mauvais temps et aux grèves qui ont affecté le secteur public pendant le premier trimestre de 1963, l'économie française a fortement progressé tout au long des douze mois suivants. Mais le secteur agricole n'a pu retrouver les résultats exceptionnels de 1962, de sorte que le produit national brut n'a augmenté, en 1963, que d'un peu moins de 4½%. Grâce à la demande soutenue émanant des consommateurs du secteur

privé, et par suite également de l'augmentation sensible de l'investissement public et du nombre des logements construits, la production industrielle s'est accrue en un an d'environ 6%.

Cette expansion s'est cependant accompagnée d'une forte hausse des prix. Pendant la majeure partie de l'année 1963, l'indice des prix de détail et celui des prix de gros ont monté à la cadence annuelle d'au moins 6% pour le premier et de 4% pour le second. La pression inflationniste a été absorbée en partie par une détérioration de la balance des opérations courantes; au début de 1964, l'excédent de la balance commerciale, sur la base des prix f.o.b., avait disparu.

Les causes essentielles de la tension ont été l'expansion rapide de l'ensemble de la demande, notamment des dépenses de consommation, et la pression qu'elle n'a cessé d'exercer sur le marché de la main-d'œuvre. L'accroissement de la consommation résultait lui-même en partie du retour des Français d'Algérie; il était dû aussi aux augmentations de salaires obtenues depuis un an ou deux, si bien qu'un mouvement inflationniste en spirale, que son propre élan suffisait à entretenir, paraissait s'être amorcé. Bien que la population active ait de nouveau augmenté fortement en 1963, la situation de la main-d'œuvre ne s'est pas sensiblement détendue et les salaires ont continué de s'élever à une allure rapide. Le total des revenus versés par les employeurs a progressé de 13% en 1963, soit trois fois plus que la production, et plus que le produit national mesuré aux prix courants.

Durant le premier semestre de 1963, les autorités ont accentué leur politique de freinage de l'expansion de la masse monétaire et des avoirs liquides, tant en imposant la modération aux institutions de crédit qu'en drainant davantage l'épargne des particuliers vers le marché financier. Ces mesures ont constitué, de leur part, un changement d'orientation de leur politique, leur objectif étant d'essayer que l'accroissement de la liquidité interne progresse plus ou moins en conformité avec celui de la production réelle. Néanmoins, dans le courant de l'été, il est apparu que le redressement de la situation nécessitait une action plus énergique, car le mouvement de hausse des prix s'accélérait assez fortement.

C'est pour ces raisons qu'a été lancé, en automne, un programme de stabilisation dont l'objectif principal était d'enrayer la hausse des prix et d'éponger le surcroît de demande de caractère inflationniste sans gêner sensiblement le développement de la production. Les mesures prises peuvent être groupées en trois grandes catégories: en premier lieu, celles qui visent à resserrer davantage le crédit, à savoir les restrictions apportées aux ventes à tempérament et au crédit bancaire, et le relèvement du taux de l'escompte, porté de 3 ½ à 4%; ensuite, les mesures concernant les finances publiques, qui prévoient notamment la réduction du déficit budgétaire de l'exercice 1964 et un recours accru à l'emprunt à long terme; enfin,

celles qui relèvent de l'action directe contre la hausse des prix, et qui comprennent notamment la réduction de certains droits de douane, le report de l'augmentation des loyers réglementés et une interdiction générale de majorer les prix des objets manufacturés sans autorisation du Ministère des finances.

Vers la fin de 1963 et pendant le premier trimestre de 1964, ce programme paraissait atteindre une certaine mesure de succès. Le rythme de hausse de l'indice des prix de détail était tombé aux environs de 2% par an, tandis que la production poursuivait sa progression soutenue. Le mouvement d'expansion de la masse monétaire s'était lui aussi ralenti, en partie à cause de la réduction de l'excédent extérieur et aussi parce que les avances bancaires augmentaient plus lentement. Toutefois, il était trop tôt pour apprécier jusqu'à quel point la situation s'était radicalement améliorée. En premier lieu, il se peut que les mesures de contrôle des prix aient eu, dans un certain sens, pour effet d'arrêter simplement l'inflation pendant quelque temps, ce qui n'exclut pas, par conséquent, une accélération de la hausse des prix plus tard dans l'année. En second lieu, les premiers mois de 1964 ont été marqués par une certaine reprise de l'agitation sociale dans le secteur public. Les autorités se sont toutefois déclarées fermement résolues à maintenir les augmentations de salaires dans des limites raisonnables, ainsi qu'à résister aux demandes de relèvement des prix agricoles.

En tout cas, le marché de la main-d'œuvre est resté très tendu, et ce sera peut-être sur la réalisation du projet de réduction du déficit budgétaire que se décidera le succès de l'effort de stabilisation.

Pays-Bas. Au début de 1963, l'impression régnait aux Pays-Bas que l'activité économique se ralentissait plus qu'il n'eût été souhaitable. Aussi les autorités, tenant compte notamment de la détente intervenue sur le marché du travail et de l'atténuation de l'expansion du crédit, ont-elles suspendu les restrictions monétaires.

Toutefois, la consommation privée a repris sa progression, et ce mouvement s'est poursuivi pendant toute l'année à un rythme proche de celui enregistré en 1960, année où l'activité fut particulièrement intense. L'investissement fixe s'est également plus développé que l'année précédente, et dans le secteur de la construction, la demande a continué d'être supérieure à la capacité de production. Les exportations ont augmenté autant qu'en 1962 et seule la consommation du secteur public a fléchi. Du côté de l'offre, la production a enregistré un gain beaucoup plus important que les deux années précédentes. Les importations se sont, elles aussi, accrues davantage qu'en 1962 et 1961 et comme leur expansion, en 1963, a été plus rapide que celle des exportations, l'excédent courant (calculé sur la base des transactions) a été ramené à des proportions que l'on considère convenables pour l'économie néerlandaise.

Tous ces éléments d'augmentation de la demande ont conjugué leurs effets pour exercer sur le marché du travail une pression croissante, encore renforcée par la demande extérieure de main-d'œuvre qui attirait des travailleurs à l'étranger. Cette tension a conduit en définitive à une rupture de l'accord général sur les salaires, sur l'initiative de quelques employeurs. En octobre, il a été convenu que les taux officiels de salaires seraient relevés de 10% en 1964. Mais on prévoit des majorations effectives d'environ 15%; en ce qui concerne les fonctionnaires, l'augmentation accordée a atteint 20%. D'autre part, on escompte que la productivité s'améliorera de 4,5% en 1964.

Pour souhaitable qu'ait pu être, aux Pays-Bas, une certaine adaptation des salaires et des prix à ceux des pays voisins, une hausse des salaires de cette ampleur ne pouvait que comporter le risque sérieux d'aboutir à une disparité en sens contraire. Ce danger paraissait d'autant plus à craindre que, d'une part, la croissance marquée de la demande des consommateurs semblait devoir coïncider avec une forte progression de l'investissement privé et que, d'autre part, l'économie disposait d'assez de liquidités pour financer une demande supplémentaire assez importante.

Dans ces circonstances, les autorités ont pris, à partir de l'automne, diverses mesures restrictives, en vue de réduire la demande et d'amortir l'incidence inflationniste des augmentations de salaires.

En octobre, la Nederlandsche Bank a rétabli les plafonds de crédit, et en janvier 1964, le taux de l'escompte a été relevé de 3½ à 4%, et la réglementation des ventes à crédit a été rendue plus sévère. En matière de contrôle des prix, on a fixé une limite à la possibilité de répercuter les augmentations de salaires sur les prix de vente. On a cherché d'autre part à diminuer la demande des consommateurs en majorant sensiblement les impôts sur les cigarettes et sur l'essence. Des dispositions visant à restreindre la demande d'investissement ont également été arrêtées: les programmes d'investissement du secteur public ont été réduits et, afin de décourager l'investissement dans le secteur privé, les amortissements anticipés et les abattements d'impôt pour investissement ont été supprimés pour les constructions nouvelles. Enfin, pour éponger une partie des liquidités de l'économie, le gouvernement a émis un emprunt d'un montant supérieur à ses besoins réels.

Les mesures prises auront pour effet de limiter les progrès de l'activité économique. Néanmoins, il faut prévoir pour 1964 un excédent assez important de la demande, ainsi qu'une hausse des prix et une détérioration de la balance des paiements. Toutefois, on escompte une amélioration de la situation au cours du second semestre.

Suisse. Les symptômes de tension ont persisté dans l'économie suisse. L'augmentation de l'emploi ayant été moins forte, le produit national brut, en termes réels, ne s'est accru que de 4,2%, taux bien inférieur à celui de 6,1% enregistré en 1962. La consommation privée et la dépense publique ont été les principaux facteurs d'expansion. L'investissement des entreprises a progressé moins rapidement, mais en raison de l'accroissement marqué de l'investissement public et de l'activité persistante de la construction de logements, l'écart entre l'offre et la demande dans le secteur du bâtiment s'est plutôt élargi. La balance commerciale a continué de se détériorer.

Toutes les données recueillies faisant état d'une nouvelle aggravation des principaux déséquilibres, le gouvernement fédéral a présenté, en janvier 1964, un projet de législation visant à accroître ses moyens d'action contre l'inflation.

En matière de politique du crédit, la nouvelle législation votée par le Parlement en mars donne force de loi aux dispositions résultant des conventions volontaires précédemment passées entre la Banque Nationale et les banques commerciales; le gouvernement peut ainsi, désormais, interdire le versement d'intérêts sur les nouveaux dépôts étrangers et leur imposer un délai de préavis, empêcher le placement en Suisse de capitaux étrangers par acquisition de valeurs mobilières suisses, de propriétés ou d'hypothèques, limiter l'augmentation du crédit bancaire et assurer le contrôle des nouvelles émissions. De plus, les dispositions qui précèdent sont désormais étendues aux autres intermédiaires financiers, et les banques pourront être invitées à déposer auprès de la Banque Nationale la contre-valeur des nouveaux dépôts qu'elles recevront de l'étranger (dans la mesure où ils ne sont pas placés à l'étranger en monnaies étrangères). Cette dernière mesure est entrée en vigueur le 31 mars 1964.

La nouvelle législation comporte également des prescriptions visant à restreindre l'activité de la construction. Sauf certaines exceptions, les constructions sont soumises à autorisation préalable et un plafond peut être fixé à l'octroi de nouveaux permis de construire. Certaines catégories de constructions non indispensables seront interdites complètement pendant un an. En outre, la réglementation restrictive sur l'admission des travailleurs étrangers édictée en mars 1963 doit être reconduite pour une nouvelle période de six à neuf mois, à l'expiration de laquelle elle sera remplacée par une réglementation plus complète.

Un autre fait important, qui a représenté un certain changement par rapport à la politique antérieure, a été le mouvement de hausse des taux d'intérêt. Jusqu'alors, la Banque Nationale s'était efforcée de les maintenir à un niveau relativement peu élevé, non seulement pour des raisons liées à la balance des paiements, mais aussi à cause de la place très importante tenue par le crédit hypothécaire dans l'économie

suisse, et de l'effet qu'une majoration des taux d'intérêt risquerait d'avoir, par conséquent, sur les loyers, les prix agricoles et les salaires. Cette politique, si elle a contribué à contenir l'inflation des coûts, a en revanche stimulé l'expansion économique et aggravé la tension dans le secteur du bâtiment. Toutefois, quand la demande de crédit s'est intensifiée vers le milieu de 1963, alors que les banques n'avaient plus la possibilité de s'assurer des ressources à moyen terme, la Banque Nationale a autorisé un relèvement du taux de rémunération des obligations à moyen terme des banques, qui a été suivi d'une augmentation quasi générale des taux d'intérêt. Les taux pratiqués en Suisse ne sont pas encore très élevés, mais leur mouvement ascendant s'est poursuivi, et la Banque Nationale a indiqué qu'elle n'a pas l'intention de s'opposer à cette tendance; le niveau auquel ils s'établiront en définitive dépendra du succès du programme de stabilisation lui-même.

Belgique. Après deux ans d'expansion équilibrée, l'économie belge a commencé de donner des signes de tension après le milieu de 1963. Le chômage est tombé au niveau le plus bas jamais atteint, tandis que l'expansion de la demande totale continuait de s'accélérer.

La demande de biens de consommation durables est restée vive l'an dernier et les entreprises ont intensifié leurs investissements. Mais l'influence de ces facteurs a été éclipsée par l'accroissement des dépenses publiques, notamment en matière d'investissement. La construction de logements a diminué, et, malgré une progression rapide des exportations, la balance des opérations courantes s'est quelque peu détériorée.

Le déficit global du Trésor s'étant fortement aggravé, l'Etat a dû faire face à des besoins financiers accrus à un moment où augmentaient également les besoins de crédit des entreprises commerciales et industrielles, et où le nouvel impôt perçu par voie de retenue à la source détournait le public des nouvelles émissions de valeurs mobilières belges. Le Trésor s'étant procuré à l'étranger une grande partie des ressources nécessaires, il en est résulté une expansion des liquidités des banques commerciales. Celles-ci ont pu ainsi développer considérablement le crédit à l'économie, ce qui a déterminé un gonflement rapide de la masse monétaire, dont l'incidence a été, jusqu'à présent, compensée en partie par la préférence accrue du public pour les avoirs liquides. Si l'on ne tient pas compte des opérations de l'Etat en capital, on constate que d'excédentaire, la balance des paiements est devenue déficitaire, et qu'elle n'a pas contribué à la formation de liquidités intérieures.

Confrontée par cette situation, la Banque Nationale a abandonné sa politique de crédit libérale: en octobre 1963, le taux d'escompte avait été relevé, en deux étapes, de 3,50 à 4,25%. Toutefois, ces mesures n'ont pas empêché les hausses de

salaires et de prix de s'accélérer quelque peu pendant le second semestre de 1963, rendant plus imminent le danger d'inflation. Aussi a-t-on pris un certain nombre de mesures: ainsi, le gouvernement a l'intention d'étaler son programme d'investissement sur une période plus longue; les conditions d'octroi des crédits à la consommation ont été rendues plus strictes en février 1964; enfin, la Banque Nationale et les institutions de crédit ont conclu un accord en vue de limiter l'expansion des prêts.

Le succès de ces mesures dépendra en grande partie du Trésor lui-même. On s'attend que le déficit budgétaire global reste élevé en 1964, et son mode de financement influera sur le cours futur des événements. Depuis quelques mois, il est financé par l'emprunt à long terme, ce qui constitue un progrès, mais le niveau élevé des liquidités du secteur privé risque lui-même de compromettre la stabilité monétaire; même s'il était mis à profit pour financer le déficit de l'Etat, cela équivaldrait plutôt à accélérer la vitesse de circulation de la monnaie qu'à créer une épargne nouvelle.

Suède. L'année dernière a été satisfaisante pour l'économie suédoise. Pourtant, en janvier 1963, les perspectives n'étaient pas entièrement favorables, de sorte que le taux de l'escompte a été ramené de 4 à 3,5% tandis que l'investissement public était accéléré. En juin 1963, une expansion rapide du crédit bancaire et les pressions inflationnistes provenant du secteur du bâtiment ont amené la Riksbank à rétablir le taux de l'escompte à son niveau précédent, puis un nouveau relèvement, le portant à 4,5%, a été annoncé en janvier 1964. En même temps, la liquidité des banques a été réduite par les opérations de gestion de la dette publique et, dans la même intention, il a été décidé que lorsque les recours des banques à la Riksbank deviendraient excessifs, un taux de pénalisation leur serait appliqué.

Après avoir enregistré un excédent de KRS 600 millions pour 1962, le budget s'est soldé en 1963 par un déficit de KRS 200 millions; du fait de ce renversement de situation, c'est à la politique monétaire qu'a été dévolue la tâche d'empêcher une évolution inflationniste de l'expansion économique. Cependant, le secteur du bâtiment a continué de recevoir des crédits importants, tandis que les crédits à l'industrie ont dû être adaptés au changement de politique.

Le produit national brut, mesuré à prix constants, s'est accru de 3,7% en 1963, mais à cause de l'hiver exceptionnellement rigoureux et de la médiocrité de la récolte, ce chiffre rend insuffisamment compte de l'importance des forces d'expansion. Les secteurs qui, précédemment, avaient marqué des tendances à la récession, à savoir l'industrie de la pâte à papier, celle du papier et la métallurgie, ont connu la plus forte reprise par suite notamment du redressement des exportations. La pénurie croissante de main-d'œuvre, particulièrement marquée dans le

secteur du bâtiment, s'est manifestée par une nouvelle réduction du chômage. Tandis que les prix de détail ont moins monté qu'en 1962, les prix de gros ont augmenté un peu plus, en raison du relèvement des cours des matières premières.

Les plus importants facteurs d'expansion ont été la consommation privée et celle du secteur public, les exportations, en progrès rapide, et l'investissement des collectivités locales. Quant à l'investissement dans l'industrie, il a continué à fléchir, moins toutefois qu'il n'était prévu.

En raison du rétrécissement des marges bénéficiaires, les employeurs se sont opposés avec une vigueur particulière aux augmentations de salaires. Grâce à l'intervention d'une commission d'arbitrage nommée par le gouvernement, ils ont fini par conclure avec les syndicats, en avril 1964, un nouvel accord qui prévoit un relèvement de salaires de 1,4% en 1964 et un autre de 3,4% en 1965. On pense toutefois que la majoration des avantages accessoires et le caractère contagieux des augmentations de salaires auront pour effet de déterminer une hausse effective des coûts horaires de main-d'œuvre qui sera presque la même que les années précédentes.

Autriche. Après le ralentissement d'activité que l'on avait pu constater en 1962, l'économie autrichienne a connu au cours de l'année passée une reprise progressive. Alors que l'augmentation du produit national brut n'était, au premier trimestre, que de 1% en termes réels par rapport à la période correspondante de l'année précédente, elle atteignait 7% au quatrième trimestre. La consommation des particuliers, les dépenses publiques et les exportations ont été les facteurs les plus dynamiques de l'expansion. L'investissement des entreprises et les exportations d'acier et autres produits de base n'ont pas suivi la même progression, mais depuis le quatrième trimestre de 1963, des signes de reprise se sont également manifestés dans ces éléments de la demande. Si l'on considère l'année 1963 dans son ensemble, les pressions sur le marché du travail ne se sont pas intensifiées; l'amélioration de 4,4% du produit national brut réel a été réalisée avec une faible augmentation de l'emploi, mais le transfert de main-d'œuvre des secteurs en difficulté aux secteurs en expansion a fortement contribué à l'accroissement de la production.

L'excédent persistant de la balance des paiements a provoqué un nouvel accroissement des liquidités bancaires, et, par voie de conséquence, les taux d'intérêt ont eu tendance à baisser. Les autorités monétaires n'ont pas essayé de s'opposer à ce dernier mouvement. Au contraire, pour stimuler l'investissement, elles ont ramené le taux de l'escompte de 5 à 4,5% en juin 1963. Le crédit a connu un développement accru, dont le principal bénéficiaire a été le secteur du bâtiment.

La hausse des prix est restée préoccupante. Après l'expiration, en janvier 1963, de l'accord sur le blocage des salaires et des prix, le second semestre de l'année a été marqué par une nouvelle vague d'augmentations de salaires qui se sont répercutées sur les prix, au point qu'il a fallu charger un groupe d'experts de dresser un programme de stabilisation. Ce programme, qui a déjà été approuvé par les représentants des entreprises et des travailleurs, recommande, entre autres moyens de lutte contre l'inflation, le recours systématique à des réductions temporaires de droits de douane et une admission plus libérale de la main-d'œuvre étrangère. Les premières mesures dans ce sens ont été prises en avril 1964.

Allemagne. Dans ce pays, le climat économique a brusquement changé après le milieu de 1963. Jusqu'alors, la pression inflationniste était allée en s'atténuant. La fièvre d'investissement des entreprises industrielles s'était progressivement calmée en 1962, et ultérieurement, la progression de la consommation privée s'était ralentie en 1963, en raison de l'augmentation un peu moins rapide des salaires et de la reprise de l'épargne des particuliers. Bien que la demande ait été encore très vive dans le secteur de la construction, le marché du travail apparaissait mieux équilibré, les prix ne montaient pas beaucoup et, au total, avec un accroissement de la production avoisinant 3% par an, il semblait que s'ouvrait une période plus calme, où l'expansion serait moins fiévreuse.

Mais depuis lors, la situation a changé du tout au tout, et l'année 1964 semble devoir être marquée par l'intensification du rythme de croissance et probablement par un renouveau de la tension sur les ressources. Ce changement a eu comme cause principale un accroissement accéléré des exportations et surtout des commandes étrangères, du fait que la pression de la demande dans les autres pays d'Europe était intense. En même temps, l'expansion des importations s'est ralentie et le déficit des transactions invisibles a diminué, de sorte que la balance des paiements courants, qui avait été négative jusqu'au troisième trimestre de 1963 inclus, a enregistré par la suite un excédent dont le taux annuel a été d'environ \$2 milliards. En outre, l'afflux des capitaux à long terme vers le marché des obligations — dû en partie à l'attrait exercé par les taux d'intérêt, mais encore plus à des raisons fiscales et autres — a continué de gonfler l'excédent de la balance des paiements. Tous ces mouvements ont eu pour effet d'inciter les entreprises à étendre leurs projets d'investissement et d'accroître de nouveau la liquidité des banques commerciales.

Ainsi, les autorités allemandes doivent une fois de plus faire face à des risques d'inflation intérieure causés par un excédent extérieur. Dans ces conditions, il a paru de plus en plus aléatoire de s'en tenir à la politique suivie depuis 1961, qui consistait à laisser le système bancaire et l'ensemble de l'économie s'ajuster plus ou moins complètement au jeu des forces économiques. Une politique de rigueur

monétaire généralisée étant d'autre part inopportune en raison de la position extérieure, les pouvoirs publics ont pris un certain nombre de mesures dans divers domaines pour dissuader les capitaux étrangers d'entrer en Allemagne et inciter les banques allemandes à investir à l'étranger une part plus importante de leurs disponibilités.

Au début de 1964, les banques ont été invitées à donner la priorité aux résidents pour la souscription aux émissions d'obligations du secteur public. En mars, le gouvernement a annoncé son intention d'instituer un impôt de 25 %, perçu par retenue à la source, sur l'intérêt des obligations allemandes détenues par les non-résidents, et de supprimer la taxe de 2,5 % sur les nouvelles émissions de valeurs mobilières, pour inciter les emprunteurs étrangers à recourir au marché financier allemand. A la même époque, la Bundesbank a remis en vigueur les dispositions spéciales permettant d'effectuer des swaps au-dessous des cours du marché, afin d'inciter les banques à acquérir des bons du Trésor des Etats-Unis. En outre, elle a relevé les coefficients de réserve minima, imposés aux banques sur les dépôts des non-résidents, jusqu'au maximum autorisé par la loi, afin de stimuler encore les exportations de capitaux, puisque l'obligation de constituer des réserves ne s'applique pas aux dépôts compensés par des avoirs à court terme à l'étranger. Enfin, l'interdiction de servir des intérêts aux étrangers a été, une fois de plus, étendue des dépôts à vue aux dépôts à terme.

Il est facile de voir que ces mesures ne s'attaquent pas aux causes des difficultés. Mais comme celles-ci ont, la plupart du temps, leur source dans d'autres pays, on ne voit pas très bien quel serait, pour les autorités allemandes, le remède qui conviendrait. Toutefois, après l'accroissement assez soudain et sensible des exportations, on peut espérer qu'une progression des importations contribuera à modérer la pression exercée sur l'économie au cours de l'année qui vient; il a été proposé d'abaisser certains droits de douane pour faciliter cet ajustement. En outre, les autres pays ont pris des mesures pour contenir la poussée excessive de la demande.

Grande-Bretagne. Après avoir marqué une pause en 1961/62, la production a progressé rapidement en Grande-Bretagne depuis le printemps de 1963, sous l'effet de diverses mesures prises par les autorités et d'un accroissement des exportations. Ainsi, au quatrième trimestre de 1963, elle avait augmenté d'environ 8 % par rapport à la période correspondante de l'année précédente; le mouvement s'est poursuivi pendant le premier trimestre de 1964, à un rythme légèrement ralenti, mais le chômage a continué de baisser et la marge de capacité inutilisée est devenue nettement étroite.

Une politique budgétaire et monétaire favorisant l'expansion avait été inaugurée à l'automne de 1962; c'est cette politique qui avait inspiré aussi le budget

présenté en avril 1963, qui prévoyait une augmentation d'environ £620 millions du déficit global. (Le chiffre réel du déficit a été inférieur de £200 millions aux prévisions.) L'investissement public, notamment dans les secteurs de l'électricité et du logement, a été considérablement développé, tandis que des réductions d'impôts stimulaient les dépenses de consommation, notamment celles consacrées aux achats d'automobiles. Pendant ce temps, les exportations ont progressé de 10% (et de 8% en volume) depuis le début de 1963; ce rythme semble satisfaisant, mais n'est pas exceptionnel si l'on considère l'intensité de la demande sur presque tous les grands marchés. La part prise par la Grande-Bretagne dans les exportations mondiales de produits manufacturés a même continué de baisser légèrement.

A mesure que l'expansion s'affirmait, le mouvement de baisse de la formation de capital fixe, qui durait depuis le milieu de 1961 dans les industries de transformation, s'est arrêté, et une certaine reprise s'est produite avant la fin de l'année. On prévoit un redressement notable en 1964. Mais le fait le plus remarquable, c'est que les stocks ont cessé de s'amenuiser, et ont augmenté de près de £200 millions, entre le troisième et le quatrième trimestre de l'année dernière, ce qui a contribué à porter les importations à des niveaux records. La balance des opérations courantes se détériorant, et les exportations de capitaux à long terme augmentant elles aussi, l'excédent de la balance de base des paiements a fait place à un déficit. A partir de mars 1963, les autorités ont cherché à dissuader les capitaux liquides de quitter le pays en maintenant les taux d'intérêt à court terme à un niveau élevé par rapport au taux officiel de l'escompte de 4%.

Si l'année dernière a été caractérisée par une expansion rapide et par une baisse des coûts de main-d'œuvre, c'est parce qu'au départ, les ressources étaient insuffisamment utilisées. C'est pourquoi les autorités, au cours des premiers mois de 1964, ont eu à assumer une double tâche: ramener la croissance de l'économie à une allure susceptible d'être soutenue pendant longtemps, et prévenir toute tendance des coûts de main-d'œuvre à s'emballer de nouveau, ce qui désavantagerait l'industrie par rapport à ses concurrentes étrangères. La tactique adoptée a consisté à exercer une contrainte modérée. Le taux de l'escompte a été porté de 4 à 5% à la fin de février, mais la liquidité des banques — le coefficient minimum est actuellement fixé à 28% — n'a pas été sévèrement comprimée. Le projet de budget présenté en avril prévoyait une augmentation d'environ 10% des impôts sur le tabac et les boissons alcooliques, qui devait rapporter £100 millions de recettes supplémentaires. D'autres mesures ont été prises pour inciter les particuliers à épargner. On prévoyait toutefois que l'excédent des dépenses «below the line» serait supérieur d'environ £300 millions aux résultats de l'année financière précédente; mais l'augmentation sera en réalité

moins importante puisqu'il est prévu que l'Echiquier consentira une avance d'environ £165 millions aux collectivités locales, ce qui diminuera d'autant leurs emprunts au marché.

Jusqu'à présent, depuis que l'économie est en reprise, les salaires ont progressé d'une manière assez conforme à celle que préconisait la politique des revenus. Toutefois, leur hausse a dépassé le taux « indicatif » de 3,5 %, qui correspondait à l'objectif d'une croissance annuelle de 4 %, et si elle a pu être absorbée l'an dernier grâce à la reprise cyclique sans qu'il en résulte d'inflation, ce résultat ne prouve pas que le problème ait été résolu. Tant en ce qui concerne les coûts de main-d'œuvre que la balance des paiements, l'épreuve décisive n'a pas encore été subie.

Mais la situation générale autorise un optimisme prudent, du fait que malgré le programme de lutte contre l'inflation établi par la C.E.E., les perspectives d'avenir restent assez favorables pour les exportations – à condition toutefois que la demande intérieure ne se développe pas trop vite.

Amélioration de la situation aux Etats-Unis.

Un changement d'une grande importance s'est produit l'an dernier dans l'économie des Etats-Unis: la politique officielle, tant monétaire que budgétaire, s'est libérée de ses entraves. Le déficit extérieur s'étant aggravé pendant le premier semestre de 1963, en raison de l'ampleur prise par les exportations de capitaux privés, trois mesures monétaires importantes ont été adoptées en juillet: le taux de l'escompte a été porté de 3 à 3,5 %, afin de ralentir les sorties de fonds liquides; la « Regulation Q » a été assouplie pour permettre aux banques de lutter plus efficacement contre la concurrence étrangère en matière de rémunération des dépôts à terme; enfin, le Président a proposé au Congrès de frapper les nouveaux achats de valeurs étrangères d'une taxe de péréquation de l'intérêt, afin de décourager les sorties de capitaux qui s'effectuaient sous forme d'investissements de portefeuille. A la suite de ces mesures, et en grande partie à cause d'elles, le déficit de la balance des paiements s'est réduit de façon remarquable pendant le second semestre de 1963, et au cours du premier trimestre de 1964, d'autres facteurs aidant, l'équilibre a presque été atteint.

Sur le plan budgétaire, le projet de réduction de l'impôt sur le revenu s'est vu conférer force de loi en février 1964: il doit en résulter, pour l'année civile 1964, une diminution de recettes de \$8 milliards au titre de l'impôt sur le revenu des personnes physiques et une diminution de \$1,5 milliard de l'impôt sur les sociétés. S'il se peut que l'attente de cette mesure ait déjà, avant même qu'elle fût votée, exercé une certaine influence sur la demande, son effet stimulant se fera surtout sentir au cours

des prochains mois. Cet allègement d'impôts n'a pas pour objectif essentiel de contrarier l'évolution cyclique de l'économie, mais il représente un effort en vue d'améliorer l'utilisation des ressources productives qui n'a cessé d'être fort insuffisante depuis six ans. Il vient, à juste titre, renforcer l'optimisme des prévisions sur l'évolution future de l'économie, encore qu'il soit probable que l'objectif du plein emploi ne sera pas atteint à bref délai.

Après le ralentissement de l'expansion au cours du second semestre de 1962, l'économie américaine a connu l'année passée une évolution favorable, beaucoup plus qu'on ne l'escomptait au début de 1963. Bien que l'augmentation de la demande globale ait porté sur d'assez nombreux secteurs, les éléments les plus agissants de l'expansion ont été la forte demande de véhicules automobiles, le développement considérable de la construction de logements et de l'investissement fixe des entreprises, ainsi que l'accroissement des stocks, qui a retrouvé un rythme plus normal. Les dépenses du gouvernement fédéral et la consommation des particuliers ont fait moins de progrès que l'année d'avant.

Ainsi, l'économie a donné tort aux pessimistes en se maintenant dans la phase d'expansion du cycle économique plus longtemps qu'au cours des précédents cycles d'après-guerre, et rien ne laisse présager un renversement du mouvement actuel. D'une façon générale, on peut dire, pour expliquer cet état de choses, que l'expansion ne s'est pas traduite par les excès caractéristiques qui, d'eux-mêmes, ont si souvent mis un terme à une période d'essor ou ont déterminé les autorités à intervenir dans un sens restrictif. L'effet exercé par l'accroissement de la demande monétaire n'a pas été annulé par une hausse trop vive des prix, et le rythme des augmentations de salaires est en général resté suffisamment modeste pour ne pas déclencher le processus de «la spirale salaires-prix». Il n'y a pas eu d'expansion soudaine des investissements industriels et commerciaux comme en 1956/57, ni d'accumulation hâtive des stocks comme en 1959, mouvements qui, l'un comme l'autre, n'auraient pas manqué de provoquer une réaction. Il est resté facile d'obtenir des crédits hypothécaires et leur coût a diminué au lieu d'augmenter. Enfin, l'influence stimulante du budget fédéral s'est maintenue assez régulièrement, contrairement à ce qui s'était produit de 1954 à 1956 et de 1958 à 1960, périodes pendant lesquelles elle avait été très sévèrement réduite. En d'autres termes, les entreprises, les travailleurs et les pouvoirs publics ont tous contribué au maintien d'une expansion harmonieuse.

La réduction d'impôts ne devant exercer d'effet stimulant sur la demande que dans les mois à venir et le rythme auquel les entreprises investissent tendant à s'accélérer, on peut prévoir que l'activité économique s'accroîtra sensiblement. En ce qui concerne l'évolution future, certaines divergences d'opinions se sont

manifestées quant aux problèmes qui risquent de se poser et aux conclusions à en tirer sur le plan de la politique à suivre. La question de savoir si des tendances inflationnistes se feront jour dans un proche avenir fait notamment l'objet de controverses. Il semble que l'économie dispose à cet égard d'une marge amplement suffisante pour absorber l'augmentation prévue de la demande sans que s'exercent des pressions excessives sur les ressources productives; et même, étant donné que la population active augmente rapidement, il est possible que le chômage ne diminue que modérément. En pareilles circonstances, une nouvelle hausse de prix ne pourrait guère être que l'aboutissement des campagnes menées, dans quelques branches d'industrie, pour le relèvement des salaires ou des prix. Toutefois, il n'en serait pas moins essentiel pour les autorités de prendre des mesures énergiques en vue du maintien de la stabilité monétaire.

La question de savoir si la forte proportion des chômeurs est un facteur structurel ou bien la conséquence d'une insuffisance de la demande est liée à la précédente et fait comme elle l'objet de controverses. Seul l'avenir permettra d'y donner une réponse définitive, mais en attendant, il n'y a sûrement aucun risque immédiat de tension généralisée sur le marché de la main-d'œuvre. Peu importe d'ailleurs, en ce qui concerne l'emploi, que le pourcentage critique que révélera l'expérience soit plus proche de 4 ou de 5% dans les statistiques du chômage; tout problème structurel de ce genre peut être résolu plus aisément lorsque la demande de main-d'œuvre est soutenue, que dans le cas contraire.

Enfin, on s'interroge sur l'opportunité d'un nouveau durcissement de la politique monétaire pour résoudre le problème de la balance des paiements. Les adversaires de la rigueur monétaire tendent à poser l'alternative suivante: ou bien l'aisance monétaire actuelle sera maintenue, ou bien il faudra appliquer une politique de rigueur extrême, qui annulerait en grande partie l'effet stimulant de la réduction d'impôts. Selon une opinion plus pondérée, toutefois, il faudrait peut-être permettre aux taux d'intérêt pratiqués aux Etats-Unis de s'ajuster pour tenir compte des sorties persistantes de capitaux et de la tendance à la hausse des taux du marché en Europe. Il est difficile de croire que l'expansion soit fragile au point d'interdire une manœuvre de ce genre.

Evolution de l'économie en Europe de l'Est.

Les résultats insuffisants de la production agricole dans la plupart des pays de l'Europe de l'Est (U.R.S.S. comprise) au cours des deux années 1962 et 1963 ont été attribuables en grande partie aux conditions météorologiques particulièrement défavorables, qui ont également affecté la situation de nombreux pays d'Europe occidentale.

Mais ces insuffisances avaient également d'autres causes auxquelles les autorités ont commencé de remédier, quoique leur action dans ce domaine ne puisse vraiment porter ses fruits qu'au bout de quelque temps. C'est ainsi que dans certains pays, des mesures ont été prises pour améliorer les revenus des agriculteurs en relevant les prix auxquels l'Etat leur achète leurs produits, tandis que dans d'autres, les plans établis pour 1964 prévoient une augmentation de l'investissement en matériel agricole et de la production d'engrais artificiels.

En ce qui concerne la production agricole en 1963, elle a été beaucoup plus élevée qu'en 1959 (année où la récolte a été bonne) en Albanie et en Pologne (avec respectivement 20 et 10% d'augmentation); en Bulgarie, en Roumanie et en Tchécoslovaquie, l'accroissement a été d'environ 5%, tandis que pour la Hongrie et l'U.R.S.S., les statistiques ne font apparaître qu'une faible amélioration, si ce n'est une absence de progrès. Il faut de plus considérer cette situation en tenant compte de l'évolution générale qui s'accomplit; or, non seulement la population urbaine s'accroît, mais encore la demande de produits alimentaires de qualité supérieure s'intensifie à mesure que les revenus des consommateurs s'élèvent.

**Economies centralisées et planifiées:
Revenu national, production industrielle et productivité.**

Pays	Augmentations annuelles					
	Revenu national		Production industrielle brute		Rendement individuel dans l'industrie	
	1962	1963	1962	1963	1962	1963
en pourcentage						
Allemagne orientale . . .	4,2	2,5	6,2	4,9	6,6	6,5
Bulgarie	6,2	6,0	11,0	10,0	7,8	4,6
Hongrie	4,7	5,0	8,4	7,0	4,4	3,2
Pologne	2,0	6,0	8,4	5,3	3,2	2,7
Roumanie	4,5	7,0	14,8	12,5	6,5	7,2
Tchécoslovaquie	1,0	-4,0	6,2	-0,6	3,1	-1,0
U.R.S.S.	6,0	4,0	9,7	8,5	6,2	5,0
Yougoslavie	4,0	12,0	7,4	14,9	6,0	10,0

A l'exception de la Pologne, le taux de croissance du revenu national dans les pays de l'Europe de l'Est n'a pas atteint en 1963 les objectifs prévus. En Tchécoslovaquie, où déjà, l'année précédente, le revenu national n'avait augmenté que de 1%, il a même fléchi de 4%.

Dans ce dernier pays, c'est la production industrielle qui a diminué, en particulier celle des biens d'équipement; la raison de cette évolution est que la baisse de la productivité a plus que compensé la légère augmentation des effectifs de

la main-d'œuvre. Actuellement, il semble que l'on soit en train de modifier l'ordre de priorité des investissements et de la production en faveur des produits de consommation manufacturés les plus demandés et de meilleure qualité; on s'efforce également de supprimer les importants goulots d'étranglement qui se sont créés au cours des années au sein de l'industrie elle-même.

Les pays dont la production industrielle a enregistré les plus forts accroissements en 1963 ont été la Roumanie et la Bulgarie (12,5 et 10% respectivement); les résultats ont été également satisfaisants en U.R.S.S. (8,5%) et en Hongrie (7%), bien qu'inférieurs à ceux de la plupart des années précédentes. Dans ces quatre pays, la main-d'œuvre industrielle a augmenté sensiblement d'une année à l'autre, mais sa productivité a progressé aussi vite, sinon plus vite.

L'Allemagne orientale continue d'être éprouvée par des pénuries de main-d'œuvre, et l'industrie ne peut développer sa production que par une amélioration continuelle et importante de la productivité.

Les divers plans établis pour 1964 prévoient une expansion de la production plus ou moins analogue à celle qui a été réalisée l'an dernier, sauf pour la Tchécoslovaquie, où l'on espère que la production industrielle, qui a été en baisse en 1963, pourra augmenter de 3,5%. Bien qu'il soit question de poursuivre l'adaptation de la qualité des produits fabriqués aux exigences de la demande, en modifiant l'orientation des plans d'investissement, on estime généralement que cette adaptation ne pourra se faire que progressivement. Elle sera facilitée par les efforts incessants qui sont faits pour accroître les échanges commerciaux, tant entre les divers pays d'Europe de l'Est qu'avec ceux qui ne font pas partie de ce groupe.

La création à Moscou, le 1er janvier 1964, de la «Banque pour la Coopération Economique Internationale» se propose de favoriser ce mouvement. Cet organisme, auquel participent l'U.R.S.S. et les autres pays d'Europe orientale, a été chargé de faire fonctionner un système de clearing multilatéral, en roubles libes, entre les pays membres, et d'octroyer des crédits destinés à financer des opérations effectuées dans le cadre de ce système de clearing, ainsi qu'à remédier à des difficultés temporaires de paiement.

En Yougoslavie, la reprise économique qui a commencé pendant le second semestre de 1962 s'est poursuivie l'an dernier, soutenue par une augmentation de 20% de l'investissement fixe, ainsi que par la forte demande des consommateurs. Toutefois, la consommation du secteur public ne s'est pas accrue. La production industrielle a progressé de 15% (contre 7% en 1962) et la production agricole de 6%, de sorte que le produit national brut, exprimé en volume, a augmenté de 12% contre 4% en 1961 et en 1962.

Les exportations ont poursuivi leur expansion, mais les importations ont encore plus progressé et la balance commerciale s'est détériorée d'environ \$70 millions. Ce mouvement a été compensé en partie par une amélioration des recettes invisibles, et comme le déficit d'ensemble de la balance des paiements courants a été inférieur au volume des importations de capitaux, les réserves se sont renforcées d'environ \$20 millions pendant l'année, pour atteindre un total de \$130 millions.

La politique monétaire a été conçue de façon à soutenir l'expansion sans provoquer d'inflation. On s'est particulièrement préoccupé d'éviter les emprunts du gouvernement à la banque centrale, ainsi que d'assouplir les prêts bancaires à court terme aux entreprises rentables, tout en restreignant les prêts à long terme.

La situation des paiements internationaux.

Le déséquilibre des paiements se déplace. En raison des changements importants et de sens contraire survenus au cours de l'année écoulée dans la balance des paiements des divers pays, il n'est pas facile de dire si, dans son ensemble, la situation des paiements internationaux s'est ou ne s'est pas améliorée. Si l'équilibre s'est amélioré entre les trois vastes groupements constitués par l'Amérique du Nord, l'Europe occidentale et les pays tiers, il s'est de nouveau nettement rompu en Europe même.

La forte réduction du déficit extérieur des Etats-Unis depuis le début du second semestre de 1963 constitue un progrès sérieux dans la voie de la stabilité financière internationale; étant donné le rôle capital du dollar dans les échanges commerciaux et les réserves monétaires, cette amélioration a, sans aucun doute, consolidé l'ensemble du système. S'il semble trop tôt pour parler d'un véritable renversement de la tendance précédente, qui annoncerait pour le dollar un retour à l'équilibre après cinq années consécutives de lourds déficits, on peut dire néanmoins qu'un grand pas a été fait dans cette direction.

Compte tenu de ce qui était pratiquement réalisable étant donné la situation, les mesures prises pour réduire les sorties de capitaux ont notablement contribué à un retour vers l'équilibre, mais les efforts de compression des dépenses de l'Etat à l'étranger ont été moins spectaculaires. Cette insuffisance des efforts officiels a été reconnue par le programme d'amélioration de la balance des paiements établi en juillet 1963, qui prévoyait une nouvelle compression de \$1 milliard des dépenses publiques à l'étranger avant la fin de 1964. Il semble indispensable que cet objectif soit intégralement atteint. Etant donné que le rythme d'expansion de l'économie

interne continue de s'accélérer sous l'impulsion de la réduction d'impôts, il ne faut pas prévoir d'amélioration sensible de la balance commerciale; il se peut même qu'un certain recul des exportations agricoles qui, récemment, avaient atteint un niveau élevé, et, d'autre part, les mesures prises en Europe pour freiner le boom, tendent à provoquer, au cours de l'année qui vient, une augmentation des importations supérieure à celle des exportations. En outre, les exportations de capitaux à long terme ne pourront que s'accroître une fois mise en vigueur la taxe de péréquation de l'intérêt, bien que ce mouvement ait des chances d'être compensé en partie par une réduction des prêts bancaires à l'étranger. En résumé, la politique suivie à l'avenir devra s'attacher au maintien de l'amélioration obtenue dans la balance des mouvements de capitaux privés, mais elle ne parviendra à assainir la situation du dollar que si elle prévoit une réduction des dépenses publiques à l'étranger.

La situation de la balance des paiements s'étant améliorée, la confiance dans le dollar s'est considérablement accrue. Cette évolution a été favorisée par les mesures prises en juillet 1963, qui ont montré que les autorités entendaient bien garder la situation en main. Néanmoins, il faut se garder de croire que le problème extérieur se résoudra de lui-même à plus long terme. La taxe de péréquation de l'intérêt doit être considérée comme un expédient destiné à pallier un déséquilibre de base entre les Etats-Unis et le reste du monde. Ce déséquilibre se manifeste par une tendance excessive des ressources financières à quitter le pays, sans que s'établisse un courant correspondant de ressources réelles sous forme d'exportations. Il importe peu que l'on considère l'économie comme étant insuffisamment concurrentielle sur le plan des marchandises ou comme l'étant trop sur celui des capitaux; sur l'un ou l'autre de ces deux plans, l'effort d'ajustement doit être poursuivi dans les années qui viennent.

Dans l'ensemble, la situation s'est également améliorée dans les pays les moins industrialisés du monde occidental, car la forte expansion qu'ont connue les zones industrielles a entraîné une augmentation de la demande de matières premières, et les prix, comme le volume des échanges, s'en sont favorablement ressentis. L'évolution des réserves monétaires de ces pays — elles se sont accrues de quelque \$1,5 milliard en 1963, alors qu'elles n'avaient progressé que de \$500 millions en 1962 — permet de mesurer approximativement le renforcement de leur position.

Le commerce extérieur a évolué, en général, de façon favorable au cours des deux dernières années, les recettes d'exportation ayant fait plus de progrès que les dépenses d'importation. L'amélioration a été particulièrement nette en 1963, année marquée par une réduction de \$1 milliard du déficit commercial global de

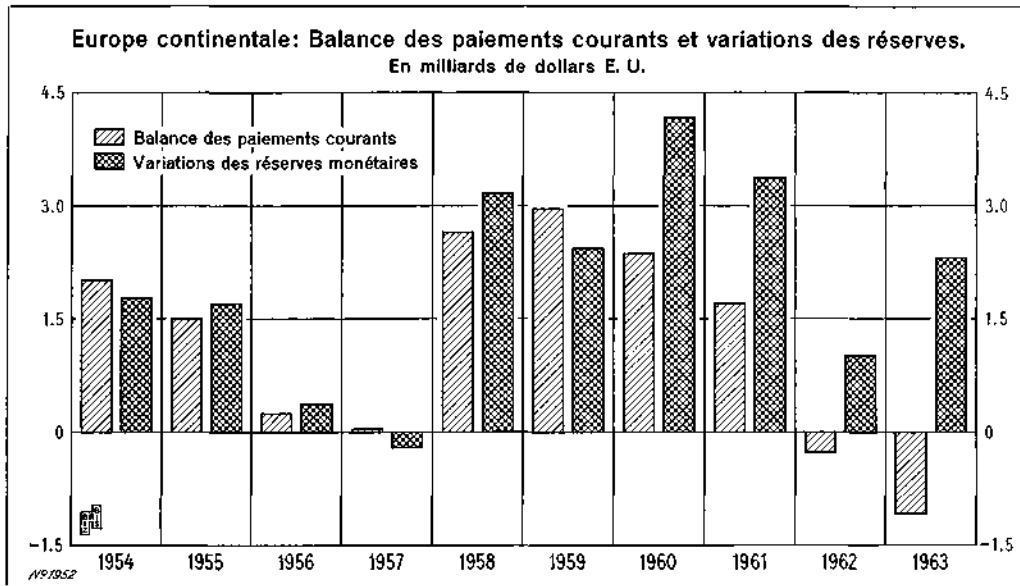
ces pays, ainsi que par le relèvement sensible des prix auxquels ils ont pu vendre certains de leurs produits de base comme le sucre, le cacao et la laine. L'Australie, dont la balance commerciale s'était soldée par un déficit de plus de \$200 millions en 1962, a réussi à réaliser en 1963 un léger excédent; un redressement semblable s'est produit en Argentine, où la balance commerciale s'est améliorée d'environ \$500 millions, mais, dans ce cas, le recul des importations a joué un plus grand rôle que la progression des exportations. On peut en dire à peu près autant des échanges commerciaux de l'Inde, dont le déficit a été ramené de plus de \$900 millions à moins de \$700 millions. Une amélioration sensible semble s'être produite dans la balance commerciale, déjà positive, des pays producteurs de pétrole.

En revanche, parmi les pays industrialisés situés hors d'Europe, le Japon enregistre une détérioration de plus de \$500 millions de sa balance commerciale.

Quant à l'Europe occidentale, l'évolution de sa balance des paiements l'année dernière a été la résultante de mouvements de sens contraire, les déséquilibres qui sont apparus dans les divers pays faisant passer au second plan la variation de l'ensemble. Ces déséquilibres ont affecté au premier chef les pays de la Communauté Economique Européenne, car les changements intervenus dans les autres pays se sont en grande partie compensés.

En 1963, la balance des paiements courants des pays de la Communauté est devenue déficitaire en raison d'une nouvelle et importante dégradation de leurs échanges commerciaux. La détérioration de la balance courante, qui avait déjà atteint \$1.650 millions l'année précédente, s'est poursuivie, avoisinant cette fois \$700 millions. Mais tandis qu'en 1962, la diminution de l'excédent courant avait affecté tous les pays et constituait de ce fait un facteur d'équilibre dans la situation des paiements internationaux, l'année 1963 a été marquée par une évolution nettement défavorable en Italie surtout, mais aussi en France, alors que, simultanément, l'Allemagne enregistrait des résultats très favorables. Ce déséquilibre s'est notablement accentué au cours de l'année, si bien qu'au quatrième trimestre, l'excédent courant de l'Allemagne atteignait un rythme annuel d'environ \$2 milliards, tandis que les autres pays de la Communauté enregistraient un déficit d'environ \$1,5 milliard, imputable en grande partie à l'Italie.

La balance des paiements des pays de l'Europe continentale s'est trouvée dans une situation encore plus anormale du fait qu'en dépit d'un déficit des opérations courantes, elle a enregistré un important excédent global dû à un afflux de fonds de l'étranger. L'accroissement de \$2,2 milliards des réserves officielles en 1963 donne une idée exagérée de l'importance réelle de ce mouvement, car la position extérieure nette des banques s'est détériorée simultanément d'environ \$1,3 milliard.



Il n'en reste pas moins qu'au lieu d'être exportatrice nette de capitaux, ce qui semblerait correspondre à sa situation au point de vue structurel, l'Europe a été fortement importatrice nette de capitaux, dont la majeure partie est allée grossir les réserves. A cet égard, l'année 1963 a été pire que la précédente, car la progression des réserves a été plus forte malgré l'aggravation du déficit courant.

Une double tâche incombe donc aux pouvoirs publics: restaurer l'équilibre entre les pays européens et encourager les exportations de capitaux vers le reste du monde, car il est nécessaire que, dans ce domaine, l'Europe cesse d'être importatrice.

Dans le tableau de la page suivante, où sont indiqués les changements intervenus dans la balance mondiale des paiements entre 1961 et 1963, on peut faire trois constatations intéressantes. L'exportation de capitaux des Etats-Unis s'est accrue de plus de \$1 milliard sans que les recettes nettes en capital de l'ensemble des pays extra-européens aient progressé; la position des réserves officielles des pays d'Europe occidentale s'est presque autant améliorée en 1963 qu'en 1961, malgré la détérioration, supérieure à \$2 milliards, de leur balance des paiements courants; enfin, le reste du monde, bénéficiant d'un accroissement des importations européennes, a amélioré de plus de \$1,5 milliard sa balance des opérations courantes à l'égard de l'Europe (les ventes d'or monétaire étant exclues), de sorte que ses recettes en capital, dont le montant n'a pas varié, ont suffi à couvrir son déficit commercial et à permettre à ses réserves de s'améliorer.

Il est commode de répartir les pays groupés dans le tableau sous la rubrique «Reste du monde» en deux groupes, le premier comprenant cinq pays industrialisés

Balance mondiale des paiements.

1961	Balance des paiements		
	des Etats-Unis	de l'Europe occidentale	du reste du monde
	en milliards de dollars		
Balance des paiements courants à l'égard des Etats-Unis	—	— 0,6	— 1,8
de l'Europe occidentale	+ 0,6	—	— 1,9
du reste du monde	+ 1,8	+ 1,9	—
Total	+ 2,4	+ 1,3	— 3,7
Ventes d'or monétaire	—	—	+ 0,6
Total des opérations courantes	+ 2,4	+ 1,3	— 3,1
Opérations en capital, erreurs et omissions	— 3,7	+ 0,9	+ 2,7
Balance globale, correspondant à la variation des réserves officielles d'or et de change et de la position nette à l'égard du F.M.I.	— 1,3	+ 2,2	— 0,4
1962			
Balance des paiements courants à l'égard des Etats-Unis	—	— 0,9	— 1,3
de l'Europe occidentale	+ 0,9	—	— 0,9
du reste du monde	+ 1,3	+ 0,9	—
Total	+ 2,2	—	— 2,2
Ventes d'or monétaire	—	—	+ 0,3
Total des opérations courantes	+ 2,2	—	— 1,9
Opérations en capital, erreurs et omissions	— 4,1	+ 1,9	+ 2,3
Balance globale, correspondant à la variation des réserves officielles d'or et de change et de la position nette à l'égard du F.M.I.	— 1,9	+ 1,9	+ 0,4
1963			
Balance des paiements courants à l'égard des Etats-Unis	—	— 1,1	— 1,7
de l'Europe occidentale	+ 1,1	—	— 0,3
du reste du monde	+ 1,7	+ 0,3	—
Total	+ 2,8	— 0,8	— 2,0
Ventes d'or monétaire	—	—	+ 0,8
Total des opérations courantes	+ 2,8	— 0,8	— 1,2
Opérations en capital, erreurs et omissions	— 4,9	+ 2,6	+ 2,9
Balance globale, correspondant à la variation des réserves officielles d'or et de change et de la position nette à l'égard du F.M.I.	— 2,1	+ 1,8	+ 1,7

Remarque: Les balances globales des différentes zones correspondent aux variations des réserves officielles d'or et de change des pays et de leur position nette à l'égard du F.M.I. Ces balances sont influencées par des différences de présentation statistique et par les apports au marché de l'Euro-dollar, ou les retraits de ce marché, de dollars provenant des réserves officielles. Si l'on fait la somme des balances globales des trois colonnes pour chaque année, on obtient un résultat net positif. Si les statistiques des réserves de change étaient strictement comparables, ce chiffre serait égal à l'accroissement des stocks d'or monétaire pendant l'année en question.

— Afrique du Sud, Australie, Canada, Japon et Nouvelle-Zélande — et le second, les pays en voie de développement. Les deux groupes ont profité à peu près également de l'amélioration de \$2 milliards intervenue entre 1961 et 1963 dans la balance des opérations courantes du reste du monde. Mais ce sont les cinq pays les

plus riches qui ont bénéficié de la majeure partie des recettes nettes du reste du monde au titre des opérations en capital: \$2,4 sur \$2,7 milliards en 1961 et \$2 milliards sur un total à peu près analogue en 1963; le groupe des pays en voie de développement n'a encore été que modérément importateur net de capitaux, en 1963.

En ce qui concerne l'évolution des mouvements de capitaux dans le monde, on ne constate pas de changement important entre 1961 et 1963. Toutefois, la part de l'Europe dans les recettes nettes en capital — qui n'était nullement insignifiante en 1961 — a été égale en 1963 à celle du reste du monde. En outre, il semble que pendant ces deux années, l'Europe ait été au total largement importatrice nette de capitaux provenant d'autres pays que les Etats-Unis et notamment de pays en voie de développement.

Deux faits permettent de penser qu'il en est ainsi. D'abord, les importations nettes de capitaux des pays en voie de développement — \$300 millions en 1961 et \$900 millions en 1963 — ont certainement été bien inférieures au montant brut des capitaux étrangers qu'ils ont reçus au cours de ces deux années. Les sorties brutes de capitaux en provenance de ces pays ont par conséquent dû être considérables. Ensuite, on constate, si l'on se réfère aux chiffres de la balance des paiements des Etats-Unis, que les recettes nettes en capital de l'Europe en 1961 et en 1963 ne sont directement imputables que pour la moitié au plus à des capitaux provenant des Etats-Unis. Il apparaît donc que le courant de capitaux se dirigeant vers les pays en voie de développement, et provenant principalement des Etats-Unis, a été compensé en grande partie par un courant venant de ces pays et se dirigeant surtout vers l'Europe.

Marché des changes et réserves monétaires. Au cours de l'année dernière, les autorités monétaires des principaux centres financiers ont dû continuer d'agir de concert pour lutter contre les pressions plus ou moins fortes auxquelles divers marchés des changes ont été soumis, et pour renforcer les réserves officielles. Cette coopération a été rendue nécessaire, tout d'abord, par l'existence de déficits et d'excédents de base auxquels il a fallu faire face de manière qu'ils influent le moins possible sur la stabilité des changes, mais aussi par l'apparition de tensions temporaires dues aux incertitudes politiques et financières. L'exemple du sterling, du dollar et de la lire illustre la nature des problèmes qui se sont posés et les moyens mis en œuvre pour les résoudre.

En ce qui concerne le sterling, les ventes qui ont pesé sur son cours au début de 1963 ont eu pour origine un retrait de fonds liquides placés à Londres. Ce mouvement, dû plus à des inquiétudes sur l'avenir à long terme de la balance des

paiements qu'à l'apparition d'un déficit extérieur, était de ceux qui ont tendance à s'amplifier jusqu'à ce que l'opinion se rende pleinement compte que les pouvoirs publics ont les moyens et l'intention de faire face à la situation. En janvier 1963, la crise de confiance provoquée par l'échec des négociations en vue de l'adhésion de la Grande-Bretagne au Marché Commun a déclenché une sortie de capitaux et un autre mouvement, plus important, s'est produit en mars, parce que l'on prévoyait un budget favorisant l'expansion. Les autorités durent intervenir sur le marché en ces deux occasions pour satisfaire la forte demande de devises. La Banque d'Angleterre compensa les ventes auxquelles elle procéda sur le marché en se faisant confier par quatre banques centrales européennes des dépôts pour un total de \$250 millions, évitant ainsi un fléchissement des réserves monétaires officielles. La position extérieure étant fondamentalement saine, les doutes se sont bientôt dissipés et la reprise d'un afflux de fonds a permis de rembourser en juin les dépôts des banques centrales.

Pour ce qui est du dollar, c'est le déficit de base de la balance des paiements qui fut à l'origine des difficultés. Celles-ci n'étaient pas essentiellement dues au déficit d'une année donnée (les Etats-Unis ayant toujours pu y faire face grâce à leur stock d'or considérable et aux larges possibilités qu'ils ont eues de recourir au crédit), mais plutôt à la persistance du déficit qui affaiblissait la position de liquidité du dollar et minait la confiance dans cette monnaie. Toutefois, le fait que le dollar soit largement utilisé comme moyen de paiement international compliquait la situation. Les transferts temporaires de fonds ou autres déséquilibres affectant l'économie de pays tiers risquaient, en effet, de peser sur les réserves américaines d'or lorsque, du fait des circonstances, ce métal était préféré au dollar pour le renforcement des réserves officielles.

L'an dernier, les opérations d'intervention ont porté exclusivement sur le deutsche mark, le franc suisse et le florin. La fermeté de ces monnaies par rapport à la devise américaine s'explique davantage par des transferts de dollars provenant de réserves d'autres pays que par le déséquilibre des transactions directes avec les Etats-Unis. En ce qui concerne le deutsche mark et le franc suisse, les offres excédentaires de dollars qui se sont produites à certains moments n'ont pas eu tendance à être compensées ultérieurement par un mouvement de fonds en sens inverse; quant au florin, il a été soumis à des pressions de plus courte durée. Pour faire face à la situation, les autorités américaines ont fait usage des moyens mis au point au cours des deux années précédentes: 1) intervention sur les marchés des changes à terme en francs suisses et en florins, afin d'assurer la couverture à un coût raisonnable de fonds en dollars détenus par des étrangers; 2) tirage sur les facilités de swap avec l'Allemagne, la Suisse et les Pays-Bas en vue d'absorber immédiatement les offres excédentaires de dollars; il convient de noter que l'ensemble des facilités de swap, que le Federal Reserve System et les banques centrales étrangères, B.R.I. comprise, se sont

accordées, a été porté à plus de \$2 milliards; 3) cession d'avoirs en certaines monnaies européennes, au moyen d'opérations de swap effectuées par l'intermédiaire de la B.R.I., en vue de faire face à des besoins temporaires d'autres monnaies (francs suisses et florins); 4) émission de titres du Trésor libellés en monnaies étrangères au profit de la Bundesbank et de la Confédération Helvétique, en vue d'absorber l'excédent de dollars accumulé par l'Allemagne et par la Suisse et, dans un cas, pour aider à liquider un tirage sur une facilité de swap.

En outre, les Etats-Unis ont procédé, en février et en mai 1964, à deux tirages de \$125 millions chacun sur le Fonds Monétaire International — principalement en deutsche marks et en francs français. Le produit de ces tirages a été cédé à d'autres pays, qui l'ont utilisé pour rembourser le Fonds. Puisque les dollars ne pouvaient servir à ces remboursements, les Etats-Unis n'étant plus prêteurs nets au titre des transactions du Fonds, le Trésor n'avait pas d'autre possibilité d'éviter un prélèvement sur son stock d'or. S'il n'avait pas procédé ainsi, les pays débiteurs auraient obtenu directement auprès de lui l'or nécessaire au rachat de leur monnaie détenue par le Fonds, ou bien ils auraient, dans la même intention, acheté contre dollars des devises européennes, ce qui, indirectement, aurait entraîné une perte d'or pour les réserves officielles des Etats-Unis.

Ainsi, les opérations de change des autorités monétaires américaines ont eu pour objectif d'empêcher que le stock d'or ne subisse le contrecoup de pressions temporaires s'exerçant sur la monnaie américaine et même des accumulations durables de dollars. La préoccupation essentielle à l'égard du niveau des réserves a été toutefois de prévenir tout mouvement important de fuite devant le dollar, mouvement auquel on aurait pu faire face par des mesures d'urgence, mais qui aurait compromis l'expansion de l'économie interne.

Quant à la lire, elle a été mise en difficulté avant tout par l'apparition rapide d'un important déficit de la balance des paiements courants. Cette situation a été aggravée par un exode massif de capitaux italiens suscité par la crainte d'une instabilité possible des changes et, en partie, par la recherche d'avantages fiscaux. Le problème consistait, pour les autorités, à financer le déficit pendant le temps nécessaire à la mise au point d'un programme de redressement, et en attendant que celui-ci porte ses fruits, à faire en sorte que la confiance soit le moins possible ébranlée. Les difficultés ont commencé alors que l'Italie détenait des réserves d'un niveau supérieur à \$3,5 milliards, auxquelles s'ajoutaient \$200 millions de titres du Trésor des Etats-Unis libellés en liras, ce qui prouve qu'il ne suffit pas que les liquidités internationales soient abondantes pour que le système monétaire international fonctionne convenablement.

Dans la première phase, qui a débuté au cours du second semestre de 1962, le déficit naissant a été financé grâce aux banques qui furent, pour la circonstance, déliées de l'obligation d'équilibrer leur position extérieure. On voyait surtout à ce moment, dans cette mesure, un moyen commode de fournir à l'économie interne la liquidité nécessaire. En septembre 1963, les banques s'étaient ainsi procuré à l'étranger, en l'espace d'un an, environ \$1 milliard en diverses monnaies, en grande partie sur le marché de l'Euro-dollar.

Quand la Banque d'Italie limita l'accès des banques aux fonds étrangers, comme la balance des paiements restait déficitaire, les réserves officielles commencèrent à décliner. Au cours de cette phase qui a duré d'octobre 1963 à février 1964, il a été fait usage de deux procédés pour restreindre les prélèvements directs sur les réserves. La Banque d'Italie a tiré sur la facilité dont elle disposait en vertu de son accord de swap réciproque avec le «Federal Reserve System» et elle a vendu des liras directement au Trésor américain, se procurant ainsi de nouvelles ressources pour intervenir sur le marché. Les liras accumulées par le Trésor des Etats-Unis lui ont servi à préparer le remboursement de la dette contractée envers l'Italie sous forme de titres libellés en liras; ce remboursement a été effectué en avril 1964.

Une nouvelle phase a débuté en mars avec la conclusion d'arrangements prévoyant l'octroi d'une aide étrangère importante, sous forme de ressources liquides et d'autres crédits. Ces arrangements avaient pour but d'arrêter la fuite des capitaux et de limiter la ponction opérée sur les réserves. A cette époque l'Italie commençait à s'engager fermement vers une politique restrictive, de sorte que la situation semblait devoir s'améliorer. L'Italie a obtenu d'instituts européens d'émission et du Trésor des Etats-Unis qu'ils missent d'importantes liquidités à sa disposition; elle a tiré les \$225 millions de la tranche-or de sa quote-part au F.M.I., et elle s'est fait octroyer \$450 millions de crédits à moyen terme par deux institutions des Etats-Unis, l'Export-Import Bank et la Commodity Credit Corporation. En outre, des négociations ont été entamées avec la B.I.R.D. pour l'obtention d'un crédit à plus long terme. Ainsi, la variété et l'ampleur des ressources financières internationales, y compris des fonds liquides privés, qui ont été fournies pour aider l'Italie à combler son déficit, témoignent également de la souplesse du système financier international.

L'exposé détaillé de ces trois cas permet de mieux saisir à quoi correspond en pratique la notion de besoin de liquidités internationales. En fait, ce besoin se manifeste lorsque le marché des changes enregistre un fort courant de ventes sur une ou plusieurs monnaies, et les liquidités — qu'elles proviennent des réserves officielles ou de fonds empruntés — sont les ressources qui peuvent être mobilisées pour contenir cette pression. Evidemment, plus les mesures prises pour rétablir

l'équilibre sont rapides et énergiques, moins il est nécessaire d'intervenir sur le marché des changes. De toute façon, le total mondial des liquidités internationales, quelles que soient les méthodes statistiques utilisées pour le mesurer, n'a qu'un lointain rapport avec les problèmes pratiques que la régularisation du marché des changes pose aux pays déficitaires comme aux pays excédentaires. Quelle que soit l'importance des réserves totales, il est probable que leur répartition ne sera jamais idéale; et en cas de besoin, même les réserves importantes d'un pays déficitaire doivent souvent être complétées par des ressources extérieures pour éviter une crise de confiance et une fuite devant la monnaie. Les arrangements mis sur pied de mois en mois pour résoudre ces problèmes pratiques montrent comment se traduit en actes la coopération qui s'est instaurée entre autorités en vue d'assurer le bon fonctionnement du système monétaire international.

DEUXIÈME PARTIE.

EXAMEN DE L'ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE.

I. ÉVOLUTION DU CRÉDIT ET POLITIQUE FINANCIÈRE.

Dans le domaine monétaire, l'année écoulée a été marquée par un progrès sensible vers la solution de certains problèmes, mais également par l'apparition de problèmes nouveaux.

Aux Etats-Unis, l'adoption de mesures budgétaires conçues pour favoriser l'expansion a ouvert la perspective d'un développement soutenu de l'activité intérieure, tout en donnant aux autorités une plus grande liberté pour adapter leur politique monétaire à des objectifs d'ordre extérieur. En Europe occidentale et au Japon, en revanche, où le rythme de la croissance économique s'était beaucoup ralenti il y a un peu plus d'un an, la poussée excessive de la demande a amené les autorités à recourir largement à des mesures de restriction du crédit. Aussi l'écart entre les taux d'intérêt de ces pays et ceux des Etats-Unis a-t-il de nouveau augmenté.

Sur le continent européen, le choix d'une politique monétaire a été rendu encore plus difficile par l'intensité variable de la demande dans les différents pays et par l'apparition de déséquilibres dans la balance des comptes de certains d'entre eux. Au sein du Marché Commun, notamment, les impératifs de l'intégration ont rendu particulièrement délicat le recours à la rigueur monétaire pour combattre l'inflation «importée» dans le cas d'un pays excédentaire comme l'Allemagne. De même, il est devenu plus important pour un pays déficitaire comme l'Italie de prendre toutes mesures propres à arrêter l'inflation à ses sources mêmes, et notamment de recourir aux restrictions de crédit.

L'inflation a donné d'autre part une importance accrue au problème de l'élargissement et de l'intégration des marchés financiers européens. La compression progressive, depuis quelques années, des marges bénéficiaires des entreprises, atténuée seulement par l'inflation des prix, a réduit leurs possibilités d'auto-financement, tandis que les détenteurs de capitaux, escomptant des bénéfices relativement faibles et de nouvelles hausses de prix, se sont montrés plus réticents à l'égard des placements à long terme.

En principe, la situation indique assez nettement aux autorités intéressées quelles doivent être les grandes lignes de leur action, et, en général, elles l'ont orientée dans le sens convenable. Dans les pays où se produisent des pressions inflationnistes, il convient de donner suffisamment d'importance à la politique de rigueur budgétaire, qui a pour effet d'accroître l'épargne du secteur public. Sur le plan intérieur, cette politique a l'avantage de faciliter le recours au crédit bancaire et au marché des capitaux pour le financement des investissements, de sorte qu'elle risque moins de provoquer un ralentissement de l'expansion. Sur le plan extérieur, la politique de rigueur budgétaire contribue à limiter la hausse des taux d'intérêt et, par conséquent, à réduire la propension des capitaux à affluer vers l'Europe. Dans la mesure où le recours aux restrictions de crédit est nécessaire, il conviendrait, autant que possible, de concevoir les instruments de cette politique de façon à éviter des entrées excessives de capitaux.

En ce qui concerne la situation aux Etats-Unis, on en déduit plutôt que les autorités devraient peut-être se montrer plus favorables à un certain relèvement de l'ensemble des taux d'intérêt. La réduction d'impôts décidée en février 1964 a bien préparé ce changement d'attitude, mais la situation intérieure pourrait également justifier une plus grande prudence dans le domaine du crédit.

Evolution comparée du crédit et des marchés des capitaux.

Changements dans la structure de l'épargne et de l'investissement. La forte demande de crédits qui s'est manifestée dans les pays continentaux d'Europe ces dernières années a eu comme raison fondamentale d'importantes transformations qui ont affecté aussi bien l'origine que l'utilisation des capitaux disponibles pour des investissements. En ce qui concerne la demande de fonds, la formation de capital fixe a continué de s'accroître par rapport au produit national brut jusqu'en 1962. Malgré un ralentissement sensible en 1962 et au début de 1963, l'investissement des entreprises industrielles sous forme d'installations et d'équipement est resté soutenu, et, depuis quelque temps, certains signes montrent que sa progression reprend. Presque partout, la demande de logements n'a cessé d'être intense, au point de constituer un facteur d'inflation. En revanche, l'investissement sous forme de stocks a été modéré en 1963, et est resté nettement en dessous de la moyenne de 1960/61 — fait qui rend d'autant plus remarquable l'ajustement des balances des paiements des pays considérés.

En ce qui concerne l'offre de capitaux, le fait marquant de ces dernières années a été le fléchissement du taux de l'épargne nationale. Dans la plupart

des cas, ce phénomène a été dû au premier chef à une baisse relative de l'épargne brute des entreprises. En raison de l'intensification de la concurrence internationale, les prix industriels sont restés soumis à une forte pression, tandis que l'augmentation des revenus des salariés a eu tendance à dépasser l'accroissement de la productivité. En 1963, la hausse des prix des matières premières a aussi contribué à la compression des marges bénéficiaires.

La majeure partie des revenus des ménages étant consacrée normalement à la consommation, l'augmentation de leur importance relative, aux dépens des bénéfices, n'a pas provoqué un accroissement de l'épargne individuelle suffisant pour compenser ce recul. Il n'y a pas eu non plus de compensation, après 1961, du côté de l'épargne du secteur public qui, au contraire, a eu tendance à diminuer par rapport au produit national brut.

Le tableau ci-après montre comment ont évolué, dans différents pays, les divers éléments de l'épargne et de l'investissement par rapport au produit national brut.

Jusqu'à un certain point, les tendances que l'on vient de décrire n'étaient pas indésirables. Pour les pays du continent européen dont la balance des comptes était excédentaire, l'ajustement de l'épargne à un niveau plus en rapport avec l'investissement intérieur a contribué à améliorer la balance des paiements avec le reste du monde. Cet ajustement a été également, sans aucun doute, un facteur d'amélioration de la relation entre les bénéfices et les salaires, à condition que l'on réussisse maintenant à stabiliser la situation. Toutefois, les forces qui l'ont permis ont eu tendance, l'an dernier, à se développer sans frein, de sorte que dans certains pays la demande intérieure excessive et le déficit extérieur sont devenus une réalité ou une menace.

Bien que la diminution relative de l'épargne totale se poursuive depuis un certain temps, la plupart des pays du continent avaient encore au début de 1963 une politique de crédit relativement libérale. Cette attitude s'expliquait en partie par le fait que leur position extérieure était encore forte, mais aussi par leur désir de soutenir l'investissement privé, pour lequel certains secteurs avaient perdu une partie de leur attrait. Il faut tenir compte en outre d'une nécessité qui, pour distincte qu'elle fût du précédent motif, y était cependant liée: faciliter, pour les entreprises, la transition entre l'autofinancement et le financement par appel aux capitaux extérieurs. En 1963, toutefois, la hausse des salaires et l'expansion de la consommation ont contribué, par leur effet cumulatif, à déclencher l'inflation à l'intérieur et à la propager à l'extérieur par le biais de la demande de produits importés. L'orientation de la politique budgétaire, déjà faussée dans certains pays par les mesures prises antérieurement pour ranimer un

Epargne nationale brute et investissement.

Pays	Années	Epargne nationale brute			Epargne totale et investissement total	Investissement national brut			
		Ménages	Entreprises	Administrations publiques		Formation intérieure brute de capital fixe		Variation des stocks	Solde extérieur net
						Logement	Installations et équipement		
en pourcentage du produit national brut, aux prix du marché									
Allemagne . . .	1960	4,9	16,5	6,6	28,0	5,8	18,0	2,9	1,3
	1961	5,0	15,3	6,5	26,8	5,9	18,8	1,8	0,3
	1962	5,0	15,0	6,3	26,3	6,0	19,4	1,2	-0,3
	1963	5,5	15,0	5,8	26,3	6,1	19,0	1,2	0,0
Belgique	1960	9,5	10,2	-0,2	19,5	5,8	12,8	0,7	0,2
	1961	8,2	10,5	0,8	19,5	6,0	12,8	0,7	0,0
	1962	8,4	10,4	1,0	19,8	5,7	13,1	0,5	0,5
	1963	.	.	.	19,2	5,6	13,3	0,6	-0,3
Danemark	1960	15,6	.	6,0	21,6	3,2	16,2	3,4	-1,2
	1961	16,8	.	3,5	20,3	3,6	17,0	1,5	-1,8
	1962	14,3	.	5,1	19,4	3,6	17,0	2,3	-3,5
	1963	.	.	.	19,8	3,4	16,2	0,2	0,0
Finlande	1960	7,9	9,7	11,4	29,0	5,7	23,3	0,9	-0,9
	1961	10,6	9,9	9,4	29,9	6,3	23,1	1,8	-1,3
	1962	9,6	9,4	9,5	28,5	6,9	22,4	0,9	-1,7
	1963	10,5	9,8	7,0	27,3	7,6	21,0	.	-1,3
France	1960	8,9	8,8	5,1	22,8	4,7	14,0	2,4	1,7
	1961	8,1	8,5	5,4	22,0	4,8	14,8	0,9	1,5
	1962	9,2	8,3	4,4	21,9	4,7	14,9	1,6	0,7
	1963	8,5	7,9	4,6	21,0	5,0	14,8	1,1	0,1
Grande-Bretagne .	1960	5,2	11,2	2,3	17,5 ¹	3,0	13,2	2,3	-1,0
	1961	6,3	9,4	2,5	18,0 ¹	3,0	13,9	1,1	-0,0
	1962	5,4	8,8	3,6	17,2 ¹	3,1	13,4	0,3	0,4
	1963	5,8	9,5	2,3	17,0 ¹	3,1	13,0	0,5	0,4
Italie	1960	22,4	.	3,6	26,0	5,8	17,5	1,6	1,1
	1961	22,8	.	4,3	27,1	5,9	18,3	1,4	1,5
	1962	22,2	.	4,4	26,6	6,5	18,1	1,3	0,7
	1963	19,6	.	4,1	23,7	6,8	17,5	0,9	-1,5
Norvège	1960	16,8	.	9,9	26,7	3,9	23,9	1,3	-2,4
	1961	18,6	.	10,1	26,7	4,1	25,1	1,3	-3,8
	1962	15,5	.	10,2	25,7	4,2	24,6	0,2	-3,3
	1963	15,8	.	9,6	25,4	4,1	25,8	-0,9	-3,6
Pays-Bas	1960	9,5	14,4	5,9	29,8	4,2	19,4	3,3	2,9
	1961	8,2	13,6	6,8	28,6	4,1	20,1	2,9	1,5
	1962	8,0	12,8	6,1	26,9	3,9	20,4	1,2	1,4
	1963	8,2	12,7	5,4	26,3	4,0	20,4	0,9	1,0
Suède	1960	4,3	12,7	6,5	23,5	5,2	17,0	2,2	-0,9
	1961	4,5	11,7	8,0	24,2	5,3	17,2	1,6	0,1
	1962	5,1	9,0	8,9	23,0	5,5	17,1	0,6	-0,2
	1963	5,0	17,4	.	22,4	5,7	17,3	-0,2	-0,4
Suisse	1960	4,6	7,6	13,9	26,1	6,9	15,9	2,6	0,7
	1961	5,4	7,5	14,0	26,9	7,4	18,9	3,2	-2,6
	1962	4,0	7,4	14,9	26,3	7,0	20,7	2,1	-3,4
	1963	.	.	.	25,7	7,0	20,8	1,8	-3,6
Etats-Unis	1960	4,3	10,1	3,7 ²	17,4 ¹	4,3 ²	12,1 ²	0,7	0,3
	1961	5,3	9,8	2,1 ²	16,9 ¹	4,2 ²	11,8 ²	0,3	0,6
	1962	5,2	10,4	2,2 ²	17,5 ¹	4,3 ²	11,8 ²	1,0	0,4
	1963	5,0	10,4	2,7 ²	17,5 ¹	4,4 ²	11,8 ²	0,8	0,5
Japon	1960	17,1	13,2	8,2	36,9 ¹	2,3	29,2	5,0	0,4
	1961	18,0	14,1	9,8	41,4 ¹	2,5	32,2	8,8	-2,1
	1962	17,8	12,4	9,6	38,3 ¹	2,7	32,0	3,7	-0,1
	1963 ³	.	.	.	34,2 ¹	3,4	28,9	3,5	-1,6

¹ Y compris une erreur résiduelle. ² Y compris les nouvelles constructions publiques à usage civil, qui font partie à la fois de l'épargne et de l'investissement. ³ Janvier-septembre.

investissement privé languissant, ne pouvait être aisément renversée. C'est pourquoi les autorités de nombreux pays durent passer rapidement d'une politique de crédit relativement libérale à une politique de restriction sévère.

Aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, les événements ont suivi un cours différent. A la fin de 1962 et au début de 1963, la propension générale à l'épargne était nettement plus forte que la demande d'investissement de l'économie interne. Mais au lieu d'avoir coïncidé avec un excédent extérieur, comme ce fut précédemment le cas sur le continent, le potentiel d'épargne n'a pas été mis à profit par suite de l'utilisation insuffisante des ressources intérieures. Depuis lors, l'expansion s'est accélérée dans les deux pays, en partie grâce aux mesures budgétaires qui l'ont favorisée, provoquant un brillant renouveau de l'épargne des entreprises.

Crédit bancaire et formation de liquidités. Un phénomène caractéristique de la phase cyclique 1958/63 a été la forte expansion du crédit bancaire. Au cours de cette période, son montant total, en valeur absolue, s'est accru deux ou trois fois autant que pendant la période d'expansion 1952/57, et sa progression en valeur relative a été aussi, en règle générale, beaucoup plus forte. Dans certains pays, comme la France, l'Italie et la Finlande, le crédit s'est fortement développé de 1958 à 1963, mais à peu près dans les mêmes proportions que pendant la période précédente. L'expansion a été également spectaculaire en Allemagne, même comparée aux progrès exceptionnels accomplis de 1952 à 1957.

L'expansion du crédit bancaire en 1958/63, ainsi que celle des dépôts dans les banques, ont été liées au déséquilibre des paiements internationaux. Aux Etats-Unis, les autorités monétaires, voulant favoriser une meilleure utilisation des ressources, ont plus que compensé les effets produits sur le potentiel de crédit par les sorties d'or continues. Dans les pays d'Europe occidentale, l'augmentation des avoirs extérieurs nets des banques a formé une contrepartie importante à celle des avoirs liquides intérieurs du public. Ainsi, non seulement le volume total du crédit bancaire s'est, d'une façon générale, accru davantage entre 1958 et 1963 qu'entre 1952 et 1957, mais la part de l'accroissement reposant sur l'acquisition d'avoirs extérieurs nets a été souvent beaucoup plus grande que pendant la période précédente. Comme le montre le tableau, cette proportion a varié selon les pays entre 10% environ (Allemagne, Finlande, Italie, Norvège et Suède) et 30% ou plus (Autriche, France et Pays-Bas).

On discerne avec plus de netteté l'influence des gains en devises si l'on ne considère que la progression des avoirs extérieurs officiels par rapport à celle de la masse monétaire intérieure. Dans tous les pays d'Europe continentale, sauf l'Allemagne, l'accroissement des ressources de change de la

Expansion des avoirs des banques.

Pays	Périodes	Accroissement global		Proportion de l'accroissement due à la variation		
		en milliards d'unités de monnaie nationale	en pourcentage	des avoirs extérieurs nets	du crédit au secteur public	du crédit au secteur privé
				en pourcentage		
Allemagne	1952-1957	78,2	189,8	25,3	5,8	68,9
	1958-1963	124,5	104,3	11,7	9,8	78,5
Autriche	1958-1963	62,2	109,4	29,2	22,0	48,8
Belgique	1952-1957	45,9	24,2	22,6	38,6	38,8
	1958-1963	125,0	53,0	17,1	50,5	32,4
Danemark	1952-1957	3,8	27,5	6,3	3,6	90,1
	1958-1963	13,7	77,2	17,5	— 5,3	87,8
Espagne	1954-1957	129,6	79,8	— 5,1	44,7	60,4
	1958-1963	380,3	130,2	20,0	10,5	69,5
Finlande	1952-1957	2,3	83,7	— 1,7	2,7	99,0
	1958-1963	4,4	88,7	10,8	— 2,6	91,8
France	1952-1957	38,4	103,1	— 7,0	37,4	69,6
	1958-1963	88,4	116,9	27,7	12,8	59,5
Grande-Bretagne	1952-1957	0,9	10,1	— 11,7	122,7	— 11,0
	1958-1963	2,4	23,9	16,5	— 34,9	118,4
Italie	1952-1957	4.668	110,0	4,0	26,3	69,7
	1958-1963	12.150	128,4	7,5	13,8	78,7
Norvège	1952-1957	3,6	26,4	12,9	5,0	82,1
	1958-1963	7,1	41,4	12,7	3,9	83,4
Pays-Bas	1952-1957	1,9	15,5	121,5	— 146,6	125,1
	1958-1963	11,3	79,3	44,0	6,1	49,9
Suède	1952-1957	12,3	42,8	9,1	30,2	60,7
	1958-1963	22,7	55,4	7,0	8,0	85,0
Suisse	1952-1957	11,3	41,0	9,7	15,8	74,5
	1958-1963	29,1	74,7	18,3	9,1	72,6
États-Unis	1952-1957	38,9	27,7	1,0	6,2	92,8
	1958-1963	81,4	37,3	— 11,1	37,1	74,0
Canada	1952-1957	2,9	34,5	—	— 5,9	105,9
	1958-1963	4,7	41,8	18,5	13,7	67,8
Japon	1953-1957	3.814	93,2	— 1,8	10,6	91,2
	1958-1963	17.956	227,1	1,8	3,4	94,8

Source: F.M.I., *International Financial Statistics*, «Monetary Survey».

banque centrale a été beaucoup plus important de 1958 à 1963 que de 1952 à 1957, et il en a été de même pour le pourcentage d'augmentation de la masse monétaire. Il est vrai qu'en France, la masse monétaire a augmenté presque autant au cours de la période précédente, où la variation nette des avoirs étrangers avait été négligeable; ce phénomène traduit l'état d'inflation qui a caractérisé les années 1956 et 1957.

On voit, d'après le tableau de la page suivante, qu'il y a eu en pratique une relation, assez lâche toutefois, entre le renforcement des réserves de la plupart des pays d'Europe continentale et l'accroissement de leur masse monétaire. Cette relation tient

Variations des avoirs extérieurs officiels et
de la masse monétaire.

Pays	Variations des avoirs extérieurs officiels		Accroissement de la masse monétaire (espèces et dépôts à vue)			
	1952-57	1958-63	1952-57	1958-63	1952-57	1958-63
	en milliards d'unités de monnaie nationale			en pourcentage		
Allemagne	21,50	10,10	15,90	27,10	83	77
Belgique	6,10	43,70	29,40	80,90	17	41
Danemark	0,37	2,10	1,06	6,09	15	77
Finlande	0,06	0,56	0,18	0,82	18	70
France	0,34	21,23	34,42	79,26	93	110
Italie*	0,19	1,77	2,31	6,46	79	123
Norvège	0,24	1,25	1,25	2,42	22	35
Pays-Bas	1,64	3,59	2,03	5,26	29	58
Suède	-0,14	1,54	1,64	5,62	20	56
Suisse	1,93	5,36	3,08	11,48	26	76

* En milliers de milliards.

évidemment au fait que la banque centrale doit créer de la monnaie nationale pour acquérir les avoirs en devises, et que la monnaie ainsi créée permet, à son tour, aux dépôts et aux crédits bancaires de se multiplier. Les autorités monétaires peuvent compenser en totalité ou en partie l'effet de cet afflux de devises, et certains pays ont obtenu à cet égard de meilleurs résultats que d'autres.

Il faut reconnaître, d'autre part, qu'en régime de convertibilité, les possibilités de compenser des entrées de devises sont limitées par la situation monétaire dans les autres pays. Les efforts déployés sans succès par l'Allemagne en 1959 et en 1960 pour freiner l'aisance monétaire en sont un témoignage éclatant. Toutefois, il serait exagéré de dire que les tendances inflationnistes qui se manifestent actuellement en Europe ont été la conséquence inévitable des entrées de devises qui les ont précédées. Il est certain que, dans nombre de pays, une plus grande rigueur budgétaire et monétaire, notamment au cours des deux dernières années, aurait contribué à contenir les excès de la demande.

Toutefois, pour situer convenablement cette question, il faut noter que l'expansion globale du crédit bancaire dans la plupart des pays d'Europe occidentale de 1958 à 1963 n'a pas été dans une bien grande mesure imputable au développement du crédit au secteur public. D'une façon générale, les finances publiques étaient dans une meilleure situation qu'entre 1952 et 1957. Dans beaucoup de pays — Danemark, Finlande, France, Grande-Bretagne, Italie, Norvège, Suède et Suisse — les emprunts nets du secteur public aux banques ont été nettement moins élevés, et même dans certains cas, les remboursements ont été supérieurs aux emprunts

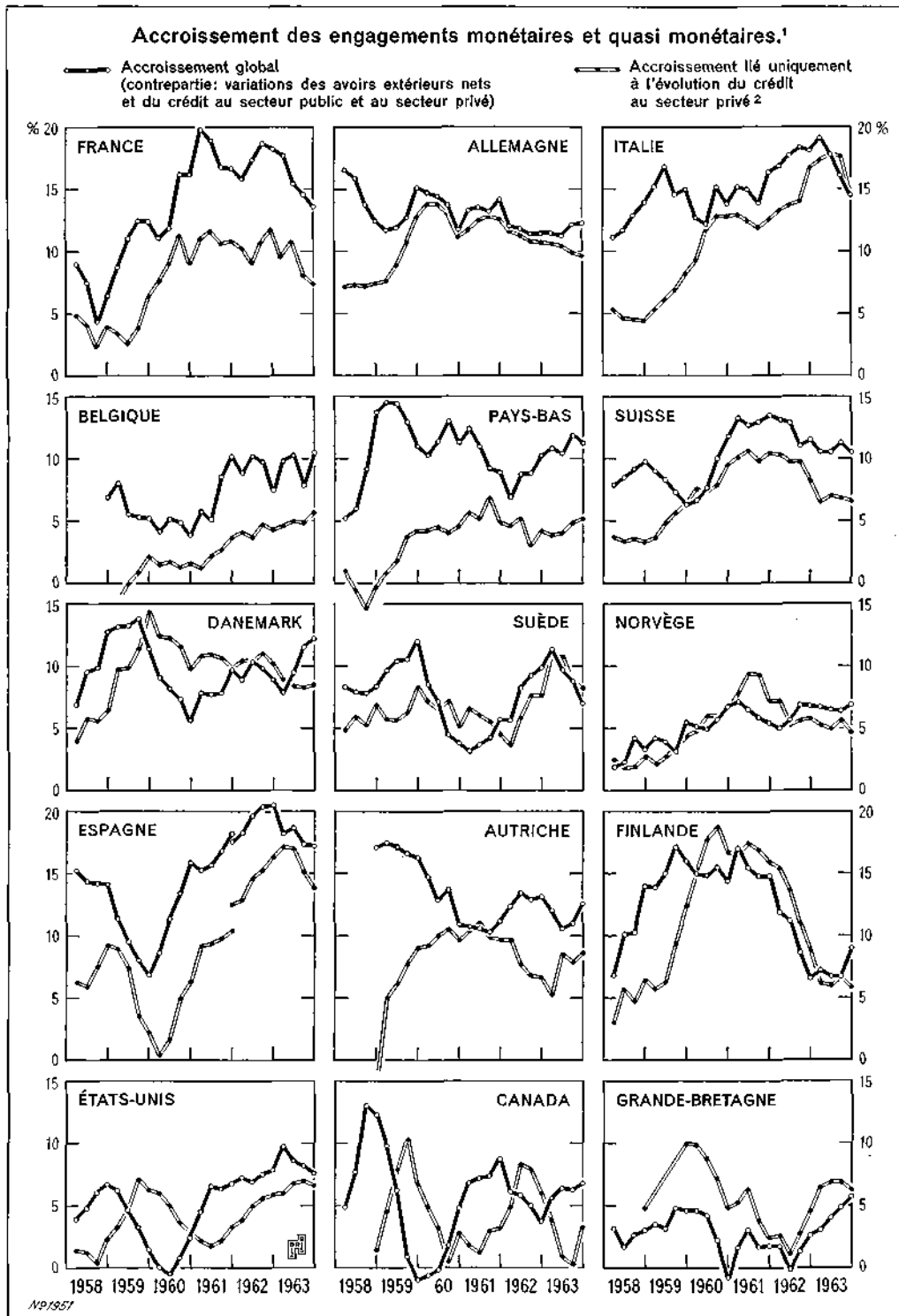
(voir page 45). Si tel n'a pas été le cas pour l'Allemagne et les Pays-Bas, l'augmentation du recours au crédit bancaire dans ces deux pays entre 1958 et 1963, par rapport à la période précédente, a été cependant modeste et correspond en partie à un accroissement des crédits aux collectivités locales. Il n'y a qu'en Belgique que le secteur public ait eu largement recours au crédit bancaire — davantage même qu'entre 1952 et 1957. Les opérations de consolidation de la dette publique ont également contribué à maintenir les créances des banques sur le secteur public à un niveau peu élevé dans certains pays, notamment en Grande-Bretagne, aux Pays-Bas et en Suède.

C'est plutôt à l'accroissement du crédit bancaire au secteur privé, ainsi qu'à l'augmentation des avoirs extérieurs qu'est due la création d'abondants avoirs liquides entre 1958 et 1963. Bien qu'essentiellement alimentée par les entrées de devises, l'expansion rapide du crédit à l'économie privée n'a commencé qu'à la fin de 1959, avec la reprise de dépenses d'investissement massives. Par la suite, la demande de crédit des entreprises a continué de progresser dans la mesure où les ressources propres dont elles pouvaient disposer pour des investissements ont diminué par rapport à leurs besoins globaux. De fortes demandes de crédit ont été également liées en grande partie au boom de la construction de logements, à la hausse du prix des terrains, au progrès considérable des dépenses consacrées aux biens durables de consommation et au financement d'un volume grandissant de transactions commerciales à des prix en hausse.

Cette évolution du crédit est illustrée dans le graphique ci-après, où l'on compare l'accroissement effectif, en pourcentage, des engagements du système bancaire sous forme de dépôts à la progression qu'aurait impliquée, à elle seule, l'expansion du crédit au secteur privé. L'écart entre les deux courbes indique dans quelle mesure le gonflement de la masse monétaire et quasi monétaire est lié à l'augmentation des avoirs extérieurs des banques et de leurs créances sur le secteur public.

En raison surtout des entrées de devises, la cadence de la formation d'avoirs liquides était déjà fort élevée dans un grand nombre de pays en 1958 et 1959. Mais à partir de la fin de 1959, la formation d'avoirs liquides a été de plus en plus liée au développement intense du crédit au secteur privé. Dans certains pays (France, Italie, Belgique, Suisse et Espagne), sous l'influence conjointe de la progression du crédit privé et de la reprise des afflux de devises, le taux de croissance des avoirs liquides a atteint de nouveaux maxima.

L'évolution de la liquidité dans les divers pays au cours des années passées reflète, en ce qui concerne la politique suivie et la situation particulière de chacun, d'importantes différences dans le détail desquelles on ne peut entrer. Toutefois,



Source: F.M.I., *International Financial Statistics*, «*Monetary Survey*».
¹ Par trimestres, variation en pourcentage par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente. ² Les prêts au secteur privé sont supposés n'avoir comme contrepartie que des engagements monétaires et quasi monétaires. Toutefois, dans le cas de l'Allemagne, les engagements à long terme, qui sont particulièrement importants, ont été considérés comme des engagements quasi monétaires.

il est intéressant de noter qu'en Allemagne, où le gouvernement central, par l'intermédiaire de son budget, a retiré du marché intérieur des fonds qu'il a surtout employés à des paiements nets à l'étranger, le rythme de croissance des avoirs liquides a été, ces dernières années, étroitement lié à celui du crédit au secteur privé. En France, l'institution, en janvier 1961, d'un nouveau coefficient de réserves liquides obligatoires (le « coefficient de trésorerie ») a contribué à limiter à environ 10% par an l'expansion des avoirs liquides attribuable au crédit bancaire au secteur privé. En Italie, en revanche, ce pourcentage a été généralement plus élevé, allant jusqu'à dépasser 17%.

Si l'on considère l'évolution plus récente, on constate que la formation d'avoirs liquides s'est maintenant ralentie en France, en Italie, en Suisse, en Suède, en Espagne et en Finlande. La Suisse, en avril 1962, et la France, en mars 1963, ont fixé des plafonds à l'expansion du crédit bancaire, et ceux-ci ont été abaissés ultérieurement. L'Espagne a adopté le système des réserves obligatoires au printemps de 1963. En Italie, où des restrictions n'ont été apportées au crédit qu'avec un certain retard, les autorités ont commencé, à la fin de l'été de 1963, à laisser le déficit extérieur exercer un certain effet sur la base du crédit. En Suède, l'expansion de la liquidité a été freinée tant par la diminution des réserves de change que par des opérations de gestion de la dette publique. En Finlande, c'est essentiellement le financement du déficit des finances publiques sans le concours du système bancaire qui a contribué au resserrement de la liquidité.

En Belgique, à partir du début de 1961, et aux Pays-Bas, à partir du printemps de 1963, la formation d'avoirs liquides s'est accélérée en même temps que s'accroissait le crédit au secteur privé. En automne, les autorités néerlandaises ont de nouveau fixé un plafond à l'expansion du crédit à l'économie privée, et, en Belgique, un « gentleman's agreement » a été élaboré sur des bases analogues au début de 1964.

Dans trois autres pays — Allemagne, Autriche et Danemark —, le rythme de formation des avoirs liquides est également devenu plus rapide en 1963. Mais alors qu'en Allemagne et au Danemark, cette accélération a été due principalement à la réapparition d'un afflux de devises, en Autriche, elle a été provoquée tant par les recettes de change que par l'expansion du crédit au secteur privé.

Aux Etats-Unis, les autorités ont délibérément pratiqué une politique tendant à soustraire, dans une certaine mesure, la création de liquidités internes à l'influence du déficit extérieur. Des restrictions monétaires ont été appliquées pour des raisons d'ordre interne en 1959, mais depuis l'adoption d'une politique de crédit libérale au début de 1960, la formation d'avoirs liquides a été très importante. Les effets de contraction dus aux pertes d'or ont été compensés à la fois par des achats de titres d'open market et par des réductions des réserves

obligatoires. Toutefois, en 1963, la liquidité des banques a eu tendance à se resserrer, sous l'influence d'un léger durcissement de la politique du crédit.

En Grande-Bretagne, en raison des opérations compensatoires auxquelles se livre le Fonds d'égalisation des changes, la liaison entre la position extérieure et la création interne de liquidité est moins automatique que dans la plupart des pays du continent européen. Toutefois, en pratique, les phases de rigueur et d'aisance monétaire qui se sont succédé entre 1958 et 1963 ont été étroitement liées à la détérioration et à l'amélioration de la balance des comptes. En outre, la plupart du temps au cours de cette période, les pouvoirs publics ont eu pour objectif constant la consolidation de la dette publique, ce qui a contribué également à freiner l'expansion des avoirs liquides. Ainsi, la constitution de dépôts auprès des banques a été moins importante que l'accroissement des crédits au secteur privé, de sorte que les banques ont dû réaliser une partie de leur portefeuille de titres. Au cours de la période 1962/63, l'amélioration de la position extérieure a permis de pratiquer une politique du crédit plus libérale, et le rythme des avances bancaires s'est accéléré, ainsi que celui de la constitution de dépôts. A la suite de la majoration, en février 1964, du taux officiel de l'escompte, l'expansion des avances s'est quelque peu ralentie, mais comme les progrès des ventes de titres de la dette publique ne compensaient pas entièrement l'accroissement des dépenses de l'Etat, les dépôts ont continué de progresser.

Bien que la formation d'avoirs liquides ait commencé de se ralentir dans certains pays sous l'effet des mesures de restriction du crédit, le volume même des avoirs qui ont été créés ces dernières années est tel qu'ils constituent une source d'inflation à l'état latent. Ainsi, dans la plupart des pays, les avoirs liquides ont continué d'augmenter l'an dernier, ou sont du moins restés stables par rapport au produit national brut, en dépit de la hausse des prix. Les chiffres figurant au tableau ci-contre étant des moyennes annuelles, et les mesures de restriction monétaire ayant été prises pour la plupart après le milieu de l'année, ces pourcentages ne reflètent pas l'évolution récente. Cependant, ils tendent bien à montrer que le crédit est resté relativement aisé pendant une bonne partie de 1963 dans de nombreux pays, et qu'en outre, cette aisance relative a déterminé une baisse ou une stabilisation des taux d'intérêt (cas de la France, de l'Allemagne, des Pays-Bas, de la Suède, de la Suisse, du Canada et de la Grande-Bretagne) jusque vers le milieu de l'année (voir graphique page 63). En fait, pendant toute la phase d'expansion, les taux d'intérêt dans la plupart des pays d'Europe continentale sont restés, sauf pendant quelques périodes de rigueur monétaire, comme en 1959/60 dans le cas de l'Allemagne et en 1960/61 dans celui de la Belgique et de la Suède, à un niveau proche de celui qu'ils avaient atteint lors de la récession de 1958, ou même inférieur. Toutefois, à partir du second

Masse monétaire, quasi-monnaie et produit national brut.¹

Pays	Années	Masse monétaire			Quasi-monnaie ²	Monnaie et quasi-monnaie	Produit national brut (aux prix du marché)	Masse monétaire	Quasi-monnaie
		Monnaie	Dépôts à vue	Total					
		en milliards d'unités de monnaie nationale								en pourcentage du produit national brut
Allemagne	1961	21,9	27,0	48,9	64,8	113,7	326,2	15,0	19,9
	1962	23,7	30,5	54,2	72,6	125,8	354,8	15,3	20,5
	1963	25,2	32,7	57,9	83,2	141,1	376,8	15,4	22,1
Autriche	1961	19,8	15,2	35,0	42,2	77,3	177,9	19,7	23,7
	1962	21,6	16,9	38,5	48,9	87,4	186,9	20,6	26,1
	1963	23,3	18,3	41,6	55,9	97,5	199,3	20,9	28,0
Belgique	1961	126,7	100,2	226,9	48,2	277,1	601,2	38,1	8,0
	1962	136,2	109,4	245,6	56,5	302,1	697,2	38,5	8,9
	1963	149,3	121,4	270,7	60,8	331,5	683,5	39,6	8,9
Danemark	1961	2,8	8,1	10,9	11,4	22,3	45,3	24,2	25,1
	1962	3,1	9,0	12,1	12,4	24,5	50,9	23,7	24,3
	1963	3,3	10,0	13,3	13,6	26,9	54,3	24,5	25,1
Finlande	1961	0,7	0,8	1,5	5,6	7,1	15,9	9,6	34,9
	1962	0,7	0,9	1,6	6,2	7,8	17,0	9,5	36,4
	1963	0,8	1,0	1,8	6,5	8,3	18,4	9,8	35,7
France	1961	42,2	59,4	101,6	10,9	112,5	319,7	31,8	3,4
	1962	47,6	71,1	118,7	13,0	131,7	356,3	33,3	3,7
	1963	53,7	84,5	138,2	14,5	152,7	391,8	35,3	3,7
Grande-Bretagne .	1961	2,1	6,9	9,0	.	.	27,1	33,4	.
	1962	2,1	7,0	9,1	.	.	28,3	32,3	.
	1963	2,2	7,3	9,5	.	.	29,8	31,9	.
Italie	1961	2.466	5.286	7.753	6.021	13.774	21.083	36,8	28,6
	1962	2.813	6.331	9.144	7.082	16.226	23.754	38,5	29,8
	1963	3.310	7.500	10.810	8.140	18.950	26.930	40,1	30,2
Norvège	1961	3,6	3,9	7,5	11,9	19,4	34,9	21,5	34,1
	1962	3,9	4,2	8,1	12,6	20,7	37,5	21,5	33,5
	1963	4,1	4,4	8,5	13,4	21,9	40,0	21,2	33,6
Pays-Bas	1961	5,2	6,6	11,8	14,6	26,4	44,9	26,3	32,6
	1962	5,6	6,9	12,5	16,3	28,8	47,7	26,2	34,1
	1963	6,2	7,6	13,8	18,2	32,0	51,6	26,6	35,2
Suède	1961	6,5	5,3	11,8	37,4	49,2	68,6	17,2	54,5
	1962	6,8	6,0	12,8	40,4	53,2	74,2	17,3	54,4
	1963	7,3	6,5	13,8	44,3	58,1	79,5	17,4	55,7
Suisse	1961	7,3	12,8	20,1	30,0	50,1	41,5	48,6	72,2
	1962	8,1	14,6	22,7	33,6	56,3	46,3	48,8	72,6
	1963	8,7	15,9	24,6	37,7	62,3	50,5	48,7	74,6
Canada	1961	1,9	4,5	6,4	7,6	14,0	37,4	17,1	20,2
	1962	2,0	4,7	6,7	8,0	14,7	40,3	16,7	19,8
	1963	2,0	5,2	7,2	8,4	15,6	43,0	16,9	19,4
Etats-Unis	1961	29,1	114,0	143,1	78,5	221,6	518,2	27,6	15,1
	1962	30,1	115,9	146,0	91,0	237,0	554,9	26,3	16,4
	1963	31,5	119,0	150,5	105,3	255,8	585,1	25,7	18,0

¹ Moyennes annuelles pour les chiffres relatifs à la masse monétaire et à la quasi-monnaie. ² Ne comprend que les engagements quasi monétaires des banques de dépôts, d'après la définition donnée dans le «Monetary Survey» publié par le F.M.I. En Grande-Bretagne, les dépôts à terme assortis d'un préavis de sept jours seulement sont compris dans les dépôts à vue.

semestre de 1963, la recrudescence de la demande, qui s'est accompagnée, dans beaucoup de pays du continent européen, d'un recours à des mesures de restriction monétaire, a provoqué une hausse des taux d'intérêt à long terme. En Grande-Bretagne, où il n'y a pas eu, dans ce domaine, d'influence des restrictions monétaires, le rendement des obligations industrielles, après être passé par un minimum en automne, s'est nettement relevé au cours des mois suivants, tandis qu'aux Etats-Unis, le mouvement ascendant a été plus progressif et a duré toute l'année.

Marchés des capitaux: problèmes et politiques. Les explications données dans les pages qui précèdent sur l'évolution de la situation permettent de comprendre aisément qu'on se préoccupe de plus en plus, sur le continent européen, de la nécessité d'encourager les capitaux à s'investir à plus long terme. Le déclin de la part de l'autofinancement, la préférence du public pour les avoirs financiers liquides et, dans certains cas, le recours accru du secteur public aux marchés du crédit, tous ces éléments ont réagi sur l'offre de capitaux destinés au financement du développement industriel. L'inflation ayant contribué au maintien des marges bénéficiaires, le problème n'a pas encore été saisi dans toute son ampleur. En outre, l'inflation s'oppose, par sa nature même, à la réalisation d'une condition essentielle au bon fonctionnement d'un marché des capitaux, à savoir l'existence d'un climat de véritable stabilité des prix. A cet égard, 1963 a été une année de régression.

En raison des différences considérables qui existent entre les divers pays en matière d'organisation financière, toute comparaison internationale de l'activité des marchés des capitaux est risquée. Par exemple, dans le tableau ci-contre, les titres hypothécaires ont été exclus dans le cas des Etats-Unis et de quelques pays européens, alors que dans de nombreux autres, les émissions d'obligations hypothécaires jouent souvent un rôle notable. De plus, dans certains pays comme la France, l'Italie et la Belgique, il existe des organismes semi-publics de crédit qui tiennent une place importante sur le marché des capitaux; ces organismes empruntent à des conditions favorables, et les fonds qu'ils se sont ainsi procurés leur servent à octroyer des prêts, principalement à l'industrie privée. Toutefois, si l'on considère chaque pays séparément, on peut constater qu'en 1962, le montant net des nouvelles émissions, exprimé en pourcentage du produit national brut, a été fort élevé et, pour certains pays, nettement supérieur à la moyenne des années 1956 à 1958.

Au cours de l'année écoulée, différents marchés des capitaux ont été soumis à des forces qui, malgré leur diversité, ont eu en général pour effet d'en restreindre l'activité. Dans certains cas, la rigueur monétaire a eu elle-même une influence déterminante. C'est ainsi qu'en France, le Trésor, après s'être abstenu pendant

Marché des capitaux: Montant net des émissions.

Pays	Moyennes annuelles ou années	Secteur public		Secteur privé ¹		Emissions de valeurs étrangères	Total	Emissions du secteur privé	Total des nouvelles émissions
		Etat	Collectivités locales et organismes publics	Actions	Obligations				
Allemagne . . .	1956-58	-0,18 ²	0,80	1,54	3,71	0,04	5,90	2,4	2,7
	1959-61	0,42 ²	0,91	1,82	5,12	0,13	8,41	2,5	3,1
	1962	0,66 ²	1,81	1,51	7,06	0,10	11,14	2,6	3,4
	1963	1,80 ²	1,78	1,02	8,48	0,11	13,19	2,7	3,7
Belgique . . .	1956-58	6,5 ³	7,3	6,7	10,5	—	31,0	3,4	6,1
	1959-61	11,0 ³	7,4	6,2	10,3	—	34,9	2,9	6,1
	1962	17,9 ³	11,5	7,7	10,1	—	47,2	2,8	7,4
	1963	2,9 ³	7,2	5,3	10,3	—	25,7	2,3	3,8
Danemark . . .	1956-58	0,08	—	0,10	0,84	—	1,03	2,9	3,1
	1959-61	-0,18	—	0,15	1,78	—	1,75	4,6	4,1
	1962	-0,18	—	0,13	2,92	—	2,87	6,0	5,6
	1963	-0,19	—	0,13	3,80	—	3,74	7,2	6,9
France	1956-58	2,02	-0,01	2,02	2,60	—	6,63	2,1	3,1
	1959-61	-0,94	-0,01	2,95	3,77	—	5,77	2,3	2,0
	1962	-0,86	0,03	3,99	4,22	—	7,38	2,3	2,1
	1963	2,09	0,15	4,18	4,92	0,06	11,40	2,3	2,9
Grande-Bretagne .	1956-58	0,06 ⁴	0,04	0,14	0,19	0,01	0,37	1,2	1,7
	1959-61	-0,22 ⁴	0,04	0,35	0,12	0,01	0,29	1,8	1,1
	1962	0,57 ⁴	0,14	0,26	0,17	—	1,14	1,5	4,0
	1963	-0,13 ⁴	0,09	0,20	0,23	0,02	0,41	1,4	1,4
Italie	1956-58	87	6	190	292	—	563	3,1	3,7
	1959-61	134	83	379	587	5	1.189	5,0	6,2
	1962	-108	170	608	942	30	1.642	6,5	6,9
	1963	-200	128	252	1.152	15	1.347	5,2	5,0
Pays-Bas	1956-58	0,01 ⁵	0,42	0,37	0,25	-0,04	1,00	1,7	2,8
	1959-61	0,46 ⁵	0,52	0,13	0,11	0,13	1,34	0,6	3,2
	1962	-0,09 ⁵	0,20	0,46	0,30	0,14	1,01	1,6	2,1
	1963	0,60 ⁵	0,40	0,07	-0,02	-0,12	0,93	0,1	1,8
Suède	1956-58	0,58 ⁶	0,04	0,28	0,68	—	1,58	1,8	3,0
	1959-61	0,45 ⁶	0,02	0,52	1,07	—	2,06	2,5	3,2
	1962	-0,51 ⁶	0,23	0,80	3,03	—	3,55	5,2	4,8
	1963	0,87 ⁶	0,43	0,55	1,75	—	3,60	2,9	4,2
Suisse	1956-58	-0,41	0,18 ⁷	0,25 ⁷	0,85 ⁷	0,14	1,01	3,5	3,2
	1959-61	-0,21	0,10 ⁷	1,05 ⁷	0,99 ⁷	0,63	2,57	5,4	6,8
	1962	-0,26	0,18 ⁷	1,81 ⁷	1,11 ⁷	0,44	3,28	6,3	7,1
	1963	-0,08	0,26 ⁷	1,53 ⁷	2,19 ⁷	0,53	4,43	7,4	8,9
Etats-Unis	1956-58	-1,0 ⁸	4,2	3,6	5,9	0,7	13,4	2,1	3,0
	1959-61	0,4 ⁸	4,2	4,0	4,7	0,7	14,1	1,7	2,8
	1962	1,5 ⁸	4,7	2,4	5,0	1,0	14,6	1,3	2,6
	1963	2,5 ⁸	6,2	1,0	5,6	1,1	16,4	1,1	2,8
Canada	1956-58	0,21 ⁹	0,84	0,51	0,81	—	2,36	4,1	7,4
	1959-61	0,95 ⁹	0,91	0,29	0,27	—	2,42	1,5	6,7
	1962	0,77 ⁹	0,88	0,34	0,42	—	2,41	1,9	6,0
	1963	0,98 ⁹	1,15	-0,10	0,58	—	2,61	1,1	6,1

¹ Y compris les émissions des organismes de crédit semi-publics et des industries nationalisées. ² Variation des avoirs du marché en titres d'emprunt et en bons du Trésor émis avec prime. ³ Variation de l'endettement direct à moyen et à long terme. ⁴ Variation des avoirs du public en titres négociables de la dette (à l'exclusion des bons du Trésor). ⁵ Non compris les versements à des comptes de présouscription. ⁶ Variation de la dette consolidée. ⁷ Y compris les émissions non placées dans le public. ⁸ Variation des avoirs du public en titres négociables de la dette à échéance d'un an ou plus. ⁹ Titres détenus en dehors des comptes de l'Etat.

quatre ans de recourir au marché des capitaux, a émis en 1963 deux emprunts d'un montant total de FF 3 milliards, essentiellement dans l'intention de réduire la liquidité. De même, en Suède, l'Etat a émis plusieurs emprunts à la fin de 1963 et au début de 1964, en partie en vue de resserrer la liquidité des banques. Aux Pays-Bas, le Trésor a également épongé des liquidités sur le marché en 1963 en lançant, en automne, un emprunt pour un montant supérieur à ses besoins.

Dans certains pays, les besoins financiers accrus du secteur public ont restreint le volume des fonds disponibles sur le marché des capitaux. Ce fut le cas en Allemagne et en Suède, ainsi qu'en Suisse en ce qui concerne les autorités locales. En Suisse également, l'excédent du budget fédéral a diminué l'an dernier et le volume des fonds faisant retour au marché par le biais de l'amortissement de la dette a été moins élevé. En Belgique, le Trésor s'est trouvé aux prises avec une double difficulté: un déficit important, et la nécessité de le financer essentiellement au moyen de crédits à court terme obtenus à l'étranger par le canal des banques. Pendant toute l'année, l'activité du marché des capitaux s'est ressentie de la réforme fiscale qui a institué, à la fin de 1962, des impôts perçus sous forme de retenue à la source sur le revenu des titres nouvellement émis, mais la situation s'est améliorée au cours des premiers mois de 1964.

En Italie, le volume des nouvelles émissions a sensiblement fléchi en 1963, en partie par réaction contre les décisions, prises l'année précédente, de nationaliser le secteur de l'électricité et d'instituer un impôt retenu à la source sur les dividendes. En janvier 1963, le Trésor a racheté une partie de la dette à long terme comme en 1962, tandis que jusque vers le milieu de 1963, l'aisance du crédit a permis aux banques de procéder à d'importants achats de titres. Depuis lors, toutefois, les banques ont réduit leur soutien au marché. En Allemagne, la facilité avec laquelle le marché a absorbé un accroissement sensible des nouvelles émissions en 1962 et en 1963 s'explique en partie par l'afflux massif de capitaux étrangers. En Suisse, l'augmentation du volume des nouvelles émissions l'an dernier a été due en grande partie à des émissions d'obligations par les banques, qui ont dû recourir à ce nouveau moyen afin de drainer les capitaux disponibles pour des prêts.

Aux Etats-Unis, l'année 1963 a été marquée par une expansion du volume net des nouvelles émissions, principalement de celles des Etats et des collectivités locales, des sociétés de financement des ventes à tempérament et, pendant les six premiers mois, des emprunteurs étrangers. En ce qui concerne la demande, les principaux acheteurs, en dehors des compagnies d'assurances et des caisses de retraite, ont été les banques commerciales, auxquelles le relèvement des taux d'intérêt créditeurs a valu un afflux exceptionnel de dépôts à terme et de dépôts d'épargne.

En Grande-Bretagne, les autorités ont acheté au marché, en 1963, plus de fonds d'Etat à long terme qu'elles ne lui en ont vendu, alors qu'en 1962 leurs ventes avaient, au contraire, fortement dépassé leurs achats.

En ce qui concerne les émissions de valeurs étrangères sur les marchés nationaux, on ne peut pas dégager de tendance nette pour 1963. Aux Etats-Unis, ces émissions ont cessé sur le marché de New York après qu'eut été présenté, en juillet 1963, le projet d'instituer une taxe de péréquation de l'intérêt, mais on pense qu'une fois cette taxe votée, les émissions de valeurs étrangères reprendront à un rythme modéré. En Suisse, les autorités, devant la demande excessive de capitaux de l'économie interne, ont adopté une attitude plus stricte à l'égard des émissions de valeurs étrangères sur le marché national. Il en a été de même aux Pays-Bas — le troisième pays, par ordre d'importance, à avoir jusqu'à présent autorisé assez largement les émissions de valeurs étrangères. Aussi cette évolution a-t-elle suscité à plusieurs reprises le lancement, l'an dernier, d'emprunts d'un type nouveau libellés en monnaies étrangères et en unités de compte. Jusqu'à présent, ce sont les emprunts en dollars qui ont été les mieux accueillis; il en a été émis pour un total d'environ \$200 millions à Londres entre l'automne de 1963 et avril 1964.

Du point de vue de leur économie interne, il est certainement dans l'intérêt des pays européens de renforcer leurs marchés des capitaux. Toutefois, l'activité du marché des capitaux n'est pas une fin en soi. Une expansion rapide et régulière de l'économie dépend davantage du niveau général et de la composition de l'épargne et de l'investissement, et à cet égard, les pays européens ont obtenu des résultats enviables pendant la majeure partie de l'après-guerre. Les principaux procédés utilisés pour accroître l'épargne globale ont eu souvent pour effet annexe de restreindre les placements des particuliers sur le marché des capitaux. Par exemple, d'importants excédents du budget ordinaire ont abouti à limiter le potentiel d'épargne du secteur privé et, par là même, les achats de valeurs mobilières, bien qu'ils aient eu également pour conséquence un accroissement de l'épargne globale. Les diverses techniques utilisées pour augmenter les fonds disponibles pour l'autofinancement — plans d'amortissement accéléré, dégrèvements d'impôts en faveur des investissements et imposition *relativement faible des bénéfices* — ont contribué également à développer l'épargne. Enfin, les dispositions dont l'objet est d'inciter les particuliers à épargner davantage ont eu pour effet, dans certains cas, d'accroître le total de ce type d'épargne tout en réduisant la part directement placée sur le marché des capitaux.

Compte tenu de ces considérations, le problème à résoudre d'urgence, dans de nombreux pays, consiste à trouver un meilleur équilibre entre l'épargne et

l'investissement. Pour atteindre ce but, le meilleur moyen est de s'attacher de nouveau à augmenter l'excédent du budget ordinaire, méthode qui pourra être combinée également avec un étalement des programmes d'investissement public. Cette manière de procéder, qui est déjà celle d'un certain nombre de pays, laisse toute liberté au marché des capitaux pour satisfaire les besoins d'emprunt du secteur privé et tend à faire baisser les taux d'intérêt, conséquence qui peut aussi être avantageuse pour des raisons d'ordre international. Pour que les marchés des capitaux se développent, il faut en outre que des écarts suffisants soient maintenus entre les taux d'intérêt à court terme et à long terme — bien qu'une telle exigence implique peut-être, pour des raisons d'équilibre, un niveau des taux d'intérêt à long terme supérieur, en fait, à celui qui a prévalu ces derniers temps dans certains pays.

Outre ces moyens d'action, il existe évidemment un certain nombre de possibilités techniques pour donner plus d'extension et d'efficacité aux marchés des capitaux dans différents pays. L'octroi aux organismes qui placent des capitaux d'une plus grande liberté dans la composition de leur portefeuille, la possibilité, pour les émetteurs, de se faire garantir à de meilleures conditions la souscription de leurs titres, la suppression d'impôts spéciaux qui frappent lourdement les nouvelles émissions, l'introduction sur le marché des capitaux de nouveaux instruments adaptés aux besoins de l'emprunteur comme du prêteur, sont autant de moyens d'accomplir de nouveaux progrès.

Il convient encore d'examiner dans quelle mesure le développement des marchés nationaux des capitaux conduira à une interpénétration plus étroite de ces divers marchés. Une grande liberté est déjà accordée en Europe à la plupart des formes de mouvements internationaux de capitaux, mais chaque pays (à l'exception de l'Allemagne) continue de réglementer les nouvelles émissions de valeurs étrangères sur son propre marché. Cette attitude tient en partie à des raisons d'ordre intérieur — assurer aux emprunteurs nationaux la priorité sur les emprunteurs étrangers — et en partie à des raisons extérieures — veiller à ce qu'il y ait compensation entre les prêts en faveur de l'étranger et d'autres postes de la balance des paiements. Toutefois, dans l'hypothèse où les efforts de stabilisation actuellement entrepris en Europe seraient couronnés de succès, il est raisonnable d'espérer que la politique nationale en matière de marché des capitaux sera de plus en plus influencée par les considérations d'ordre international. Dans le passé, les pays européens ont montré qu'ils avaient une remarquable aptitude au développement de l'épargne, et ils peuvent espérer tirer des avantages mutuels de tout effort qu'ils fourniraient de concert pour accroître le total mondial des capitaux à investir.

Politique du crédit dans divers pays.

Etats-Unis. L'an dernier, l'expansion soutenue de l'économie américaine a facilité l'adaptation de la politique monétaire aux exigences de la balance des paiements. Dès le mois de décembre 1962, les autorités de la Federal Reserve avaient décidé de rendre le crédit un peu moins facile à obtenir, et leur action ultérieure a déterminé, chez les banques membres du Federal Reserve System, une baisse des réserves libres (différence entre l'excédent de leurs réserves et le montant de leurs emprunts à la banque centrale), qui sont passées de \$400 à \$300 millions au cours des premiers mois de 1963. Devant la forte détérioration de la balance des paiements pendant le second trimestre, les autorités ont provoqué un nouveau resserrement des réserves des banques et peu après, le 17 juillet, le taux de l'escompte a été porté de 3 à 3 ½ %. En même temps, les taux d'intérêt maxima prévus par la «Regulation Q» ont été encore relevés, de sorte qu'au lieu de verser, comme jusqu'à présent, un intérêt de 2 ½ à 3 ½ % sur les dépôts à terme de trois à douze mois, les banques peuvent désormais les rémunérer jusqu'à 4 %. Enfin, au début de novembre, le Federal Reserve Board a porté de 50 à 70 % la marge de couverture obligatoire des achats de titres par des espèces. L'orientation de la politique dans le sens d'un certain durcissement s'est traduite par une réduction des réserves libres des banques à environ \$100 millions en août 1963, niveau autour duquel elles se sont maintenues depuis lors.

Pour résoudre d'une manière plus directe la contradiction qui persistait entre les objectifs d'ordre intérieur et d'ordre extérieur, les autorités ont présenté, en juillet 1963, leur projet de taxe de péréquation de l'intérêt. Il faut considérer cette mesure essentiellement comme un expédient monétaire, car elle a pour objet de limiter les sorties de capitaux par d'autres moyens qu'un relèvement des taux d'intérêt à long terme, qui a été jugé peu souhaitable pour des raisons d'ordre intérieur. Cette taxe s'appliquera jusqu'à la fin de 1965, avec effet rétroactif au mois d'août 1963, aux achats de valeurs mobilières étrangères nouvellement émises ou déjà en circulation effectués par des résidents des Etats-Unis à des étrangers. Seraient soumises à la taxe, dont le barème s'échelonnerait entre 2 ¾ et 15 %, les valeurs à revenu fixe dont l'échéance est comprise entre 3 ans et 28 ans et demi, et il en résulterait une augmentation d'environ 1 % par an du coût des nouvelles émissions de valeurs étrangères sur le marché des Etats-Unis. Elle ne serait pas applicable aux émissions des pays en voie de développement, aux investissements directs des Etats-Unis à l'étranger ou aux prêts à court terme d'une durée n'excédant pas trois ans.

En ce qui concerne les taux d'intérêt, la situation s'est considérablement modifiée, en grande partie à la suite du changement d'attitude des autorités en 1963.

Le rendement des bons du Trésor à trois mois, qui s'établissait à $2\frac{3}{4}\%$ en octobre 1962, s'est maintenu en général au-dessus de $3\frac{1}{2}\%$ à la fin de 1963 et au début de 1964. Le rendement des titres d'Etat à long terme, qui atteignait environ $3,9\%$ au début de 1963, s'est relevé progressivement au cours de l'année, mais s'est stabilisé à environ $4,15\%$ au début de 1964. En ce qui concerne les prêts bancaires, le taux d'intérêt appliqué au papier de premier ordre (« prime rate ») s'est maintenu sans changement au niveau de $4\frac{1}{2}\%$ auquel il avait été ramené en 1960. En résumé, si les autorités ont rendu les placements de fonds à court terme plus attrayants, tant pour les nationaux que pour les étrangers, et menacent de rendre les émissions de valeurs étrangères plus onéreuses, le coût des prêts bancaires et des capitaux à long terme a, en revanche, relativement peu changé pour les emprunteurs nationaux.

Les mesures prises l'an dernier n'ont pas non plus rendu le crédit à l'économie interne plus difficile à obtenir. Le montant net des fonds que les secteurs économiques — à l'exception de ceux qui ont une activité financière — se sont procurés sur le marché du crédit et sur celui des valeurs mobilières a été au total de \$ 62 milliards, contre \$58 milliards en 1962, le record des années précédentes ayant été atteint en 1959 avec \$53 milliards. Une faible part seulement de ce total a servi à couvrir le déficit de trésorerie du gouvernement fédéral, qui a été ramené de \$5,7 milliards en 1962 à \$4,6 milliards en 1963. La majeure partie du financement de ce déficit a incombé indirectement au Federal Reserve System, qui a renforcé son portefeuille de titres d'Etat de \$3,2 milliards en 1963, afin de compenser la sortie d'or et de fournir aux banques la marge supplémentaire de réserves dont elles avaient besoin pour faire face à l'expansion du crédit intervenue l'an dernier.

Les banques commerciales ont accru, en 1963, le total de leurs prêts et de leurs investissements de \$18,6 milliards, c'est-à-dire de 8% , soit à peu près dans la même proportion qu'en 1962 et en 1961. C'est en partie grâce à la progression importante des dépôts à terme et des dépôts d'épargne qu'elles ont pu développer leur activité, et ceci les a incitées à se tourner vers des placements d'un rendement supérieur, d'autant plus qu'elles versaient des intérêts plus élevés sur ces dépôts. Les ressources nouvelles ont servi en majeure partie à accorder des prêts hypothécaires, à acquérir des titres exonérés d'impôt émis par les Etats et les collectivités locales, à consentir des prêts aux entreprises de services publics et à faciliter le crédit à la consommation. L'augmentation des bénéfices des entreprises, ainsi que les avantages qui leur ont été consentis en 1962 par l'institution de nouvelles facilités de crédit pour le financement de leurs investissements et par la révision des dispositions concernant les amortissements, leur ont permis de ne recourir que modérément au crédit des banques. En raison de l'importance qu'elles ont donnée, dans leur activité, aux prêts d'un rendement plus élevé et à plus long terme, les banques ont été amenées

à réduire de \$3,1 milliards leurs avoirs en bons du Trésor et en autres titres d'Etat. A la fin de 1963, leurs portefeuilles de titres à court terme du gouvernement fédéral ne représentaient plus que 7,5% du total des dépôts, alors que deux ans auparavant, ce pourcentage était de 11,2%.

Bien que les particuliers et les sociétés aient fait preuve, en 1963, d'une préférence accrue pour les dépôts à terme et d'épargne, l'activité du marché des capitaux s'est intensifiée, grâce aux opérations de prêt à plus long terme des établissements financiers. L'expansion du crédit hypothécaire a atteint \$28,1 milliards contre \$24,8 milliards en 1962 et \$18,6 milliards en 1961. Le volume des obligations des Etats et des collectivités locales s'est accru de \$6,7 milliards au lieu de \$5,1 milliards l'année précédente. Toutefois, les sociétés, disposant de ressources internes plus abondantes, ont moins emprunté sur le marché des capitaux. Les émissions de valeurs étrangères, bien qu'elles soient tombées à zéro après la présentation du

Modifications des taux d'escompte officiels depuis 1961.

Pays et date de modification	Taux d'es-compte officiel	Pays et date de modification	Taux d'es-compte officiel	Pays et date de modification	Taux d'es-compte officiel
	en %		en %		en %
Allemagne		Espagne		Grèce	
11 novembre 1960	4	11 avril 1960	5½	1 ^{er} novembre 1960	6
20 janvier 1961	3½	9 juin 1961	5	17 janvier 1963	5½
5 mai 1961	3				
Autriche		Etats-Unis		Japon	
17 mars 1960	5	12 août 1960	3	24 août 1960	6,94
27 juin 1963	4½	17 juillet 1963	3½	26 janvier 1961	6,57
				22 juillet 1961	6,94
Belgique		Finlande²		29 septembre 1961	7,30
4 août 1960	5	1 ^{er} avril 1959	6½	27 octobre 1962	6,93
24 août 1961	4½	30 mars 1962	8	27 novembre 1962	6,57
28 décembre 1961	4½	28 avril 1962	7	20 mars 1963	6,21
18 janvier 1962	4½			20 avril 1963	5,84
22 mars 1962	4	France		18 mars 1964	6,57
9 août 1962	3½	6 octobre 1960	3½	Pays-Bas	
6 décembre 1962	3½	14 novembre 1963	4	16 novembre 1959	3½
18 juillet 1963	4			25 avril 1962	4
31 octobre 1963	4½			8 janvier 1963	3½
				6 janvier 1964	4
Canada		Grande-Bretagne		Suède	
24 juin 1962 ¹	6	8 décembre 1960	5	15 janvier 1960	5
8 septembre 1962	5½	26 juillet 1961	7	6 avril 1962	4½
12 octobre 1962	5	5 octobre 1961	6½	8 juin 1962	4
13 novembre 1962	4	2 novembre 1961	6	18 janvier 1963	3½
6 mai 1963	3½	8 mars 1962	5½	14 juin 1963	4
12 août 1963	4	22 mars 1962	5	31 janvier 1964	4½
Danemark		26 avril 1962	4½	Turquie	
26 janvier 1960	5½	3 janvier 1963	4	29 novembre 1960	9
23 mai 1961	6½	27 février 1964	5	1 ^{er} juillet 1961	7½
19 août 1963	6				
13 novembre 1963	5½				

¹ Avant cette date, le taux d'escompte était fixé tous les jeudis à un taux supérieur de ¼% au dernier taux moyen d'adjudication des bons du Trésor. ² Taux de réescompte de base.

projet de taxe de péréquation de l'intérêt, ont atteint, pour l'ensemble de l'année, un montant de \$1,1 milliard, légèrement supérieur à celui de 1962. Au début de 1964, on a observé une certaine reprise des émissions de valeurs étrangères, effectuées surtout par des emprunteurs exonérés de la taxe projetée.

Depuis la réduction d'impôts intervenue en février, les autorités monétaires n'ont pas sensiblement infléchi leur politique dans le sens d'un resserrement du crédit, bien qu'elles se trouvent mieux placées pour le faire si elles l'estimaient nécessaire, du fait que la liquidité des banques a diminué l'an dernier.

Grande-Bretagne. Le budget favorable à l'expansion présenté en avril 1963 a marqué le point culminant d'une série de mesures budgétaires, dont les premières avaient été prises l'automne précédent à l'effet d'engager résolument l'économie sur la voie de l'expansion. C'est dans la même intention que toutes les restrictions monétaires qui subsistaient avaient été levées pendant les derniers mois de 1962, et que le taux officiel de l'escompte avait été ramené à 4% en janvier 1963. Pour ce qui est de la portée du budget d'avril, considéré sous l'angle de la politique monétaire, il convient de noter que, s'il impliquait à la fois une réduction sensible de l'épargne du gouvernement central et un développement de l'investissement public, il était conçu de façon à compenser plusieurs tendances opposées. L'épargne des particuliers avait été abondante, les moyens de financement propres des sociétés de droit public s'étaient accrus, enfin, il apparaissait que l'investissement en capital fixe des entreprises continuait à suivre une courbe descendante. Dans ces circonstances, la politique monétaire a tendu, dans l'immédiat, à faciliter le recours de l'économie interne au crédit, tout en maintenant les taux du marché de l'argent à court terme à un niveau (d'ailleurs élevé par rapport à celui du taux de l'escompte) qui soit de nature à décourager les importations ou les exportations de capitaux. A cette fin, il fallut innover quelque peu au cours de l'année en ce qui concerne les mesures d'application.

L'évolution de la situation au début de 1963 faisait déjà présager que la liquidité des banques serait soumise à de fortes tensions; la proportion des avances consenties par rapport au total des dépôts s'est approchée de 50%, ce qui constitue le pourcentage le plus élevé jamais atteint depuis la fin de la guerre. Les avances se sont fortement accrues, en partie à cause du mauvais temps et de l'évolution défavorable des «termes de paiement», tandis que les dépôts diminuaient sous l'influence de l'excédent saisonnier de trésorerie de l'Echiquier. Au cours de cette période, la situation des banques a été allégée dans une certaine mesure par les achats nets de fonds d'Etat effectués par les autorités. La Banque d'Angleterre a d'autre part informé les banques, au début du printemps, qu'elle ne verrait aucune objection à ce qu'elles appliquent momentanément un coefficient de

liquidité de 29% au lieu du coefficient habituel de 30%. Vers la même époque, le marché des fonds d'Etat a commencé à se raffermir, et cette tendance s'est poursuivie après la présentation du budget, notamment lorsqu'il a été annoncé qu'aucune offre de conversion ne serait faite en ce qui concerne les titres venant à échéance et que le montant de l'émission des nouvelles obligations du Trésor 5% (1976/78) ne serait que de £400 millions. Le rendement des obligations du Trésor à échéance lointaine, qui s'établissait à 5,64% à la mi-mars, n'a cessé de baisser par la suite, pour atteindre 5,13% à la fin juin. Dans ces circonstances, les dépôts bancaires n'ont progressé que lentement, mais le rythme d'expansion des avances s'est également ralenti, en partie peut-être à cause de l'importance des remboursements.

En ce qui concerne les objectifs d'ordre extérieur, une certaine incompatibilité avec la politique d'aisance du crédit à l'économie interne s'est révélée dès le début de l'année, lorsque le taux officiel de l'escompte a été abaissé. C'est alors qu'a été remise en usage, pour soutenir les taux du marché de l'argent à court terme, une technique monétaire qui, depuis longtemps, n'était plus utilisée. La Banque d'Angleterre a annoncé qu'à l'avenir, elle pourrait consentir de temps à autre des avances au marché de l'escompte à des taux supérieurs au taux officiel de l'escompte. Bien que cette mesure n'ait été appliquée qu'une fois — en mars — son effet a été suffisant pour maintenir le taux des bons du Trésor à moins de $\frac{1}{4}$ % au-dessous du taux officiel de l'escompte pendant le reste de l'année 1963. Jusqu'alors, le rendement des bons du Trésor s'était tenu, en règle générale, entre $\frac{1}{2}$ et $\frac{3}{4}$ % en dessous du taux officiel de l'escompte.

Au cours des mois d'été, l'économie a fait des progrès soutenus, mais la reprise manquait encore de vigueur. Le rendement des obligations du Trésor à long terme a de nouveau légèrement baissé, et, en septembre, il oscillait autour de 5,05%. Les autorités monétaires, croyant que cette situation ne se prolongerait pas et ne souhaitant pas, par conséquent, voir les taux d'intérêt à long terme fléchir de façon excessive, ont effectué des ventes de titres, pour un montant assez limité, pendant le troisième trimestre, principalement aux banques entrant dans les catégories des «domestic banks» et des «overseas banks», ainsi qu'à des institutions officielles étrangères. Elles ont également commencé, pendant cette période, à encourager les collectivités locales, ainsi que d'autres emprunteuses à recourir au marché des nouvelles émissions. Dans l'intervalle, les avances bancaires ont poursuivi leur progression, mais celle des dépôts, bien qu'étant devenue relativement plus rapide, n'a pas permis de ramener la liquidité des banques à un niveau confortable. Le déficit des finances publiques, qui devait non seulement stimuler l'économie, mais également permettre aux banques d'accroître leur liquidité, n'a pas atteint l'importance prévue. Aussi la Banque d'Angleterre a-t-elle fait à nouveau savoir

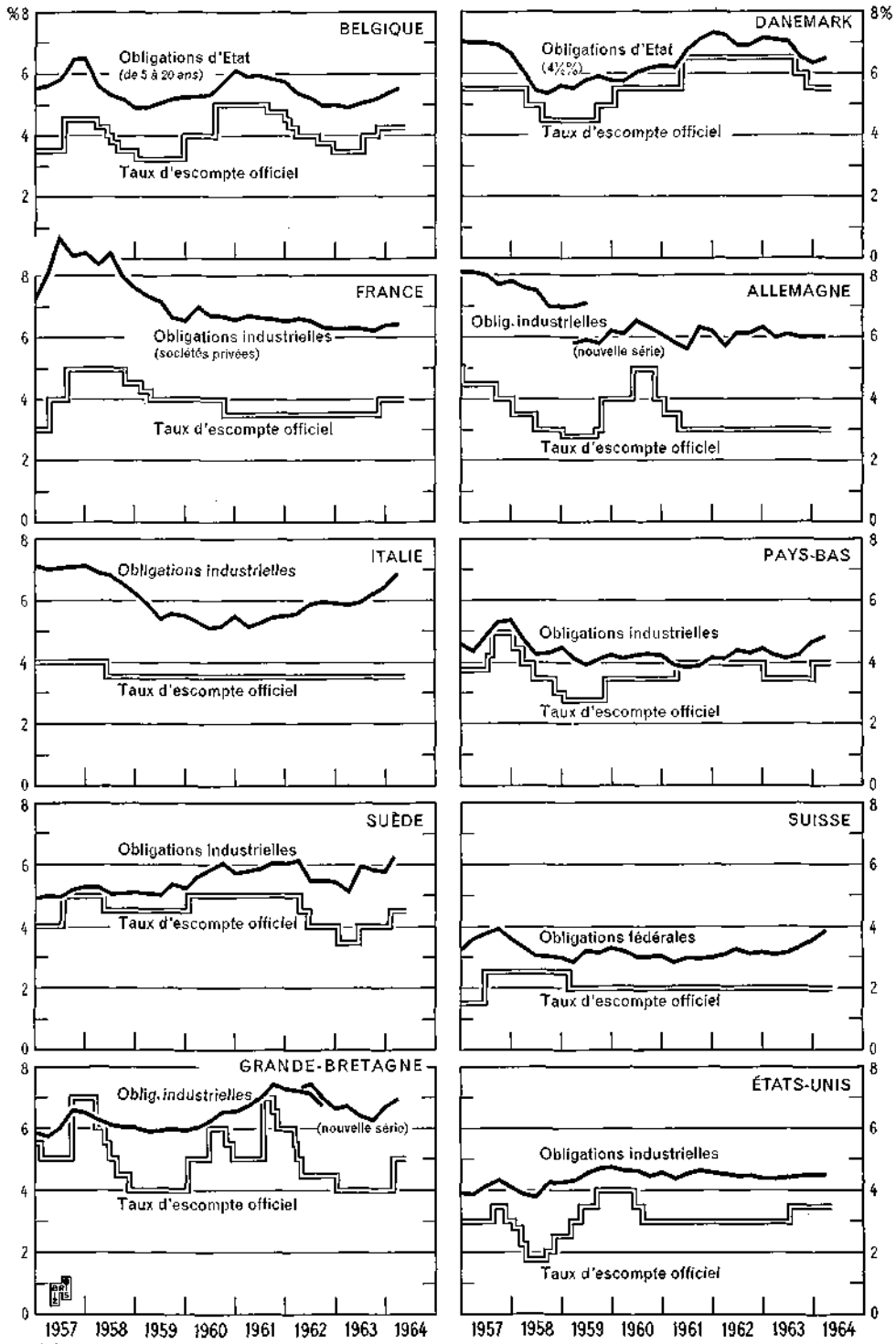
aux banques, en septembre, qu'elles pourraient poursuivre leurs activités avec un coefficient de liquidité plus faible, c'est-à-dire 28%, jusqu'en avril 1964. A ce niveau, qui reste en vigueur pour le moment, le coefficient se rapproche davantage de celui qui, dans les circonstances présentes, est considéré en général comme conforme à une saine pratique bancaire.

Au cours de l'automne, alors que le mouvement d'expansion s'accélérait, le marché des fonds d'Etat s'est alourdi. Une augmentation du volume des nouvelles émissions des collectivités locales et des sociétés industrielles, ainsi que l'annonce d'un important programme d'investissement public prévu pour les prochaines années, ont renforcé la tendance à la hausse des taux d'intérêt à long terme. Le rendement des obligations du Trésor ayant les plus longues échéances s'est fortement redressé en novembre, puis a oscillé autour de 5,5% en décembre et en janvier. En présence de cette situation, l'Echiquier a eu davantage recours au système bancaire pour ses opérations de financement, ce qui a contribué à faire progresser plus rapidement les dépôts. Comme, d'autre part, les avances bancaires n'ont que peu augmenté, le coefficient de liquidité des banques s'est maintenu nettement au-dessus du minimum de 28%. Au cours de cette période, les autorités ne se sont pas opposées au relèvement des taux à long terme, bien qu'elles soient intervenues de temps à autre pour soutenir le marché.

Au début de 1964, il devint manifeste que la demande intérieure s'accroissait à un rythme qu'il n'était plus possible de maintenir. Afin de ralentir cette expansion sans qu'il en résulte pour autant une entrée nette de fonds étrangers, il a été décidé, à titre de précaution, de relever le taux de l'escompte de 4 à 5% le 27 février. Toutefois, le rendement des bons du Trésor n'a tout d'abord augmenté que de ½% environ, de sorte que l'écart est redevenu plus normal par rapport au taux officiel de l'escompte. Ultérieurement, le budget d'avril 1964, qui comporte une majoration de certains impôts indirects, a accentué le climat de prudence.

Le déficit global des finances publiques pour 1964/65, compte tenu des changements apportés aux impôts, est évalué à £791 millions, dont £165 millions représentent le montant net des ressources que les collectivités locales obtiendront du budget au lieu de les emprunter au marché. Il convient de rapprocher la différence entre ces deux chiffres, soit £626 millions, du déficit qui avait été prévu pour le budget de 1963/64, soit £687 millions, en considérant toutefois que le déficit effectif a été inférieur de quelque £200 millions aux prévisions. On prévoit donc qu'au cours de la prochaine année financière, les besoins de financement de l'Echiquier seront sensiblement plus élevés. Depuis le relèvement, en février, du taux officiel de l'escompte, le rendement des obligations du Trésor à longue échéance a oscillé autour de 5,9% et il est probable que la lourdeur persistera sur le marché des fonds d'Etat tant que l'activité économique progressera. On est ainsi conduit à penser que le

Taux d'intérêt.



volume des bons du Trésor financés par l'intermédiaire des banques sera peut-être assez important, et que celles-ci peuvent par conséquent compter sur de confortables marges de liquidité. En revanche, si la nécessité s'en fait sentir, les autorités pourront faire pression sur la liquidité des banques en les invitant à constituer des dépôts spéciaux.

France. C'est au début de 1962 que remontent les premiers efforts tendant à restreindre l'accroissement de la liquidité, alors que, la balance des paiements se soldant toujours par un excédent important, les prêts des banques au secteur privé s'accéléraient. Néanmoins, les mesures prises alors visaient à donner aux entreprises industrielles de plus larges facilités pour obtenir des ressources à long terme et à réduire le recours du Trésor au crédit bancaire. Toujours avec ce double objectif en vue, les autorités ont pris plus tard dans l'année d'autres mesures qu'elles ont encore sensiblement renforcées en 1963 et au début de 1964.

En 1962, le coefficient de liquidité minimum («coefficient de trésorerie») avait été relevé de 30 à 32% des engagements correspondant aux dépôts, tandis que la part à détenir obligatoirement sous forme de bons du Trésor (appelés désormais «certificats de trésorerie») avait été ramenée de 17½ à 15%. Ainsi, la proportion des réserves obligatoires pouvant être détenues sous forme d'effets d'autres catégories — principalement titres représentatifs de crédits d'équipement réescomptables sous réserve de l'autorisation préalable de la Banque de France — passait de 12½ à 17% des engagements sous forme de dépôts. De plus, à partir de 1962, les taux d'intérêt servis sur les dépôts à terme et les diverses catégories de bons du Trésor à moyen terme ont été progressivement réduits.

Bien qu'à la suite de ces mesures, le rythme d'accroissement des dépôts en banque se soit ralenti à partir du second semestre de 1962, la création de disponibilités nouvelles est restée importante. Aussi les autorités monétaires ont-elles pris une mesure plus décisive, en limitant à 12% l'expansion des crédits bancaires pour une durée d'un an à dater de février 1963. En outre, le «coefficient de trésorerie» a été porté de 32 à 36% entre mars et mai. En avril, afin que les banques ne soient pas incitées à augmenter leur portefeuille d'effets publics, le système de l'adjudication a été appliqué aux bons du Trésor vendus aux banques en excédent de ceux dont elles ont besoin pour constituer leur portefeuille minimum. Enfin, en mai, le Trésor, pour la première fois depuis cinq ans environ, a lancé un emprunt 4¼% à quinze ans, d'un montant de FF 1 milliard, exonéré de l'impôt sur le revenu des personnes physiques et assorti de primes de remboursement.

Les pressions inflationnistes s'étant intensifiées à la fin de l'été, plusieurs nouvelles mesures ont été prises en matière de crédit, dans le cadre du programme de stabilisation lancé en automne. Le Trésor a émis un second emprunt, d'un montant de

FF 2 milliards cette fois, à échéance de vingt ans, et dont le rendement s'échelonne entre $4\frac{1}{4}$ et $4\frac{3}{4}$ %. En outre, le taux maximum d'augmentation des crédits bancaires prévu pour la période d'un an s'achevant à la fin février 1964 a été ramené de 12 à 10% et les conditions des ventes à crédit ont été rendues plus rigoureuses, notamment en ce qui concerne les automobiles.

Ces mesures ont été complétées en novembre par le relèvement de $3\frac{1}{2}$ à 4% du taux de l'escompte de la Banque de France, qui n'avait pas varié depuis 1960. Les autorités s'étaient abstenues jusque-là de prendre une telle décision parce qu'elle était inopportune pour des raisons d'ordre extérieur. Mais le fléchissement de l'excédent extérieur et l'importance prépondérante prise sur le plan intérieur par le problème de l'inflation changeaient la situation. En outre, des mesures prises antérieurement avaient déjà réduit les possibilités de transferts internationaux de fonds à court terme; ainsi, en avril, il avait été interdit aux banques de servir des intérêts sur les comptes en francs ouverts à des non-résidents, et, en août, les emprunts à l'étranger des résidents de la zone franc avaient été soumis à des conditions plus strictes. Des mesures ont également été prises pour limiter les effets de l'ajustement du taux de l'escompte sur l'économie interne. Il a été décidé de maintenir au même niveau le taux des bons du Trésor et celui des traites à l'exportation, et de limiter à $\frac{1}{4}$ % la majoration du taux minimum d'intérêt sur les crédits bancaires. Le relèvement du taux de l'escompte a donc affecté principalement le coût du recours à la banque centrale — d'autant plus que le taux de pénalisation des emprunts hors plafond a été lui aussi majoré.

En 1963, les engagements monétaires et quasi monétaires du système bancaire se sont accrus de FF 19,7 milliards, soit une progression de 13,6%, alors qu'ils s'étaient accrus de 18,2% en 1962. Le rythme d'expansion des crédits à court terme au secteur privé et aux entreprises nationalisées s'est ralenti encore plus, revenant d'environ 20% en 1962 à 12% l'an dernier. L'excédent extérieur continuant d'alimenter la liquidité des banques, le recours à la Banque de France n'a pas sensiblement augmenté au cours de l'année 1963 considérée dans son ensemble. Toutefois, pendant cette période, la marge de liquidité excédentaire des banques est restée étroite et, à certaines époques, notamment au printemps et vers la fin de l'année, le marché monétaire a été particulièrement tendu.

Au cours des premiers mois de 1964, la balance des comptes s'étant rapprochée de l'équilibre, l'expansion de la monnaie et de la quasi-monnaie s'est encore ralentie. Toutefois, comme le niveau des avoirs liquides existants restait élevé, les autorités ont poursuivi la politique consistant à freiner leur accroissement. En janvier, elles ont prorogé jusqu'à la fin de septembre 1964 la mesure limitant l'augmentation des crédits bancaires. D'autre part, le portefeuille minimum de

«certificats de trésorerie» détenu par les banques et entrant dans le coefficient général de 36% a été de nouveau abaissé, de 15 à 13% cette fois. Enfin, le taux d'intérêt des bons du Trésor à court terme remboursables à vue a été légèrement réduit et il a été décidé que désormais, la mobilisation par les banques d'effets publics ayant moins de trois mois à courir s'effectuerait aux taux en vigueur sur le marché et non plus au taux d'escompte officiel. Ultérieurement, le Trésor a lancé, en mars, un nouvel emprunt à long terme, aux mêmes conditions que celui de septembre 1963, pour un montant de FF 1,5 milliard. En outre, à dater du 1^{er} juin 1964, les autorités ont abaissé à 10% le «plancher de certificats de trésorerie» imposé aux banques, le coefficient de trésorerie global restant inchangé. Il est à prévoir également que la diminution du déficit budgétaire prévue pour 1964 et l'émission, dans le courant de l'année, d'un autre emprunt public, auront une répercussion sur la formation d'avoirs liquides.

Italie. En 1962 et au début de 1963, l'octroi de crédits bancaires à l'économie avait progressé à un rythme accéléré. Au cours de cette période, du fait que la répartition des revenus s'était graduellement modifiée au détriment des bénéfices des entreprises et au profit des salaires, l'investissement intérieur était devenu de plus en plus tributaire des possibilités d'obtention de crédit. Les autorités monétaires ont cherché à satisfaire la demande dans ce domaine dans l'intention d'éviter un arrêt de l'expansion, étant donné notamment que les réserves de change étaient abondantes et que la situation de la balance des paiements était encore loin de causer des inquiétudes. C'est ainsi que lors de la première manifestation du déficit extérieur, vers la fin de 1962, les banques ont été autorisées, pour remédier à la ponction opérée sur leurs liquidités, à emprunter à court terme à l'étranger une grande partie des ressources dont elles avaient besoin, ainsi qu'à accroître leur recours direct à la Banque d'Italie. En outre, au début de 1963, le Trésor n'a pas renouvelé à son échéance une émission d'obligations à neuf ans, ménageant ainsi à la fois la trésorerie des banques et le marché des capitaux.

Toutefois, au cours de l'été et de l'automne, il est devenu manifeste que loin de s'améliorer, la situation extérieure empirait; en outre, l'apparition progressive, dans le budget du gouvernement central, d'un important déficit de trésorerie, financé en grande partie par les recours à la banque centrale, assombrissait encore l'avenir. Dans ces conditions, il a fallu prendre des mesures énergiques pour restreindre le crédit, bien qu'il fût évident que la situation exigeait également une action sur le budget. Au début de l'été, les autorités ont demandé aux banques de modérer leurs emprunts à court terme à l'étranger et, en septembre, elles leur ont enjoint formellement de ne plus augmenter leur position débitrice nette à l'égard de l'étranger et, si possible, de la réduire. En conséquence, l'expansion du crédit

bancaire au secteur privé n'a été que de 11% pendant le second semestre, taux sensiblement inférieur à celui de 16% qui avait été enregistré pendant la période correspondante de 1962. Les dépôts dans les banques ont augmenté de 9% entre janvier et décembre, alors qu'en 1962, ils avaient progressé de 12% pendant les mêmes mois. Le rapport entre les prêts et les dépôts bancaires, qui était de 74,4% à la fin de décembre 1962, était passé un an après à 79,8%. Au début de janvier 1964, les banques ont été formellement invitées à ne pas laisser leur endettement net à l'égard de l'étranger dépasser le niveau atteint, soit en novembre, soit en décembre de l'année précédente, le chiffre le plus bas devant être retenu comme limite.

Le montant net des émissions sur le marché des capitaux est tombé de LIT 1.640 milliards en 1962 à LIT 1.350 milliards en 1963, bien qu'un remboursement net de la dette publique par le Trésor ait accru quelque peu le volume des capitaux disponibles pour les emplois à plus long terme. Le volume des nouvelles émissions des établissements publics de crédit et des entreprises de droit public a été sensiblement plus élevé en 1963, mais les émissions de valeurs mobilières de l'industrie privée sont passées de plus de LIT 900 milliards en 1962 à LIT 430 milliards. Ainsi, bien qu'en 1962 et au début de 1963, une réduction ait été opérée sur les taux d'intérêt des avoirs financiers à court terme, afin d'encourager les placements à plus long terme, ces avantages n'ont pas compensé, pour les investisseurs, l'influence défavorable de la nationalisation des sociétés d'électricité, de l'impôt sur les dividendes et de l'évolution générale de l'économie. Aussi les autorités, en élaborant leur politique du crédit, ont-elles tenu compte de la préférence accrue du public pour les avoirs liquides, et donné aux banques la possibilité d'apporter un certain soutien au marché des capitaux. Toutefois, le portefeuille de valeurs mobilières des banques (abstraction faite des bons du Trésor), qui s'était renforcé de LIT 430 milliards en 1962, n'a augmenté que de LIT 280 milliards en 1963.

Au cours du premier trimestre de 1964, l'effet des restrictions de crédit s'est fait sentir avec beaucoup plus d'intensité, puisque les prêts des institutions de crédit ont diminué d'environ LIT 185 milliards, alors qu'ils avaient progressé de LIT 325 milliards pendant la période correspondante de 1963.

Mais c'est surtout des mesures prises pour freiner la consommation et consolider la situation du Trésor que dépendra le succès des efforts visant à stabiliser la situation sans compromettre l'expansion. Les mesures budgétaires prises à la fin de 1963 et au début de 1964 constituent un pas dans la bonne direction.

Pays-Bas. Au cours des dernières années, les autorités monétaires ont relativement bien réussi à contrôler le rythme de création des liquidités internes, même lorsque d'importantes entrées de devises se sont produites. En grande partie par leurs opérations de gestion de la dette et par la fixation de plafonds à l'expansion

du crédit au secteur privé, la proportion des avoirs liquides de ce dernier (non compris les dépôts d'épargne) par rapport au revenu national a été maintenue au voisinage de 40%. En 1962, elles ont relâché leurs efforts, car la balance des comptes se trouvait presque en équilibre, tandis que la demande de crédit fléchissait et, en janvier 1963, les restrictions de crédit avaient été complètement supprimées. Mais à la fin de l'été, on assistait à un rapide revirement de la situation. En effet, alors que depuis quelques mois déjà l'expansion du crédit bancaire s'était accélérée, la menace de l'inflation salariale se précisait, tandis que les capitaux recommençaient d'affluer de l'étranger.

Réagissant promptement, en octobre, les autorités ont eu recours essentiellement à des mesures de rigueur budgétaire (relèvement d'impôts indirects et ralentissement de l'investissement public) et, en ce qui concerne le crédit, elles sont revenues à la politique qu'elles ont coutume d'appliquer en des circonstances semblables. La Nederlandsche Bank a rétabli le plafond d'expansion du crédit bancaire au secteur privé, limitant cette fois le taux d'accroissement mensuel à 1% du niveau moyen des crédits en cours au premier semestre de 1963. Cette mesure prévoit qu'en cas de dépassement du plafond imposé à l'ensemble du système bancaire, les banques fautives sont invitées à constituer auprès de la banque centrale des dépôts non productifs d'intérêts, dont le montant est déterminé pour chacune d'elles. Ayant déjà dépassé ces limites vers la fin de l'année, les banques ont été invitées, au début de 1964, à placer des fonds auprès de la Nederlandsche Bank. C'est pour cette raison notamment que les autorités ont été amenées à accentuer la rigueur de leur politique du crédit, en portant le taux de l'escompte de 3 ½ à 4% en janvier.

Les opérations de gestion de la dette publique ont constitué un autre moyen de réduire la liquidité. En octobre, le gouvernement a émis un emprunt 4 ½ %, à trente ans, d'un montant de Fl. 400 millions. Comme l'activité du marché des obligations fléchissait déjà, cet emprunt n'a rapporté guère plus de Fl. 300 millions, mais cet apport dépassait cependant les besoins normaux du Trésor. Peu après, les rentrées provenant des impôts se sont accélérées de façon inattendue, de sorte qu'il a été possible de procéder à une nouvelle stérilisation de fonds. Pour l'ensemble de l'année 1963, les emprunts à long terme du gouvernement central se sont élevés à plus de Fl. 900 millions, alors que son déficit de trésorerie a été inférieur à Fl. 300 millions. La différence lui a permis, avant tout, d'améliorer sa position à l'égard de la banque centrale.

Les collectivités locales, dont les besoins nets de financement se sont accrus de plus de Fl. 400 millions pour atteindre près de Fl. 1,5 milliard en 1963, se sont procuré près de Fl. 1,2 milliard par l'intermédiaire du marché des capitaux. De

nouvelles dispositions législatives mises en vigueur en novembre 1963 confèrent au gouvernement le pouvoir de contrôler le montant de l'endettement des collectivités locales. Ainsi, il a été décidé que pour la période d'un an partant du début de novembre, les emprunts des municipalités seraient limités à 91 % des sommes qu'elles se sont procurées au cours de la période de douze mois s'achevant le 30 juin 1963.

Bien que l'ensemble des ressources financières fournies par le marché des capitaux soit passé de Fl. 4,9 milliards en 1962 à Fl. 5,4 milliards en 1963, l'accroissement des emprunts du gouvernement central et des collectivités locales ne pouvait que réduire les possibilités d'emprunt du secteur privé et de l'étranger: en effet, pendant la même période, le total des fonds obtenus par ces deux catégories d'emprunteurs est passé d'environ Fl. 4 à Fl. 3,3 milliards. C'est sans aucun doute l'une des raisons pour lesquelles le secteur privé a recouru davantage au crédit bancaire l'an dernier.

En 1963, les acquisitions nettes de devises de la banque centrale ont eu pour conséquence d'accroître de plus de Fl. 615 millions les liquidités bancaires, mais les opérations de gestion de la dette auxquelles l'Etat a procédé ont en grande partie compensé les effets de cette augmentation. Pour aider les banques à faire face à leurs besoins de liquidité déterminés tant par le gonflement de la circulation monétaire que par l'expansion du crédit au secteur privé, la Nederlandsche Bank, au cours de l'année 1963, a abaissé par étapes successives, jusqu'à sa suppression complète, le coefficient de réserves liquides de 5 % qui leur était imposé. Les banques se sont également trouvées dans l'obligation de prélever sur les réserves de trésorerie dont elles avaient la libre disposition. En ce qui concerne l'avenir, les autorités prévoient que la balance des comptes se détériorera sensiblement en 1964, et qu'en conséquence, la pression exercée sur la liquidité des banques s'intensifiera.

Belgique. Par suite de l'accélération de la demande de crédits, tant publique que privée, qui a coïncidé avec une attitude particulièrement réticente du marché des capitaux, le crédit bancaire et les disponibilités monétaires ont augmenté sensiblement en 1963. La situation du marché financier a, dans une large mesure, reflété la réaction défavorable des détenteurs de capitaux à la réforme fiscale mise en vigueur à la fin de 1962. Celle-ci a notamment institué un impôt de 15 %, retenu à la source, sur les profits tirés des valeurs à revenu fixe et de certains autres avoirs financiers (y compris les dépôts à terme, les dépôts à vue et, à quelques exceptions près, les dépôts d'épargne).

En 1963, le déficit du budget du gouvernement central s'est sensiblement accru, avant tout du fait de la progression rapide de l'investissement public, et les besoins nets de financement du Trésor se sont élevés à FB 24,5 milliards,

contre FB 12,9 milliards l'année précédente. Mais alors qu'en 1962, le Trésor s'était procuré FB 20,1 milliards en faisant appel au marché intérieur du crédit et avait réduit de FB 7,2 milliards son endettement en devises, en 1963, il n'a été en mesure de placer sur le marché belge que FB 10,8 milliards, cependant que sa dette extérieure augmentait de FB 13,7 milliards. Une grande partie de ces emprunts extérieurs a été effectuée de façon indirecte; les banques commerciales ont servi d'intermédiaires, empruntant à l'étranger et affectant la majeure partie des fonds obtenus à l'achat de titres du Trésor libellés en devises.

Dans le secteur privé, l'ampleur de la demande de crédit a reflété la persistance d'un rythme rapide d'expansion économique, l'activité soutenue de la demande de biens durables de consommation et l'amenuisement des marges bénéficiaires dans certaines branches. Les prêts des banques commerciales à ce secteur ont augmenté de FB 18,4 milliards, soit de 26%, en 1963, contre 17% en 1962. Les engagements des banques, sous forme de dépôts ou à plus long terme, se sont accrus en valeur absolue d'un montant analogue, soit FB 17,7 milliards, ce qui représente une progression de 13%, au lieu de 9% en 1962. L'expansion relativement importante des crédits au secteur privé a été facilitée par la suppression, en janvier 1963, de l'ancien « coefficient de couverture » concernant le portefeuille de fonds d'Etat.

La première mesure tendant à resserrer le crédit est intervenue en juillet 1963, la Banque Nationale ayant alors relevé son taux d'escompte de 3½ à 4%. Cette mesure a été suivie, en octobre, d'une nouvelle majoration, qui a porté le taux à 4¼ %. A la fin de l'année, toutefois, les pressions inflationnistes s'étaient plutôt renforcées, ce qui a amené les autorités monétaires, au début de 1964, à conclure un accord sur le crédit avec l'ensemble des institutions de crédit; elles ont également rendu plus rigoureuses les conditions des ventes à tempérament. En conséquence, on s'attend que les banques commerciales, par exemple, limitent à 10-12% en 1964 l'augmentation de leurs prêts au secteur privé. Au cours des premiers mois de 1964, la demande de valeurs à revenu fixe a quelque peu repris et il semble que les taux d'intérêt à long terme se soient stabilisés à un niveau supérieur.

Allemagne. A partir de la fin de 1961, la progression de l'ensemble des prêts accordés par les banques commerciales et par les autres établissements de crédit s'est légèrement ralentie. Toutefois, ce changement n'était pas imputable à des mesures de restriction, mais à l'allure plus modérée prise par l'expansion économique. Il est vrai qu'en 1962 et au début de 1963, la liquidité des banques a diminué tant en raison du comportement « passif » des autorités monétaires qu'à cause de l'évolution du marché. Mais cette politique a été inaugurée alors que les avoirs liquides des banques étaient abondants, de sorte que si elle a déterminé un resserrement

du crédit, il n'y a cependant pas eu de véritable tension. Pendant les derniers mois de 1963, un climat d'aisance relative du crédit continua de prévaloir quand la liquidité des banques recommença de croître, sous l'effet d'un important afflux de devises et d'une détérioration de la situation des finances publiques.

Le total des prêts des institutions de crédit a augmenté en 1963 de DM 25,6 milliards, soit de 13,2% contre 14,1% et 16,3% respectivement en 1962 et en 1961. La part relative des prêts à long terme dans ce total s'est de nouveau assez sensiblement élargie, en grande partie à cause de l'extension prise par le crédit hypothécaire. En ce qui concerne leurs ressources, les institutions de crédit ont bénéficié d'une progression notable des dépôts d'épargne et ont considérablement développé leurs propres émissions d'obligations.

Le montant net des émissions de valeurs mobilières a de nouveau fortement progressé en 1963, atteignant DM 13,2 milliards contre DM 11,1 milliards en 1962. Cette expansion a été attribuable en partie au fait que les institutions de crédit, ainsi qu'il vient d'être dit, ont notablement accru leurs émissions, lesquelles ont pour une bonne part trouvé leur contrepartie dans des prêts aux collectivités locales, mais elle a été due également aux emprunts plus importants effectués par le gouvernement fédéral. A cet égard, il convient de noter que le budget de trésorerie de l'ensemble des administrations publiques est passé d'un excédent de DM 2,3 milliards en 1961 à un déficit qui a atteint DM 1,6 milliard en 1962, puis DM 5 milliards en 1963. Les pouvoirs publics ont recouru de plus en plus à l'emprunt à long terme, ce qui a contribué à maintenir les taux d'intérêt à un niveau relativement élevé en 1963, malgré les achats considérables de valeurs mobilières allemandes effectués par les étrangers. Peut-être est-ce également en partie pour cette raison que les sociétés industrielles ont émis moins d'obligations et d'actions, bien que ce fléchissement ait eu également pour cause le relèvement sensible des bénéfices des entreprises pendant le second semestre.

A la fin de 1963 et au début de 1964, devant l'apparition d'un important excédent extérieur s'accompagnant d'une menace de tensions inflationnistes à l'intérieur, les autorités monétaires se sont de nouveau trouvées dans une situation caractérisée par l'opposition entre objectifs d'ordre intérieur et considérations d'ordre extérieur. Toute tentative ayant pour objet de restreindre le crédit par une action monétaire de portée générale aurait comporté le risque de déclencher un nouvel afflux de fonds de l'étranger, qui aurait neutralisé les effets attendus des mesures adoptées et accentué encore l'excédent extérieur. C'est pourquoi, au début de 1964, les autorités ont mis en application ou proposé diverses mesures de portée limitée, dont une description a déjà été donnée en page 23, et qui avaient pour objet, d'une part, de décourager les entrées de capitaux étrangers tout en favorisant le

retrait de ces fonds, d'autre part, d'encourager les emprunts étrangers sur le marché allemand des capitaux. Ces mesures ont contribué à réduire simultanément l'excédent extérieur et la liquidité intérieure. Il est à noter, d'autre part, que les autorités monétaires n'ont pas relevé le coefficient de réserves obligatoires des banques en ce qui concerne les dépôts de résidents, ni réduit les plafonds de rées-compte des banques auprès de la banque centrale. Il est certain que depuis la fin de 1963, les banques ont renforcé leur portefeuille de titres d'open market, mais ce mouvement correspond essentiellement à des investissements de liquidités excédentaires. En outre, le taux d'escompte de la Bundesbank, fixé à 3% en mai 1961, est demeuré sans changement.

Suisse. Jusqu'à l'an dernier, les taux d'intérêt avaient pu rester à la fois stables et relativement bas, et cela en grande partie parce que les entrées de devises avaient plus que compensé l'effet de contraction exercé sur la liquidité par le déficit des opérations courantes. Mais les efforts déployés par les autorités pour limiter directement aussi bien l'expansion du crédit bancaire que le volume des émissions de valeurs étrangères sur le marché suisse des capitaux avaient également contribué à ce résultat. Toutefois, en 1963, la situation est devenue telle qu'un relèvement général des taux d'intérêt était désormais inévitable. Les raisons principales de cette évolution ont été le fléchissement de l'épargne privée et publique par rapport au niveau toujours élevé de l'investissement interne.

L'expansion du crédit bancaire, après s'être ralentie vers le milieu de 1962, s'est de nouveau accélérée en 1963. Dès le début de l'année, cependant, les banques ont commencé à sentir des pressions s'exercer sur leurs liquidités, en partie à cause d'une sortie nette de devises, mais surtout parce que les obligations à moyen terme (« bons de caisse ») qu'elles émettaient ne leur procuraient pas de nouvelles ressources, les taux d'intérêt alors en vigueur n'étant pas assez attrayants. A la fin de juillet, la Banque Nationale les a autorisées à relever de $\frac{1}{4}\%$ les taux d'intérêt des bons de caisse à moyen terme, à échéance de cinq ans ou plus. Ultérieurement, en janvier et en mai 1964, les taux d'intérêt versés sur les bons de caisse ont encore été majorés, et, à la suite de ces mesures, leur niveau s'est établi à $4\frac{1}{4}\%$ contre $3\frac{1}{2}\%$ un an auparavant. Les banques ont cependant cherché une autre source de fonds, ce qui les a amenées de plus en plus à placer leurs propres obligations sur le marché des capitaux; l'augmentation du volume des nouvelles émissions d'obligations, l'an dernier, leur est en majeure partie imputable.

Le rendement des obligations à long terme de la Confédération s'est relevé de 3,1% à la fin d'avril 1963 à environ 3,9% un an plus tard. Toutefois, on s'est efforcé de limiter la hausse des taux d'intérêt des prêts sur première hypothèque; en règle générale, les taux actuels s'élèvent à 4%, contre $3\frac{3}{4}\%$ l'an dernier.

L'intensification des pressions inflationnistes pendant le second semestre de 1963 s'est accompagnée d'une reprise des entrées de devises, ce qui a conduit les autorités à adopter, en mars 1964, l'ensemble de mesures législatives dont la description a déjà été donnée en page 18. Dans le domaine du crédit, ces mesures s'inspirent à peu près des mêmes principes que celles qui ont été prises antérieurement. Toutefois, elles font une place plus large aux moyens d'action visant à décourager l'importation de fonds à court terme et à encourager leur réexportation. En outre, les possibilités d'accroissement du crédit bancaire ont été réduites pour l'année 1964 tout entière; le taux autorisé a été ramené de 82 à 79 % de l'expansion enregistrée au cours d'une année de référence qui est, selon le cas, 1960 ou 1961. Le taux correspondant pour le crédit hypothécaire est fixé à 108 %, afin de faciliter la consolidation des prêts à la construction (qui ne doivent pas dépasser le plafond inférieur). Dans la mesure où ces limites seront dépassées, les banques fautives seront tenues de verser un montant équivalent à un dépôt spécial auprès de la Banque Nationale Suisse. Enfin, la réglementation des nouvelles émissions nationales sur le marché des capitaux a été renforcée. Depuis lors, les ventes à tempérament ont été soumises, le 1^{er} juin 1964, à des conditions plus strictes, tant en ce qui concerne le versement comptant minimum que le délai maximum de remboursement.

Ces mesures, ainsi que les restrictions imposées à la construction et les limites à l'admission des travailleurs étrangers, visent à améliorer l'équilibre entre l'épargne intérieure et l'investissement, tout en atténuant la tendance à la hausse des taux d'intérêt. Les capitaux étrangers n'ont plus maintenant que des possibilités fortement réduites d'entrer en Suisse; mais comme les mesures prises n'empêchent pas le rapatriement des capitaux suisses placés à l'étranger, le resserrement du crédit à l'intérieur et le relèvement des taux d'intérêt pourraient faire refluer ces capitaux vers la Suisse, de sorte que les nouvelles mesures de restriction ne produiraient pas tout l'effet souhaité. D'autre part, le budget fédéral s'est détérioré l'an dernier, son excédent de trésorerie ayant fléchi de FS 430 millions en 1962 à FS 125 millions. La situation actuelle, considérée dans son ensemble, paraît donc requérir une discipline budgétaire aussi stricte que possible, afin d'empêcher la hausse des taux d'intérêt et, par voie de conséquence, le rapatriement de fonds investis à l'étranger. Cette attitude s'accorderait à la fois avec les considérations de politique intérieure et les préoccupations d'ordre international.

Autriche. Pour la troisième année consécutive, l'évolution de la situation financière en 1963 a été influencée par une importante entrée de devises, due pour une bonne part aux emprunts du secteur public à l'étranger. Les engagements monétaires et quasi monétaires du système bancaire se sont accrus de plus de 11 %;

cette progression, un peu plus faible que celle de 1962, a eu sa contrepartie pour plus des deux cinquièmes dans l'accroissement des avoirs extérieurs nets. Etant donné que l'investissement des entreprises avait tendance à se ralentir au début de 1963, les autorités ont laissé les entrées de devises exercer leurs effets sur la liquidité bancaire et sur le crédit, et la Banque Nationale a ramené son taux d'escompte de 5 à 4½% en juin. En même temps, les banques ont été autorisées à emprunter et à placer librement des fonds à court et à moyen terme à l'étranger. Elles ont ainsi été amenées à renforcer leurs avoirs extérieurs nets, qui se sont accrus d'environ Sch. 1,9 milliard au cours de la période de douze mois s'achevant fin mars 1964. D'autre part, elles ont encore réduit leur endettement à l'égard de la banque centrale. Ces deux facteurs ont contribué à diminuer temporairement les abondantes liquidités dont les banques disposaient en Autriche même.

Sur le marché des capitaux, le volume des nouvelles émissions a été nettement plus élevé en 1963 que ces dernières années, en raison de l'accroissement des emprunts contractés tant par les établissements de crédit hypothécaire que par le gouvernement fédéral, dont le déficit budgétaire accru a été financé essentiellement de cette façon. Toutefois, les achats effectués tant par les résidents que par l'étranger, ayant été fort importants, les rendements à long terme ont notablement baissés; en mars 1964, un emprunt du gouvernement fédéral, offrant un rendement effectif de 6,5%, a été aisément souscrit. Les taux du long terme s'étant relevés dans d'autres pays, il se peut que l'émission d'emprunts à long terme à l'étranger présente désormais moins d'attrait pour les autorités et pour les entreprises publiques.

En janvier 1964, les autorités ont supprimé la réglementation, mise en vigueur en août 1962, qui limitait l'expansion du crédit accordé par les banques à 40% de l'accroissement de leurs engagements correspondant à des dépôts. En même temps, les plafonds de crédit calculés sur la base du total de ces engagements ont été abaissés et il a été stipulé que les dépôts reçus de l'étranger, après la fin de 1963, seraient exclus des engagements retenus pour la détermination de ces plafonds. En fait, toutefois, les réglementations du crédit en vigueur en 1963 n'ont pour ainsi dire pas eu d'effet restrictif et les modifications qui y ont été apportées, en janvier dernier, étaient surtout d'ordre structurel et n'étaient pas destinées à marquer un changement de la politique du crédit. Dans le même esprit, mais avant tout en vue de créer un marché monétaire actif, le gouvernement, en avril, a converti en obligations à long terme, à concurrence de Sch. 1 milliard, des certificats du Trésor non négociables détenus par les institutions de crédit, et en mai, il a rendu intégralement négociables, à concurrence de Sch. 560 millions, les titres de cette catégorie qu'elles avaient encore en portefeuille.

Suède. La demande globale s'étant ralentie vers la fin de 1962 et le début de 1963, les pouvoirs publics, pour exercer un effet compensateur, ont adopté tout un ensemble de mesures: en particulier, la politique du crédit a été assouplie, les permis de construire des immeubles d'habitation ont été délivrés d'une façon plus libérale et les dépenses de consommation et d'investissement du secteur public ont été accrues. Toutefois, au cours du printemps, il est apparu que ces mesures n'avaient que trop bien réussi à relancer la demande intérieure, ce qu'a encore confirmé l'essor des exportations au cours de l'été. La première réaction des autorités a consisté à agir sur le crédit, car le volume des prêts bancaires s'accroissait très rapidement. Dès le mois d'avril, la Riksbank a invité les banques à restreindre leurs activités en matière de prêts, et cet avertissement a été suivi d'une majoration de certains taux à court terme. En juin, le taux de l'escompte a été lui-même relevé de 3½ à 4%. En outre, pendant cette période, des facteurs saisonniers et une sortie de devises ont limité la croissance des dépôts bancaires. Aussi les banques ont-elles dû réduire leur portefeuille de titres d'Etat, ce qui a déterminé une hausse sensible des taux d'intérêt à long terme.

Au cours de l'automne, des mesures ont été prises pour échelonner les dépenses d'investissement du secteur public, mais il n'en demeurait pas moins indispensable de maintenir la rigueur monétaire dans l'ensemble de l'économie. La cadence de l'expansion des crédits accordés par les banques commerciales, bien que s'étant ralentie à partir du second semestre, était encore élevée, et l'activité des autres établissements financiers dans ce domaine était très soutenue. La Riksbank a donc renouvelé ses appels à la modération en matière de prêts, et les opérations de gestion de la dette publique ont encore eu pour objectif essentiel de placer des titres auprès d'acquéreurs autres que les banques commerciales.

Pour l'ensemble de l'année 1963, le montant net des fonds ayant alimenté le marché du crédit et le marché des actions s'est élevé à KRS 8,6 milliards, soit près d'un quart de plus qu'en 1962 et environ deux fois plus qu'en 1961. Sur ce total, les banques commerciales n'ont fourni que KRS 2,4 milliards, contre KRS 3,3 milliards en 1962. Toutefois, en réduisant de plus de KRS 800 millions leur portefeuille de titres d'Etat, elles ont pu accroître de KRS 3,2 milliards leurs prêts à l'économie. Une plus grande part des nouveaux crédits au secteur privé a été consacrée l'an dernier à la construction de logements.

En ce qui concerne le budget du gouvernement central, l'excédent de trésorerie de KRS 600 millions, qui avait été réalisé en 1962, a fait place en 1963 à un déficit de KRS 200 millions, et l'on prévoit que la situation se détériorera encore cette année, ce qui alourdira considérablement la tâche de la politique monétaire. Pendant le dernier trimestre de 1963, au moment même où le déficit budgétaire

apparaissait, les tensions inflationnistes se sont intensifiées et, à la fin de janvier, la Riksbank a relevé le taux de l'escompte de 4 à 4 ½ %. Simultanément, le gouvernement a émis un emprunt à seize ans d'un montant de KRS 100 millions, avec un rendement de 5 ¾ %, le plus élevé qui ait été offert pour un emprunt de cette catégorie depuis 1921. En outre, le Service de la dette publique a émis, sans fixer de limite aux souscriptions, un emprunt 6 % à trois ans, qui a rapporté environ KRS 450 millions. Enfin, la Riksbank a appliqué un taux de pénalisation de 9 % aux banques lui empruntant des sommes dépassant la moitié de leur capital propre.

Danemark. En faisant porter, en 1962/63, l'essentiel de leur action sur les finances publiques et sur les revenus, en même temps que des emprunts publics et privés à long terme étaient effectués à l'étranger, les autorités ont réussi à assainir la situation sur le plan extérieur sans arrêter l'expansion à l'intérieur. Les emprunts extérieurs ont contribué à la fois à renforcer les réserves, particulièrement au début de 1963, et à éviter une trop forte compression des investissements. Le budget du gouvernement central, qui était déjà redevenu excédentaire en 1962, s'est encore amélioré en 1963, et c'est ce résultat, ainsi que celui des mesures limitant la croissance des revenus, qui a permis à la balance des paiements courants d'enregistrer un excédent au second semestre.

Les crédits bancaires au secteur privé, dont l'expansion s'était ralentie depuis le début du second semestre de 1962, se sont accrus d'environ 10 % en 1963. Toutefois, les avoirs monétaires et quasi monétaires détenus par le public ont enregistré une progression, liée au mouvement d'entrée de devises, supérieure à 12 %, alors que celle de 1962 avait été inférieure à 9 %. Elle aurait été plus forte, et celle des liquidités bancaires également, si le gouvernement central n'avait pas réalisé un excédent de trésorerie, qui a été stérilisé auprès de la Nationalbank à concurrence de KRD 575 millions, alors qu'en 1962 le montant correspondant avait été de KRD 170 millions. La liquidité des banques commerciales a quand même augmenté l'an dernier de KRD 825 millions; sur cette somme, KRD 170 millions ont servi à réduire leur endettement net à l'égard de l'étranger, et le reliquat à renforcer leur position nette à l'égard de la banque centrale.

En août 1963, la Nationalbank a ramené le taux de l'escompte de 6 ½ à 6 % et l'a encore abaissé, en novembre, au niveau de 5 ½ % auquel il se trouvait au printemps de 1961, avant que l'inflation ne se déclare. Les banques commerciales ont modifié parallèlement les taux d'intérêt qu'elles perçoivent sur leurs avances, mais elles n'ont réduit que de ½ à ¾ % leur taux de rémunération des dépôts. Le rendement des obligations d'Etat à long terme, qui s'était tenu légèrement au-dessus de 6 ½ % vers le milieu de 1963, oscillait autour de 6 % au début de 1964. Le marché des valeurs à revenu fixe s'est raffermi en 1963; aussi le volume

des nouvelles émissions s'est-il notablement accru, en particulier en ce qui concerne les obligations hypothécaires: au total, il en a été émis pour KRD 3,5 milliards en 1963, soit environ un tiers de plus que l'année précédente.

Il est apparu ces temps derniers que l'expansion de l'économie et celle du crédit bancaire s'accéléraient. La rigueur budgétaire est restée le principe essentiel de la politique des pouvoirs publics, qui, en février 1964, ont relevé certains impôts indirects, et, en mars, ont différé de six mois la mise en chantier de nouvelles constructions dans le secteur public. En outre, le niveau des liquidités bancaires étant relativement élevé, la Nationalbank a invité, en janvier, les institutions effectuant des prêts à éviter d'accroître trop sensiblement leurs opérations de crédit.

Norvège. L'accord sur le contrôle du crédit pour l'année 1963, conclu à la fin de 1962, avait un caractère restrictif, car il obligeait les banques commerciales et les caisses d'épargne à ne pas augmenter de plus de 6 à 7% le volume de leurs prêts à l'économie interne. Afin que cette politique ne soit pas compromise par des emprunts à court terme à l'étranger, comme cela s'était produit en 1962, il a été enjoint aux banques commerciales de ne pas accroître leurs prêts en devises de plus de KRN 175 millions par rapport au niveau atteint à la fin de 1962. Les banques ont observé ces limitations: en effet, leurs prêts à l'économie interne ont augmenté approximativement jusqu'au maximum prescrit et leurs prêts en devises ne se sont pour ainsi dire pas accrus. Il semble que les restrictions de crédit aient contribué à comprimer la demande d'investissement — notamment en ce qui concerne les stocks, dont le volume a effectivement fléchi en 1963.

Au printemps de 1963, une vive progression de la demande extérieure a donné une nouvelle impulsion à l'expansion interne, tout en contribuant à améliorer la balance des paiements courants pour l'année entière (importations nettes de navires non comprises). L'évolution accusée par le secteur public a, elle aussi, favorisé l'expansion, principalement du fait que les dépenses d'investissement des administrations ont continué à progresser, tandis que leur épargne restait stable. Au total, le gouvernement central, avant tout par suite de la détérioration de son budget, et la Norges Bank, principalement du fait de ses achats nets de devises, ont fourni aux banques KRN 326 millions de liquidités en 1963, contre 188 millions en 1962. Quoique ce gain ait été compensé en majeure partie par une augmentation du volume de la monnaie en circulation, les banques ont pu accroître leurs avoirs liquides en 1963.

A la fin de 1963 et au début de 1964, comme la situation budgétaire se détériorait et que l'on prévoyait une nouvelle hausse des revenus nominaux, la politique monétaire a continué de mettre l'accent sur la rigueur. Dans l'accord de 1964 sur le

contrôle du crédit, il a été stipulé que les banques commerciales et les caisses d'épargne sont tenues de ne pas augmenter leurs prêts ordinaires de plus de 5 à 6 % et leurs prêts en devises de plus de KRN 100 millions; elles doivent plus particulièrement restreindre le crédit à la consommation et les prêts destinés à l'extension de la capacité de production.

Finlande. Le ralentissement constaté au début de 1963 dans l'expansion de la demande – notamment en ce qui concerne les dépenses d'investissement – et la reprise des exportations ont contribué à une amélioration de la position extérieure et à un afflux de devises étrangères. En revanche, le budget du gouvernement central a subi une nouvelle et importante détérioration, qui a conduit les autorités à majorer certains impôts indirects et les tarifs de certains services publics. En outre, le gouvernement a décidé, au mois de décembre, de relever de 38 à 45 % l'impôt sur les sociétés et, en janvier 1964, il a institué un nouveau système d'imposition du chiffre d'affaires, qui a eu notamment pour effet d'accroître les recettes totales. Ses besoins d'emprunt, qui doivent être satisfaits en dehors du système bancaire, sont passés de NMF 415 millions en 1962 à NMF 650 millions en 1963, ce qui a eu tendance à limiter la formation de dépôts dans les banques. Sur ce total, NMF 100 millions ont été obtenus par l'émission d'obligations spéciales utilisables pour le paiement des impôts sur le revenu en 1964 et en 1965.

Les prêts des institutions de crédit au secteur privé ne se sont accrus que de 6 % en 1963, alors que leur progression avait dépassé 10 % en 1962, et les banques ont pu réduire leur endettement vis-à-vis de la banque centrale. Toutefois, les autorités, soucieuses de ne pas trop relâcher les contraintes monétaires, ont profité de cette évolution pour ramener les plafonds de réescompte de NMF 700 à NMF 545 millions en avril 1963. Un nouvel accord, conclu en juin sur les taux d'intérêt, a prévu une différenciation plus poussée en faveur des dépôts à plus long terme, mais sans relever le niveau moyen des taux d'intérêt; en outre, le régime des comptes de dépôt intégralement indexés, suspendu en 1958, a été remis en vigueur. En février 1964, les salaires ayant été fortement majorés à la suite de négociations, la sévérité de la politique monétaire a été renforcée: à cet effet, les institutions de crédit ont reçu des instructions détaillées leur enjoignant de limiter leurs prêts à la consommation, ainsi que les crédits destinés à financer les grands travaux d'investissement et la constitution de stocks. En outre, des impôts sur le revenu et les biens des personnes physiques ont été relevés à compter du mois d'avril.

Espagne. A la fin de 1962 et au début de 1963, les autorités espagnoles, en raison de la pression excessive de la demande, qui a principalement porté sur les denrées alimentaires et le logement, ont pris des mesures pour ralentir l'expansion

de la demande et atténuer la tendance à la hausse des prix. Elles ont accru les importations de denrées alimentaires essentielles, légèrement abaissé les droits de douane et limité l'octroi des autorisations de construire des logements de luxe. En matière de crédit, un nouveau coefficient de liquidité obligatoire, pouvant varier entre 10 et 20%, a été institué; fixé d'abord à 12% à dater du 1^{er} avril 1963, il a été relevé à 13% à la fin de mai. Sous l'influence de ces mesures et de certaines autres, l'économie a momentanément ralenti sa progression pendant le printemps et l'été, et le mouvement ascendant des prix a été stoppé. Les réserves de change, qui étaient restées relativement stables pendant quelques mois, ont recommencé de s'accroître vers le milieu de l'année. L'expansion des importations, bien qu'encore rapide, s'est un peu atténuée en 1963, tandis que les recettes provenant du tourisme, des envois de fonds des émigrants et des importations de capitaux ont continué d'augmenter. En outre, les exportations ont bénéficié, ces derniers mois, des résultats exceptionnellement favorables de la récolte d'hiver des agrumes et des olives.

En 1963, les engagements monétaires et quasi monétaires des institutions de crédit ont progressé de PTA 95,5 milliards, c'est-à-dire de 17%, contre plus de 20% en 1962. Si cette diminution du taux de croissance tient en partie à la baisse des entrées nettes de devises, elle est allée de pair également avec un ralentissement de l'expansion du crédit au secteur privé (l'accroissement n'a été en effet que de PTA 76,9 milliards, soit de 22%, au lieu de 27% en 1962). En même temps, alors qu'en 1962 les crédits supplémentaires accordés au secteur privé par les institutions de crédit avaient été représentés à raison de 7% environ par des acquisitions de valeurs mobilières industrielles, cette proportion s'est élevée à 14% en 1963. Ce changement tient surtout au fait que depuis août 1962, les caisses d'épargne ont une plus grande latitude pour effectuer des placements en valeurs autres que celles du secteur public. Ainsi, les achats des banques ont contribué au développement marqué des émissions de valeurs mobilières du secteur privé, dont le volume a atteint PTA 39,7 milliards en 1963 contre PTA 24,2 milliards en 1962. Les caisses d'épargne ont également absorbé une forte proportion des nouvelles émissions du secteur public, qui sont passées de PTA 6,7 milliards en 1962 à PTA 13,9 milliards en 1963. Si ces dernières ont été constituées en majorité par des titres de l'Institut National pour l'Industrie (I.N.I.), on note également le lancement par le Trésor, en décembre, d'une émission d'un montant de PTA 5 milliards, dont le produit a servi à financer les transferts de fonds du gouvernement aux établissements publics de crédit.

Au début de 1964, l'Espagne a entrepris la mise en œuvre d'un programme de développement de quatre ans, qui met l'accent sur un taux de croissance élevé de l'investissement public, et qui comporte, parallèlement, un «plan indicatif»

destiné à imprimer un rythme analogue aux investissements du secteur privé. On espère que les moyens financiers nécessaires à cet accroissement plus rapide de l'investissement du secteur public seront fournis en majeure partie par une augmentation de l'épargne de ce secteur, que l'on doit obtenir en obligeant les dépenses publiques de consommation à progresser moitié moins vite que les recettes budgétaires. Ce programme a été lancé dans des conditions favorables: réserves de change en progrès et prix stables. Toutefois, comme il s'agit d'un plan ambitieux, il ne pourra être mené à bien que dans la mesure où l'on veillera constamment au maintien de l'équilibre à l'intérieur et à l'extérieur.

Canada. Une fois surmontée la crise des changes qui avait marqué le début de l'été, les autorités se sont empressées, au cours de l'automne de 1962, de revenir à une politique d'aisance monétaire et, en mai 1963, le taux d'escompte officiel se trouvait ramené à 3 ½ %. Mais en juillet, l'annonce d'un projet de taxe de péréquation de l'intérêt aux Etats-Unis, venant aussitôt après le relèvement du taux d'escompte du Federal Reserve System, menaça de provoquer une hausse générale et très sensible des taux d'intérêt. Des négociations ultérieures ayant fait apparaître que les nouvelles émissions canadiennes lancées aux Etats-Unis seraient, dans certaines conditions, exonérées de la taxe en question, les marchés financiers ont retrouvé un certain calme, bien qu'au mois d'août la Banque du Canada ait jugé nécessaire de s'adapter aux conditions nouvelles en portant son taux à 4%. On fit remarquer, toutefois, que cette modification ne devait pas être considérée comme l'indice d'un resserrement de la politique monétaire. Puis, quand on apprit en septembre que des ventes importantes de blé et de farine devaient être faites à l'Union Soviétique, les marchés se raffermirent et les taux d'intérêt fléchirent. A la fin de 1963, les conditions de crédit, d'après les taux d'intérêt à court et à long terme pratiqués sur le marché, étaient sensiblement analogues à celles du début de l'année. En outre, vis-à-vis des Etats-Unis, les écarts entre les taux d'intérêt s'étaient nettement réduits.

L'actif global des banques à charte s'est accru de 9 ½ % en 1963, contre 2 ½ % seulement en 1962, année durant laquelle de rigoureuses restrictions de crédit avaient été appliquées. Les prêts bancaires ont progressé dans une moindre mesure qu'en 1962, soit de \$CAN 515 millions au lieu de 840 millions, quoiqu'ils se soient développés en fin d'année. Ainsi, alors qu'en 1962 les banques avaient dû prélever près de \$CAN 500 millions sur leurs avoirs liquides, en 1963, elles ont été en mesure de les reconstituer à raison de plus de \$CAN 800 millions, dont \$CAN 650 millions sous forme de fonds d'Etat. Ce dernier chiffre montre que l'augmentation du portefeuille de fonds d'Etat des banques à charte a été sensiblement égale aux avances de trésorerie dont le gouvernement a eu besoin, soit \$CAN 630 millions.

Japon. Au cours de la période comprise entre l'automne de 1962 et le printemps de 1963, les restrictions monétaires en vigueur ont été progressivement supprimées, l'accroissement de la production industrielle s'étant ralenti alors que les réserves monétaires officielles ne cessaient d'augmenter. Le taux d'escompte de la Banque du Japon a été ramené, en quatre étapes, de 7,30 à 5,84%. A partir du printemps, la production, stimulée avant tout par la demande des consommateurs et par les besoins de stockage, a recommencé à se développer. Les exportations ont, elles aussi, vivement progressé, moins toutefois que les importations, mais elles ont fléchi assez brusquement vers la fin de l'année, tandis que le rythme de croissance des importations s'accélérait, si bien que les réserves monétaires ont commencé à se réduire. Les prix de détail, dont la hausse s'était poursuivie même pendant la période où la pression de la demande s'était atténuée, ont continué à s'élever à un taux annuel d'environ 7%.

Tout comme sur le continent européen, l'ampleur de la demande de crédit bancaire, l'an dernier, a été liée en partie à l'augmentation des dépenses consacrées au logement et aux biens durables de consommation, et plus encore à la hausse des coûts de production et à la compression des marges bénéficiaires des entreprises. Sous l'effet conjugué de cette demande et du climat d'aisance du crédit qui a prévalu pendant la majeure partie de l'année, ainsi que de la préférence marquée des particuliers et des entreprises pour les avoirs liquides, les prêts et les dépôts bancaires se sont fortement accrus. Le secteur des sociétés paraît notamment avoir effectué, tant à l'intérieur qu'à l'étranger, des emprunts dépassant de beaucoup le montant net de ses besoins financiers, et dont il a employé le produit à la constitution d'avoirs liquides et à l'octroi de crédits commerciaux plus importants aux autres secteurs de l'économie. Le volume des prêts des banques commerciales au secteur privé a progressé en 1963 de Y 3.250 milliards, soit de plus de 25%, alors qu'il n'avait augmenté que de 16% environ en 1962. Comme les engagements au titre des dépôts ont simultanément enregistré un fort accroissement (de Y 2.830 milliards, soit 30%), le recours des banques à la Banque du Japon est resté peu important (Y 130 milliards).

A la fin de 1963, les autorités monétaires ont amorcé un retour progressif à une politique de resserrement du crédit. L'un des premiers pas dans cette voie a consisté à abaisser le plafond des recours des grandes banques à la Banque du Japon. En décembre, les réserves minima obligatoires constituées en contrepartie des dépôts à vue ont été relevées, mais rien n'a été changé à celles qui correspondent aux dépôts d'épargne. Puis, en janvier 1964, la Banque du Japon a pris une mesure plus importante: elle a demandé aux banques commerciales de limiter l'expansion de leurs prêts pendant le premier trimestre à 90% et pendant le second trimestre à 88% de celle qui avait été enregistrée pendant les périodes correspondantes de 1963.

En mars, enfin, elle a majoré son taux d'escompte de 5,84 à 6,57%, et relevé simultanément le cautionnement à verser pour les importations de 1 à 5% dans le cas des biens de production et de 5 à 35% dans celui des biens de consommation.

Les problèmes que les autorités japonaises ont à résoudre maintenant sont plus complexes que ceux qui les ont précédemment amenées à prendre des mesures restrictives. Tout d'abord, la demande excessive, jusqu'à présent, émanait surtout de l'investissement, qui réagissait en général promptement à l'application des mesures monétaires. Mais la demande d'investissement, notamment sous forme d'installations et de matériel, a été relativement faible l'an dernier, tandis que le resserrement du marché de la main-d'œuvre — phénomène nouveau au Japon — provoquait une augmentation rapide des salaires et de la consommation. Ensuite, plusieurs événements concernant les relations extérieures ont fait plus vivement sentir la nécessité de disposer d'une gamme souple et étendue de moyens d'action. En avril 1964, le yen a été rendu officiellement convertible, et le Japon est devenu membre de l'O.C.D.E. En même temps, il a été de plus en plus difficile de se procurer des capitaux à long terme à l'extérieur, en raison de l'étroitesse des marchés financiers étrangers, et la balance des transactions invisibles a eu tendance à se détériorer progressivement. Donc, bien que les mesures restrictives déjà prises paraissent avoir maintenant un certain effet, il pourrait être opportun, à l'avenir, de développer l'utilisation conjointe des moyens d'action monétaires et budgétaires.

II. PRIX NATIONAUX ET PRIX MONDIAUX.

Prix et salaires nationaux.

Au cours des douze derniers mois, l'évolution des prix dans les régions industrialisées du monde occidental a été, en général, sensiblement la même que les années précédentes. Si les prix ont été relativement stables en Amérique du Nord et en Grande-Bretagne, ils ont en revanche continué à augmenter fortement dans nombre de pays du continent européen. A partir du printemps de 1963, l'influence des hausses extraordinaires qu'ont connues les denrées alimentaires par suite du mauvais temps a été moins forte que durant les douze mois précédents; c'est manifestement à l'intensité de la demande et à l'étroitesse du marché du travail qu'a été due essentiellement la persistance de l'inflation. A ces facteurs de hausse est venu s'ajouter le raffermissement de la tendance sur les marchés mondiaux des matières premières.

Prix de détail. Les prix de détail ont continué de monter dans tous les pays industriels en 1963. Dans les pays d'Europe occidentale, considérés dans leur ensemble, la hausse a atteint environ 4%, c'est-à-dire à peu près autant que l'année précédente.

C'est en Italie et en France, où les indices ont progressé de 7 et de 6% respectivement, que les augmentations ont été les plus fortes l'an dernier. Viennent ensuite la Finlande et l'Espagne, avec 5% de hausse. En Autriche, en Belgique, en Suisse et aux Pays-Bas, les prix de détail se sont relevés d'environ 4%, tandis qu'ils se sont accrus de 3½% en Allemagne et en Suède et d'un peu moins de 3% au Danemark.

La situation a été plus satisfaisante en Grande-Bretagne, en Norvège, aux Etats-Unis et au Canada, où ont été enregistrées des augmentations inférieures à 2%.

A quelques exceptions près, les prix des produits alimentaires ont moins contribué à la hausse générale qu'en 1962/63, car ils avaient alors subi l'incidence de conditions météorologiques exceptionnellement mauvaises. C'est seulement en Belgique et aux Pays-Bas que la hausse enregistrée en 1963 a été imputable en majeure partie aux denrées alimentaires. Leur part dans l'augmentation générale a été d'environ 50% en Suède, en Autriche, en Italie et en Finlande, d'à peu près deux cinquièmes en France, en Allemagne et en Grande-Bretagne et approximativement du tiers en Suisse, au Danemark, au Canada et aux Etats-Unis. En Norvège,

Prix de détail.

Pays	Indice global, 1962	Indice global et éléments constitutifs, 1963				
		Indice global	Produits alimentaires	Loyers	Eclairage et chauffage	Habillement
		variations en pourcentage, de décembre à décembre				
Allemagne	2,9	3,5	3,6	7,3	3,4	2,1
Autriche	2,3	4,2	4,7	5,1	3,5	2,5
Belgique	1,2	4,2	5,7	.	.	.
Danemark	6,8	2,8	2,5	4,4	4,7	0,9
Espagne	10,6	5,0	2,9	3,9	.	10,7
Finlande	6,3	5,1	6,0	3,9	3,9	2,6
France	4,6	6,0	5,7	13,7	2,9	3,6
Grande-Bretagne	2,6	1,9	2,2	4,8	3,4	0,7
Italie	6,5	6,9	6,8	9,6	5,1	6,1
Norvège	4,6	1,7	0,0	1,8	4,6	2,8
Pays-Bas	4,0	3,8	5,8	0,8	4,8	2,9
Suède	4,9	3,5	5,1	1,2	2,0	0,7
Suisse	3,2	3,9	3,3	7,2	3,5	3,1
Canada	1,8	1,7	1,9	0,3	-2,8	2,6
Etats-Unis	1,2	1,7	1,8	1,0	0,4	1,5

ce sont les subventions sur les denrées alimentaires qui ont permis de maintenir les prix stables en 1963, mais lorsqu'elles ont été supprimées au début de 1964, les prix ont recommencé à s'élever.

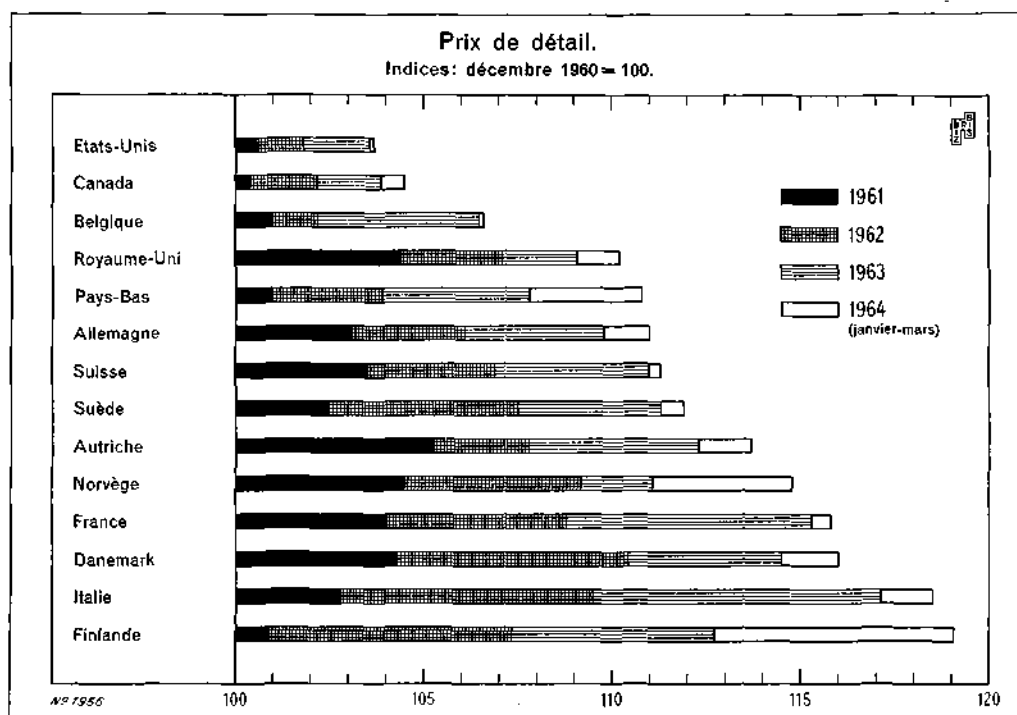
Cette année encore, les services ont joué un rôle de premier plan dans le mouvement ascendant des prix de détail, puisqu'ils ont été responsables de la hausse de l'indice à raison de 20 à 25% en France, aux Pays-Bas, en Italie et au Canada, et pour plus de 40% aux Etats-Unis, où l'augmentation a été relativement faible. L'assouplissement de la réglementation des loyers, qui a été poursuivi en 1963, et l'élévation du coût des logements neufs ont encore contribué à accroître la pression à la hausse des prix. En Italie, les loyers réglementés ont été de nouveau majorés de 20% le 1^{er} janvier 1963. Il a été décidé, toutefois, de différer l'étape suivante de la suppression progressive du contrôle, et le 31 octobre, le gouvernement a pris, entre autres mesures destinées à combattre l'inflation, la décision de bloquer les loyers (à l'exception de ceux des logements de luxe) pour une période de deux ans. En Suisse, un relèvement de 7% des loyers réglementés a été autorisé à partir du 1^{er} octobre 1963. En Allemagne, un pas décisif a été accompli l'an dernier vers la liberté complète des loyers: le 1^{er} novembre, le contrôle a été levé sur environ 45% des logements qui y étaient précédemment soumis. Pendant un an, il n'est pas permis de majorer leur loyer de plus de 20 à 25%, mais passé ce délai, la liberté sera totale. Un contrôle limité subsiste dans les régions où la demande dépasse 3% du nombre des logements existants. Il en est résulté une majoration des loyers

en Allemagne de 3% en moyenne pendant les quatre premiers mois de 1964 (elle avait été de 7½% en 1963). Il convient d'ajouter qu'en France et aux Pays-Bas, les loyers contrôlés doivent être augmentés en juillet 1964.

Depuis trois ans environ, le coût de la vie a augmenté d'un peu plus de 10% en Allemagne, en Grande-Bretagne, aux Pays-Bas, en Suède et en Suisse et de 7% environ en Belgique. La hausse a été supérieure en Italie et en France, de même qu'en Autriche, au Danemark, en Finlande et en Norvège, mais elle a été moins élevée aux Etats-Unis et au Canada.

La courbe de l'évolution à long terme du prix des services, loyer compris, a monté plus fortement que celle des autres prix de détail, car la demande de services et de logements tend à s'accroître de façon plus que proportionnelle à l'élévation du niveau de vie, alors que les progrès de la productivité dans ces secteurs sont inférieurs à la moyenne. En ce qui concerne les loyers, il ne faut pas non plus oublier que, dans la plupart des pays d'Europe, ils restent soumis à un certain contrôle, si bien que chaque fois qu'on les a laissés se rapprocher du niveau résultant du libre jeu de l'offre et de la demande, les augmentations ont été importantes.

Si l'on examine comment l'indice des prix de détail et celui des prix des services ont évolué pendant la période de huit ans qui va de 1956 à 1963, on constate que dans tous les pays, la hausse de ces derniers a été sensiblement plus forte que



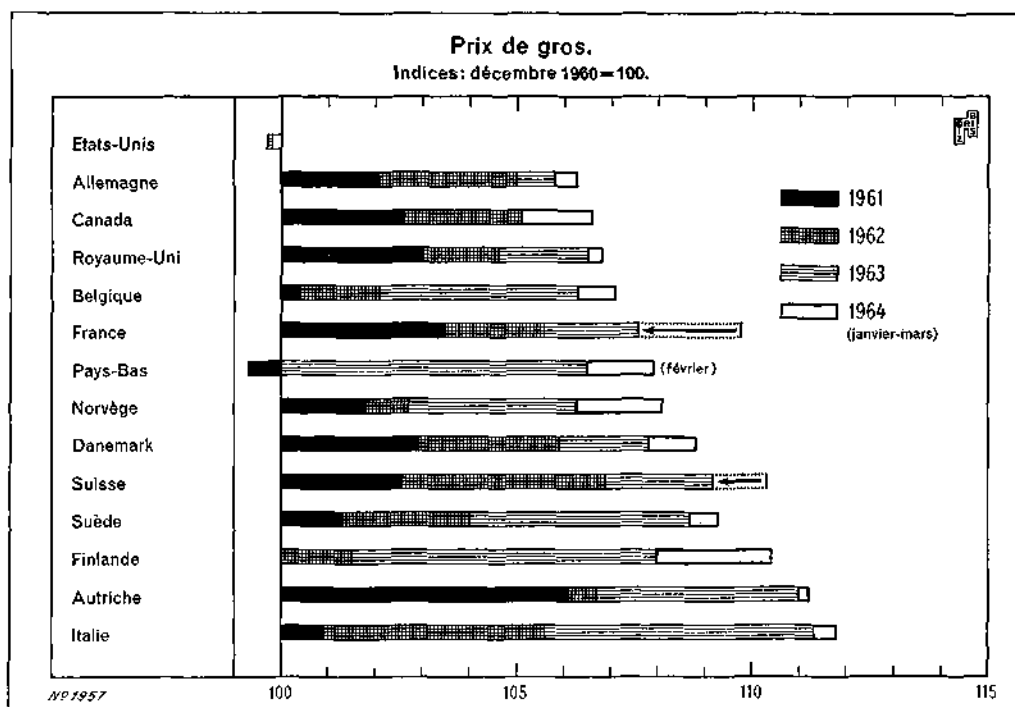
celle de l'indice global. D'autre part, l'indice des loyers a nettement moins monté que l'indice global des prix de détail aux Etats-Unis et au Canada, où le contrôle des loyers est depuis longtemps supprimé. Mais en Europe, à l'exception de la Suède, sa progression a été beaucoup plus forte que celle de l'indice global: environ le double aux Pays-Bas, en Grande-Bretagne, au Danemark, en Allemagne et en Suisse, près du triple en France et le quintuple en Italie.

Prix de gros et coût de la construction. En 1963, les prix de gros, en Europe occidentale, ont monté à peu près dans les mêmes proportions que les prix de détail, alors que les années précédentes, ils avaient eu souvent tendance à progresser plus lentement. Pour cette zone prise dans son ensemble, l'augmentation a été supérieure à 4%, alors qu'elle avait été inférieure à 3% en 1962. Les hausses les plus fortes ont été enregistrées aux Pays-Bas et en Finlande (6 ½%), en Italie (5 ½%) et en Suède (4 ½%). Une augmentation de 4% a été constatée en Autriche, en Belgique et en France. En Espagne, l'indice global n'a guère varié, grâce à une baisse des prix agricoles durant le second semestre de l'année, résultant principalement d'une plus grande abondance des récoltes. Les prix de gros ont baissé légèrement aux Etats-Unis, où les prix sont stables depuis six ans.

Dans la plupart des cas, les prix de gros des produits manufacturés ont moins augmenté l'an dernier que ceux des denrées alimentaires et des matières premières. Dans les trois pays qui fournissent les deux tiers de la production industrielle du

Prix de gros.

Pays	Indice global, 1962	Indice global et éléments constitutifs, 1963			
		Indice global	Produits agricoles	Matières premières	Produits manufacturés
Allemagne . . . . .	.	.	5,4	2,9	0,7
Autriche	0,5	4,0	4,6	3,5	.
Belgique	1,7	4,1	7,5	4,4	2,3
Danemark	2,9	1,9	0,9	5,3	1,9
Espagne	5,7	0,9	- 1,4	1,6	2,0
Finlande	1,5	6,4	9,0	10,7	2,1
France	2,1	3,9	4,5	5,8	2,8
Grande-Bretagne . . . . .	.	.	6,1	4,7	1,8
Italie	4,6	5,5	3,7	5,9	.
Norvège	0,9	3,5	4,8	3,4	0,9
Pays-Bas	0,7	6,5	15,0	1,9	3,5
Suède	2,6	4,5	10,1	2,6	5,5
Suisse	4,3	3,1	5,8	2,0	.
Canada	2,4	1,4	- 7,0	0,8	1,6
Etats-Unis	0,0	- 0,1	- 4,1	- 4,3	- 0,2



monde occidental – Etats-Unis, Allemagne et Grande-Bretagne –, ils se sont modérément accrus, quand ils n'ont pas diminué. En revanche, les prix des produits agricoles ont monté d'environ 5 ½ % (surtout pendant le premier semestre), alors que leur hausse n'avait été que légèrement supérieure à 4 % l'année précédente. Quant aux cours des matières premières, leur orientation a nettement changé, puisqu'au lieu d'être quasi stables, ils ont monté de 4 %. Depuis un mois ou deux, les cours des denrées alimentaires et de certaines matières premières tendent à faiblir de nouveau; au Canada et aux Etats-Unis, où l'évolution préfigure souvent ce que sera la tendance générale, ils ont été en baisse.

Les prix de gros ont généralement moins monté que les prix de détail au cours des trois dernières années. Cet écart est surtout dû à l'incidence du renchérissement des services (loyer compris). Le pays où les prix de gros ont le plus fortement augmenté durant cette période a été l'Italie – avec 12 %. Dans les autres pays européens, les hausses se sont généralement échelonnées entre 6 et 10 %. Dans le cas des Pays-Bas, ce relèvement s'est produit en totalité en 1963.

Dans le secteur de la construction, la pression de la demande est restée très forte, l'offre de main-d'œuvre qualifiée a été particulièrement réduite et les progrès de la productivité sont encore faibles, notamment dans la construction des logements. La hausse des coûts s'est accélérée dans la plupart des pays l'an dernier, sauf en Allemagne, en Grande-Bretagne et dans les pays scandinaves.

Coût de la construction.

Pays	1961	1962	1963	1961-63
	augmentations, en pourcentage, de décembre à décembre			
Allemagne	9,0	7,9	4,6	23,0
Autriche	6,3	1,1	7,5	15,5
Danemark	8,0	7,4	2,3	18,6
Finlande	3,2	4,7	7,4	16,0
France	3,5	6,1	9,6	20,4
Grande-Bretagne	5,3	2,5	2,4	10,5
Italie*	3,0	8,1	9,0	21,3
Norvège	6,7	3,9	2,3	13,4
Pays-Bas*	2,4	1,4	6,5	10,7
Suède	4,3	4,1	3,9	12,8
Suisse	7,4	7,1	8,9	25,2
Etats-Unis	1,6	2,4	3,2	7,4

* Variations annuelles moyennes, calculées à partir des chiffres du P.N.B. en ramenant à des prix constants les prix courants des logements.

C'est aux États-Unis, pays où la rationalisation est la plus poussée dans ce secteur, que le coût de la construction, entre 1961 et 1963, a enregistré l'accroissement le plus faible (7 ½%). En Europe occidentale, le pourcentage d'augmentation a varié entre 10 et 25%. Ces chiffres sont généralement supérieurs à ceux de la hausse des prix de détail et de gros.

Salaires. Les différences d'évolution des salaires nominaux selon les pays ont été, dans l'ensemble, à peu près les mêmes que dans le cas des prix. En Amérique du Nord, les rémunérations ont continué de progresser de 3 à 4% par an – un peu moins vite que la productivité. On peut en dire à peu près autant de la Grande-Bretagne en ce qui concerne l'année 1963; mais il reste à savoir si la hausse des salaires ne va pas s'accélérer maintenant que l'économie britannique a retrouvé un niveau d'activité plus élevé.

En revanche, les pays du continent européen ont continué d'enregistrer des majorations de salaires fortement supérieures aux gains de productivité. L'augmentation a été encore, l'an dernier, de l'ordre de 7 à 8% dans la plupart des pays. Par rapport à l'année précédente, elle a été plus marquée en Autriche, en Finlande et en Suisse, mais on a constaté une certaine détente en Allemagne et – vers la fin de la période considérée – en France et en Suède. La situation s'est également améliorée en Norvège, où le taux des majorations de salaires a été ramené à 5% environ.

C'est l'Italie qui a connu l'an dernier l'inflation salariale la plus grave, la hausse ayant atteint 15 à 20% pour la deuxième année consécutive. Ce mouvement, qui a eu d'abord pour origine des relèvements contractuels accordés à l'issue

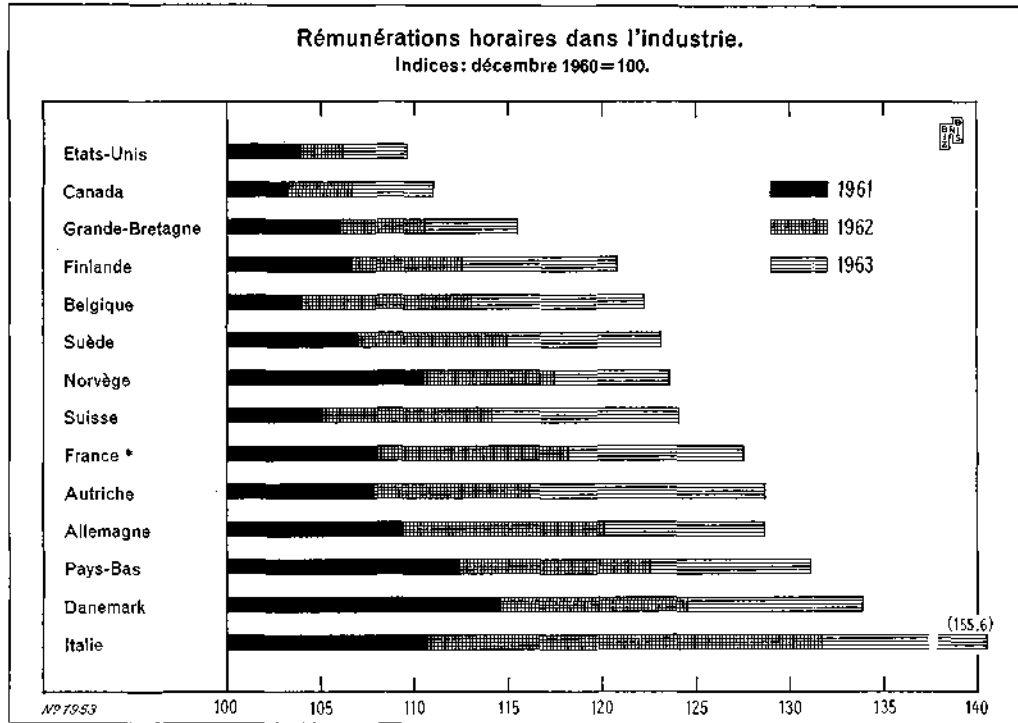
Salaires dans l'industrie.

Pays	Salaires	Nominaux				Réels	
		1961	1962	1963	1961-63	1963	1961-63
augmentations, en pourcentage, de décembre à décembre							
Allemagne	Salaires	8,4	8,5	5,8	24,4	2,3	13,3
	Rémunérations	9,4	9,8	7,1	28,7	3,5	17,2
Autriche	Salaires	7,6	3,5	9,9	22,4	5,4	9,0
	Rémunérations	7,9	7,6	10,9	28,7	6,4	14,6
Belgique	Rémunérations	4,0	8,7	8,2	22,2	3,8	14,8
Finlande	Rémunérations	6,7	5,5	7,4	20,8	2,2	7,2
France	Salaires	8,0	9,5	7,9	27,5	1,8	10,5
Grande-Bretagne	Salaires	2,9	4,0	4,2	11,5	2,3	2,2
	Rémunérations	6,1	4,2	4,5	15,5	2,6	6,8
Italie	Salaires	7,6	6,0	15,8	32,1	8,3	12,8
	Rémunérations	10,6	19,1	18,2	55,6	10,5	32,9
Norvège	Rémunérations	10,5	6,3	5,2	23,6	3,5	11,2
Pays-Bas	Salaires	6,2	11,6	4,6	24,0	0,8	15,0
	Rémunérations	12,4	8,9	7,0	31,1	3,1	21,6
Suède	Rémunérations	7,0	7,4	7,1	23,1	3,5	10,7
Suisse	Salaires	4,6	5,5	6,3	17,3	2,3	5,7
	Rémunérations	5,1	8,5	8,8	24,1	4,7	11,8
Canada	Rémunérations	3,3	3,2	4,1	11,0	2,4	6,9
Etats-Unis	Rémunérations	3,8	2,1	3,3	9,6	1,6	5,8

de négociations, s'est ensuite poursuivi en grande partie automatiquement en raison de l'indexation des rémunérations sur le coût de la vie. Aux Pays-Bas, les relèvements de salaires sont restés relativement limités jusque vers la fin de 1963; mais on prévoit qu'à la suite des nouveaux accords qui ont été conclus, les rémunérations augmenteront d'environ 15% en 1964.

L'évolution des salaires réels dans les différents pays a suivi de près celle des salaires nominaux. Toutefois, la hausse des prix a été telle que les pays du Benelux et d'Amérique du Nord ont été les seuls où l'augmentation des salaires réels depuis 1961 ait été supérieure à la moitié de celle des salaires nominaux.

Le climat des relations entre employeurs et salariés, qui avait eu tendance à s'altérer en 1962 et en 1963, a généralement été plus satisfaisant ces derniers mois. Dans certains cas, comme celui de l'Allemagne, cette amélioration tient peut-être en partie au fait qu'aucun accord de salaires de quelque importance n'a dû être renouvelé récemment. Dans d'autres pays, notamment en Scandinavie et en Grande-Bretagne, il semble que la politique suivie dans ce domaine ait plus efficacement contribué à maintenir l'augmentation des revenus en harmonie avec celle de la productivité. Aux Etats-Unis, les autorités sont parvenues, au printemps de 1964, à trouver une solution heureuse au litige qui opposait depuis quatre ans les syndicats de cheminots à leurs employeurs.



* Taux des salaires.

Cours et production des matières premières.

Pendant dix ans, jusqu'en 1962, les cours des matières premières n'avaient cessé de fléchir. C'est cette année-là, en automne, que le renversement de tendance s'est amorcé. Cette évolution est imputable à l'amélioration de l'activité économique aux Etats-Unis, en Europe occidentale et au Japon. Mais, outre les forces d'expansion de nature conjoncturelle, d'autres facteurs tels que de mauvaises récoltes et l'apparition soudaine d'une forte demande des pays du bloc oriental ont contribué à la hausse des prix. L'U.R.S.S. a dû importer de grandes quantités de blé, alors qu'auparavant, ce pays avait été exportateur net. La Chine continentale, elle aussi, est redevenue fortement importatrice de blé. La situation est la même en ce qui concerne les textiles, l'U.R.S.S. ayant commencé à faire d'importants achats de laine en Australie et en Nouvelle-Zélande, probablement parce que son propre cheptel ovin a été décimé pendant l'hiver rigoureux de 1962/63, et à acheter des quantités appréciables de coton à longue fibre. Enfin, il convient de noter que l'U.R.S.S. a réduit, voire arrêté dans certains cas, ses exportations de métaux non ferreux.

Tout d'abord, d'octobre 1962 à mars 1963, la hausse du niveau moyen des prix a été due au relèvement des prix de quelques produits — principalement le sucre, le cacao, le sisal et la ferraille. Toutefois, au printemps de 1963, la reprise

s'est étendue à une plus vaste catégorie de produits. Il est à remarquer qu'ont fait exception à ce mouvement les matières premières dont les cours sont «tenus» par un nombre réduit de producteurs.

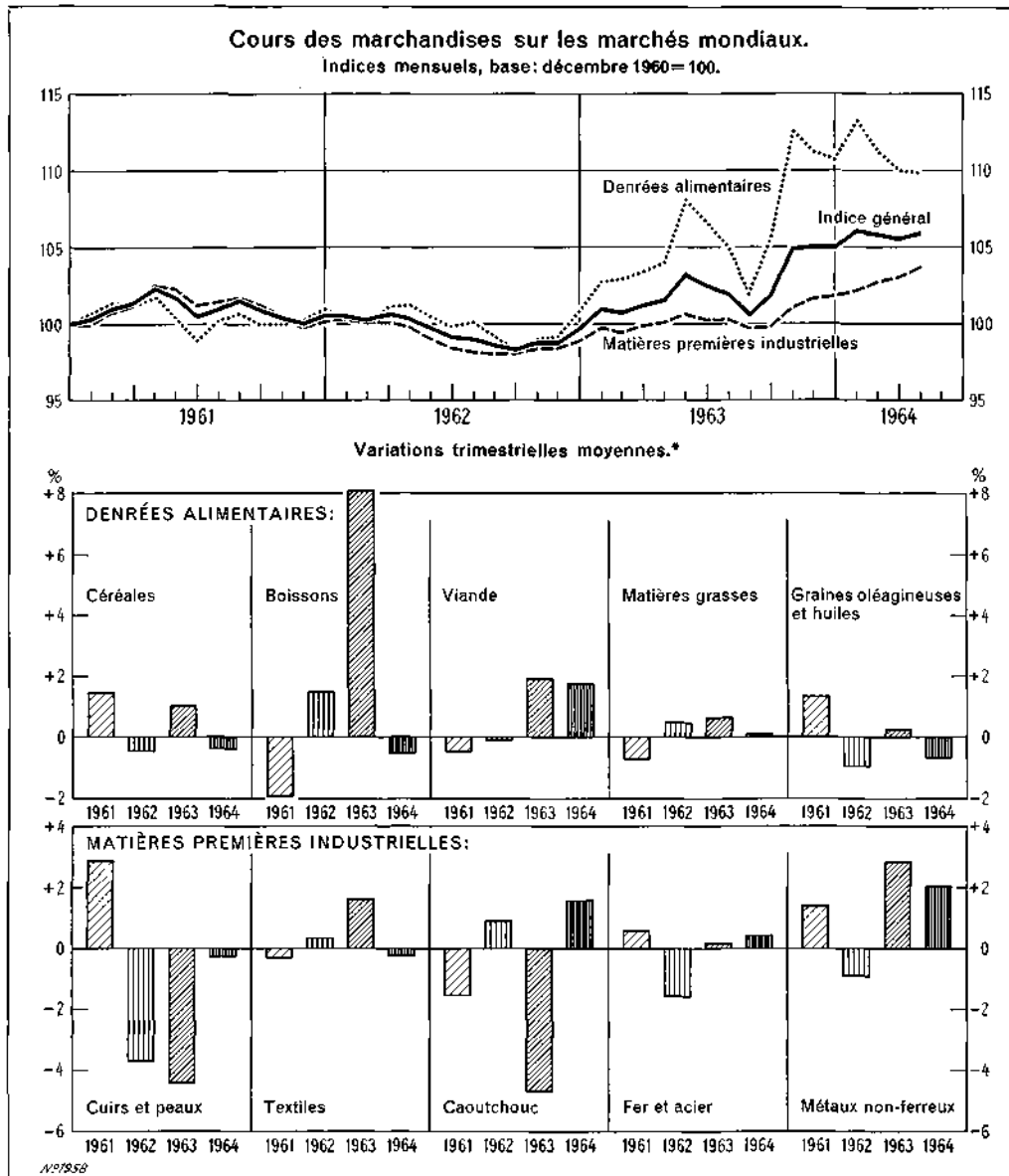
On a entrepris de développer la production de matières premières immédiatement après la guerre, ainsi que pendant et après le boom lié à la guerre de Corée, mais elle n'a pu augmenter que lentement et sa progression s'est poursuivie pendant plusieurs années; de même, il n'a pas été possible de la réduire promptement quand les prix ont commencé de reculer. Il n'est pas surprenant dans ces conditions que, malgré l'expansion de la consommation, l'offre ait dépassé la demande. Cette situation a entraîné, pendant dix ans, un effritement des prix des matières premières, qui a fini par décourager tout nouvel investissement destiné à développer la production, jusqu'à ce qu'un certain équilibre soit enfin atteint en 1962. Le renversement de la tendance en ce qui concerne les prix a coïncidé avec l'affaire de Cuba et le différend sino-indien. L'accélération de la demande de matières premières qui a suivi ces événements a pris les producteurs au dépourvu. Jusqu'alors, les cours n'ayant cessé de baisser, des restrictions avaient été apportées à la production, et il n'a pas été possible de les lever assez vite pour que l'offre puisse s'adapter à l'augmentation de la demande. Ces difficultés d'approvisionnement ont fait craindre d'éventuelles pénuries, qui ont encore stimulé la demande, et la hausse des cours a repris de plus belle.

Bien que les récoltes de 1963 aient été loin d'être mauvaises dans l'ensemble du monde, les résultats insuffisants obtenus dans certaines régions ont provoqué une vive demande de produits agricoles, notamment de denrées alimentaires. En conséquence, une proportion plus importante de l'ensemble des récoltes a été exportée. Les exportations de blé, par exemple, ont atteint un niveau record en 1963.

* * *

Pendant la période de six ans qui va de la fin de 1956 à l'automne de 1962, les cours en sterling des matières premières sur les marchés britanniques ont baissé d'environ 20%. Les indices de Reuter et du Financial Times ont progressé depuis lors de près de 20%, de sorte que le terrain perdu a été regagné. D'après l'indice de Moody, les cours sur les marchés des Etats-Unis ont également baissé en moyenne de quelque 20% durant la période de six ans en question. Toutefois, la hausse enregistrée par la suite jusqu'au début de mai 1964 n'a été que de 5%.

L'indice qui donne peut-être les meilleures indications sur l'évolution des cours mondiaux est celui de Schulze, qui porte sur un plus grand nombre de marchandises et de marchés que les autres indices. Il fait apparaître une hausse générale de 5% depuis le minimum de l'automne 1962 jusqu'à mai 1963. Les



* 1964: premier trimestre.

denrées alimentaires, dont les cours ont monté de 10%, ont plus contribué à cette amélioration que les matières premières industrielles, qui n'ont encheri que de 2½%. Au cours des trois mois qui ont suivi, l'indice a légèrement fléchi, sans toutefois revenir au minimum d'où il était parti à l'automne de 1962. Cette interruption a été suivie d'un mouvement ascendant encore plus fort, et au début de 1964, l'indice global se trouvait à 8% au-dessus du niveau atteint à l'automne de 1962, les matières premières industrielles ayant progressé de 4% et les denrées alimentaires de 15%.

Cours des grands produits de base.

Produits	Marchés	Variations en			
		1961	1962	1963	1964 Janvier- avril
en pourcentage					
Produits d'origine industrielle					
Pétrole brut	Bradford, Pa.	- 3,5	0,0	0,0	- 3,2
Pétrole brut	Venezuela	0,0	0,0	0,0	0,0
Charbon	Etats-Unis	- 0,9	- 2,0	- 3,4	- 0,4*
Cuivre	Londres	- 0,5	+ 1,8	+ 0,7	+ 32,5
Etain	Londres	+ 19,3	- 9,5	+ 17,6	+ 3,3
Plomb	Londres	- 6,9	- 8,3	+ 34,1	+ 10,7
Zinc	Londres	- 13,8	- 6,1	+ 41,3	+ 14,4
Aluminium en lingots	Etats-Unis	- 7,7	- 8,3	+ 2,2	+ 2,2
Mercuré	New York	- 9,1	- 1,8	+ 16,8	+ 21,3
Barres d'acier	C.E.C.A.	- 9,9	- 12,1	+ 6,0	+ 11,6
Acier (profilés)	Etats-Unis	- 4,2	0,0	+ 3,5	0,0
Ferraille	Pittsburgh	+ 32,5	- 26,6	- 0,3	+ 19,9
Caoutchouc synthétique	New York	0,0	0,0	0,0	.
Fils de rayonne	Etats-Unis	0,0	0,0	0,0	0,0*
Fibres de rayonne	Etats-Unis	- 3,6	0,0	+ 3,7	0,0*
Produits d'origine agricole					
Laine	Melbourne	+ 19,8	+ 5,8	+ 36,3	- 5,4
Coton	New York	+ 8,3	- 0,2	+ 0,9	+ 0,7
Coton	Alexandrie	- 5,6	+ 7,5	+ 7,0	+ 14,2
Jute	Londres	- 28,4	- 7,9	- 8,7	- 2,3
Sisal	Londres	+ 43,0	+ 43,0	+ 19,4	0,0
Peaux	Chicago	+ 17,6	- 6,3	- 32,2	- 16,6*
Caoutchouc naturel	Singapour	- 9,5	+ 3,8	- 18,9	+ 5,5
Pâte de bois	Suède	- 3,7	- 3,7	- 1,5	.
Produits alimentaires					
Blé	Winnipeg	+ 13,3	+ 3,7	+ 4,6	+ 1,5
Maïs	New York	+ 4,5	+ 2,4	+ 5,3	+ 2,1
Sucre	New York	- 18,5	+ 74,1	+ 129,1	- 22,1
Cacao	New York	+ 2,4	- 16,8	+ 21,7	- 16,6
Café	New York	- 5,8	- 1,3	+ 11,1	+ 31,2
Coprah	Londres	- 6,1	+ 15,6	+ 5,3	- 1,9
Fèves de soja	Chicago	+ 10,6	+ 1,0	+ 11,7	- 7,1
Huile de graines de coton	New York	+ 18,9	- 17,1	- 7,6	- 1,4
Saindoux	New York	- 12,6	- 12,9	+ 15,3	+ 4,2

* Janvier-mars.

Parmi les denrées alimentaires, les céréales n'ont pas enregistré de hausse importante, bien qu'elles soient passées au premier plan de l'actualité pendant le second semestre de 1963 lorsque l'U.R.S.S. est intervenue sur le marché pour acheter des quantités considérables de blé. Les cours des boissons et du sucre ont monté de 50% entre septembre 1962 et janvier 1964; toutefois, ils ont baissé depuis lors d'environ 10%. Pendant les douze derniers mois, les cours de la viande et des produits à base de viande ont gagné au moins 20%, tandis que ceux des matières grasses et des huiles sont restés stables.

La hausse des cours des matières premières industrielles a été assez modérée; elle a été attribuable en partie aux fibres textiles, ainsi qu'au fer et à l'acier, mais

surtout aux métaux non ferreux, dont les prix ont augmenté de quelque 15% depuis l'automne de 1962. L'indice du groupe des caoutchoucs et encore plus celui des cuirs et peaux ont baissé sensiblement; l'offre de cuirs et de peaux est abondante, la consommation de viande ayant été très élevée récemment, alors que la demande est relativement faible, car l'industrie de la chaussure utilise de plus en plus des produits synthétiques.

Ainsi, la meilleure tenue des cours des matières premières considérées dans leur ensemble a été due à la hausse de quelques groupes de produits, et il ne s'agit pas du tout d'un phénomène général, ni d'un mouvement uniforme. L'intensification de la demande a déterminé des hausses dans certains cas et dans certains secteurs, mais pas partout. Pour illustrer cette différence dans l'évolution, le mieux est de répartir en plusieurs groupes les produits les plus importants qui ont fait l'objet des principaux changements. Pour la période qui va de septembre 1962 à décembre 1963, on peut distinguer quatre groupes, selon l'évolution de leurs cours:

- 1) ceux dont le cours a baissé: riz, huile de graines de coton, caoutchouc naturel et plus particulièrement cuirs et peaux;
- 2) ceux dont le cours a été pratiquement stable: coton, cuivre, acier, ferraille (produit particulièrement sensible aux fluctuations cycliques) et blé;
- 3) ceux (assez nombreux) dont le cours a monté: maïs, coprah, fèves de soja et café (pendant le quatrième trimestre de 1963 seulement pour ce dernier produit) et certains métaux non ferreux, tels que l'étain, le mercure et l'argent;
- 4) ceux dont les cours ont subi une forte hausse: sucre, cacao, sisal, laine, zinc et plomb.

Les produits agricoles ont donc été les principaux responsables du mouvement ascendant des cours des matières premières, de l'automne de 1962 jusqu'à la fin de 1963. En 1964, la situation a changé, et pendant les quatre premiers mois l'évolution a été la suivante:

- 1) les cours ont fléchi, notablement dans certains cas, pour le sucre, le cacao, le coprah, les fèves de soja, la laine et les cuirs et peaux;
- 2) ceux d'autres denrées alimentaires comme le riz, le blé, le maïs et l'huile de graines de coton sont restés stables, ainsi que ceux du coton, du sisal et de l'argent;
- 3) les cours ont sensiblement monté dans le cas du caoutchouc naturel, du plomb, de l'étain, du cuivre, du zinc, du mercure, de l'acier et de la ferraille, et le cours du café a, lui aussi, commencé à s'élever fortement.

Ce nouveau mouvement de hausse qui s'est produit jusqu'à présent en 1964 n'a concerné que les cours de certaines matières premières, principalement les métaux et plus particulièrement les métaux non ferreux, pour lesquels l'expansion industrielle a engendré une demande correspondante.

Etain. L'insuffisance de l'approvisionnement au cours des trois dernières années a été la conséquence de la politique restrictive appliquée par l'industrie de l'étain depuis l'avant-guerre. A l'heure actuelle, la consommation dépasse la production de quelque 18.000 tonnes par an. L'année dernière, les besoins non satisfaits par la production courante ont été couverts pour moitié par des débloquages opérés sur l'excédent de la réserve des Etats-Unis (qui s'élevait alors à quelque 165.000 tonnes), et pour un sixième par les ventes de l'organisme régulateur; pour le reliquat, producteurs, négociants et consommateurs ont dû prélever sur leurs propres stocks.

Au milieu de mai 1963, le prix de l'étain atteignait £908 par tonne longue et était très proche du cours à partir duquel l'organisme régulateur prévu par l'accord international sur l'étain peut vendre. En fait, comme son stock s'élevait tout juste à 3.000 tonnes, cet organisme a dû se retirer du marché. Le 5 décembre, le Conseil international de l'étain a porté de £965 à £1.000 par tonne le prix plafond auquel l'organisme régulateur est tenu de vendre.

Cependant, la poussée des prix a persisté: à la fin de l'année le cap des £1.000 était dépassé et, en février 1964, l'étain a coté £1.250 par tonne, cours sans précédent depuis 1951. Le 20 mars, l'Administration américaine a accepté un nouveau programme de liquidation, permettant la vente de 20.000 tonnes pendant les douze mois à venir, à des prix en rapport avec le cours pratiqué sur le marché. Dès lors, la demande s'est tassée et le prix de l'étain a fléchi à £1.052 par tonne à la fin de mars et à £1.038 au début de mai 1964.

Zinc. Le prix du zinc a monté bien plus fortement que celui de l'étain. Au début de 1963, le cours du zinc au comptant à Londres s'établissait à £65⁷/₈ par tonne longue; à la fin de l'année, il était passé à £97³/₈ et le 11 mai 1964 à £128, atteignant ainsi son niveau le plus haut depuis la reprise des transactions sur le zinc par le marché des métaux de Londres, le 2 janvier 1953. De même que pour les autres métaux, les quantités immédiatement disponibles sont très réduites. Les principaux producteurs, craignant que l'aluminium ou des matériaux synthétiques ne soient éventuellement substitués au zinc, se sont efforcés de faire baisser les cours en procédant périodiquement à des ventes, mais ils ont échoué en raison de la demande croissante suscitée par le boom persistant de l'industrie automobile aux Etats-Unis et en Europe et aussi par l'activité soutenue du bâtiment.

Cuivre. Les principaux producteurs et exportateurs ont réussi, depuis le mois de mars 1962, à stabiliser le prix du cuivre. Ils ont fixé, pour leur clientèle habituelle, un cours de vente de £234¹/₈ par tonne longue, qu'ils ont maintenu en intervenant constamment sur le marché. A la fin de 1963, toutefois, une pression à la hausse s'est exercée sur les cours du cuivre et les producteurs se sont retirés du marché à la mi-janvier 1964. Le 24 février, le cours au comptant du cuivre en barres pour tréfileries était de £277 par tonne sur le marché des métaux de Londres; il a continué à monter par la suite pour atteindre £319 par tonne le 13 avril 1964, niveau le plus élevé depuis 1956. Les efforts faits par les producteurs pour maintenir les prix stables ont donc été déjoués, car les utilisateurs de cuivre désiraient se constituer des stocks, cependant que des conflits sociaux et les menaces de grèves en Amérique du Nord et du Sud, ainsi que des troubles politiques en Afrique orientale, renforçaient la tendance à la hausse. Toutes les restrictions à la production et aux ventes ont été rapidement levées, mais il était trop tard. Néanmoins, la production du cuivre est assez importante pour prévenir toute pénurie réelle et faire face à de nouvelles augmentations de la demande.

Caoutchouc. Le caoutchouc naturel est depuis longtemps dans une situation assez précaire, en dépit du boom de l'industrie automobile. Par suite de la concurrence du caoutchouc synthétique, son cours a eu tendance à fléchir tout au long de l'année 1963. Il est, en effet, tombé de 24³/₄ d. à 19³/₈ d. par livre (et même à 18³/₄ d. le 9 septembre, niveau le plus bas qui ait été enregistré depuis 1954). En mars 1964, le prix du caoutchouc naturel s'est quelque peu redressé à la suite d'achats soviétiques et, au début de mai, il s'établissait à 20¹/₂ d. En 1963, la part du caoutchouc naturel dans la consommation globale de caoutchouc des pays occidentaux est tombée pour la première fois à moins de la moitié (aux Etats-Unis, pays qui est le plus gros consommateur du monde, le caoutchouc naturel ne représente plus que le quart à peine du total).

Laine. Quoique les fibres synthétiques aient fait de nouveaux progrès et que la consommation de coton ait été soutenue, la demande de laine a augmenté fortement en 1963, et ce mouvement a persisté en 1964. Les exportations de laine de la Nouvelle-Zélande et de l'Australie pour la campagne 1963/64 ont été supérieures de près de 10% à celles de la campagne précédente. La production n'a cessé de se développer depuis la fin de la guerre mais, depuis quelque temps, elle n'a pas suivi la progression de la consommation. Quoique l'écart ait été comblé, l'an dernier, au moyen des stocks des pays producteurs et de prélèvements sur les réserves stratégiques constituées antérieurement, les prix en ont été affectés. A la mi-novembre 1963, les cours de la laine mérinos australienne accusaient une hausse d'environ

30% par rapport à l'année précédente et étaient en fait les plus élevés depuis six ans; d'autre part, le cours de la laine «crossbred» de Nouvelle-Zélande atteignait son maximum depuis douze ans.

Sucre. La diminution de la production mondiale de sucre avait provoqué une montée en flèche des cours pendant la campagne sucrière 1962/63. La récolte n'avait en effet atteint que 50 millions de tonnes, au lieu de 55 millions de tonnes en 1960/61. Toutefois, on escompte qu'en 1963/64 la production mondiale s'élèvera à 53 millions de tonnes. En attendant, les prix, bien qu'inférieurs à ceux de l'an dernier, peuvent encore être considérés comme satisfaisants pour les producteurs. En mai 1963 on a enregistré le cours — de 12,60 cents par livre — le plus élevé depuis 1920. Le prix du sucre a ensuite fléchi fortement jusqu'à 5,62 cents au mois d'août 1963, mais même à ce niveau, il dépassait sensiblement le minimum antérieur, qui était légèrement supérieur à 2 cents par livre. Puis il s'est redressé pour s'établir, après quelques oscillations, à 6,32 cents à la fin de mai 1964.

Blé. Les prix du blé et des autres céréales se sont quelque peu raffermis au cours des douze derniers mois, quoique les récoltes aient été meilleures que prévu. Les difficultés d'approvisionnement qui se sont produites au cours de la campagne actuelle ont été dues, non à l'insuffisance de la récolte globale, mais aux différences enregistrées d'un pays à un autre. D'un côté, la récolte de blé des quatre exportateurs traditionnels (Argentine, Australie, Canada et Etats-Unis) est passée de 58,5 millions de tonnes en 1962/63 à 67,1 millions en 1963/64; la récolte du Canada a atteint à elle seule près de 20 millions: c'est la plus forte que ce pays ait jamais connue. En revanche, il y a eu ici et là des déficits qui ont obligé des pays précédemment exportateurs à devenir pour un temps importateurs, pour d'assez fortes quantités. L'U.R.S.S. a dû brusquement conclure des marchés pour importer plus de 10 millions de tonnes en provenance des pays occidentaux, dont 6,6 millions achetées au Canada, 1,6 million à l'Australie et 1 million environ aux Etats-Unis.

Cacao. Le prix du cacao a atteint son maximum depuis trois ans au début de mai 1963, avec 29,17 cents par livre, alors que les récoltes du Ghana et du Brésil avaient été presque entièrement écoulées et que les organismes de vente du Ghana et du Nigéria s'étaient retirés du marché. La Conférence des Nations Unies sur le cacao, qui s'est tenue à Genève du 26 septembre au 24 octobre 1963 et dont on avait espéré qu'elle aboutirait à un accord permettant de faire prévaloir de justes prix et d'éliminer les fluctuations excessives de cours, a échoué. Toutefois, au début de 1964, le prix du cacao a commencé à fléchir et, le 10 avril, il était tombé à 22 cents. Entre temps, en effet, il s'est avéré que les récoltes de l'Ouest africain seraient, en

1963/64, sensiblement plus abondantes qu'il n'avait été prévu à la fin de l'an dernier, et de plus, la consommation a, depuis quelque temps, augmenté bien plus lentement que dans le passé.

Production mondiale de produits de base. La production industrielle ayant progressé de près de 5% l'an dernier en Europe occidentale et en Amérique du Nord, il en est résulté une augmentation de la demande de matières premières pour l'industrie, dont la production mondiale s'est en général développée, à un rythme plus lent toutefois que l'année précédente.

Evaluations de la production mondiale de produits de base.

Produits	Unités (métriques)	1937 ¹	1962	1963 Chiffres provi- soires	Variation en pourcentage		
					entre 1961 et 1962	entre 1962 et 1963	entre 1937 et 1963
Aluminium ²	1000 tonnes	493	5.002	5.466	+ 9	+ 9	+ 1.009
Gaz naturel	milliards de m ³	78	557	590	+ 9	+ 7	+ 658
Caoutchouc naturel	1000 tonnes	986	2.139	2.096	+ 7	+ 3	+ 426
Caoutchouc synthétique	1000 tonnes	63	3.200	3.420	+ 12	+ 10	+ 422
Fibres artificielles	1000 tonnes	834	3.948	4.350	+ 8	+ 7	+ 366
Pétrole brut	millions de tonnes	280	1.214	1.305	+ 6	+ 4	+ 352
Electricité hydraulique	milliards de kwh	177	768	800	+ 7	+ 4	+ 351
Ciment	millions de tonnes	83	358	373	+ 3	+ 4	+ 184
Lignite	millions de tonnes	252	686	715	+ 2	+ 7	+ 183
Acier	millions de tonnes	136	361	385	- 2	- 8	+ 173
Nickel ³	1000 tonnes	119	352	325	- 2	+ 3	+ 153
Fèves de soja	millions de tonnes	12	31	31	+ 3	+ 2	+ 140
Mineral de manganèse	millions de tonnes	6	14	14	+ 4	+ 3	+ 116
Zinc ²	1000 tonnes	1.636	3.423	3.530	+ 2	+ 1	+ 110
Culvre ⁴	1000 tonnes	2.534	5.281	5.325	- 2	+ 5	+ 109
Sucre	millions de tonnes	25	50	53	+ 1	+ 8	+ 104
Mais	millions de tonnes	115	217	235	- 2	+ 4	+ 100
Mercure	tonnes	4.590	8.837	9.200	+ 3	+ 1	+ 78
Graisses et huiles ⁵	millions de tonnes	19	33	33	+ 8	+ 5	+ 70
Charbon	millions de tonnes	1.291	2.100	2.200	- 1	+ 4	+ 69
Plomb ⁴	1000 tonnes	1.692	2.751	2.860	- 4	0	+ 66
Tungstène	1000 tonnes	39	65	65	+ 6	+ 3	+ 64
Coton	1000 tonnes	6.661	10.607	10.895	- 7	- 2	+ 63
Café vert	1000 tonnes	2.420	4.020	3.955	+ 1	- 1	+ 61
Riz brut	millions de tonnes	152	247	245	- 3	+ 3	+ 59
Cacao	1000 tonnes	732	1.134	1.165	- 18	+ 7	+ 55
Jute	1000 tonnes	1.965	2.900	3.100	- 1	+ 2	+ 53
Laine	1000 tonnes	1.718	2.578	2.626	+ 11	- 5	+ 49
Blé	millions de tonnes	167	263	249	+ 1	- 2	+ 41
Fibres dures	1000 tonnes	640	920	900	- 1	0	- 3
Etain ⁴	1000 tonnes	205	199	199			

¹ Moyennes 1934-38 pour les produits agricoles. ² Production des fonderies. ³ Teneur en métal de la production des mines. ⁴ Production des raffineries. ⁵ Equivalent en huile.

Des accroissements très importants ont été enregistrés dans la production des combustibles (y compris le pétrole) et des fibres synthétiques. La production mondiale d'acier a, elle aussi, progressé de 7% environ. Celle des métaux non ferreux s'est accrue dans une moindre mesure que la moyenne des matières premières industrielles, ce qui a exercé sur les prix les effets qui ont déjà été indiqués. La production d'étain (qui est inférieure au niveau d'avant-guerre) est restée stationnaire l'an dernier, tandis que celle de l'aluminium a encore progressé de 9% et représente maintenant onze fois celle de 1937.

En volume, la production des matières premières d'origine industrielle a, en 1963, dépassé de 6% celle de l'année précédente. D'autre part, la production des matières premières d'origine agricole (fibres textiles et caoutchouc naturel) a progressé de 2%. La production de l'ensemble des matières premières – d'origine tant agricole qu'industrielle – s'est accrue de 4%, contre 5% l'année précédente. Celle des denrées alimentaires est restée à peu près sans changement; si la récolte a été plus élevée qu'en 1962 pour le maïs, elle est demeurée plus ou moins stable pour le riz et a diminué pour le blé.

Par rapport à l'avant-guerre, la production de denrées alimentaires et de produits agricoles s'est accrue des deux tiers environ, alors que celle des matières premières industrielles a plus que triplé. La production de tous les produits de base figurant au tableau a augmenté de deux fois et demie.

III. ECHANGES ET PAIEMENTS INTERNATIONAUX.

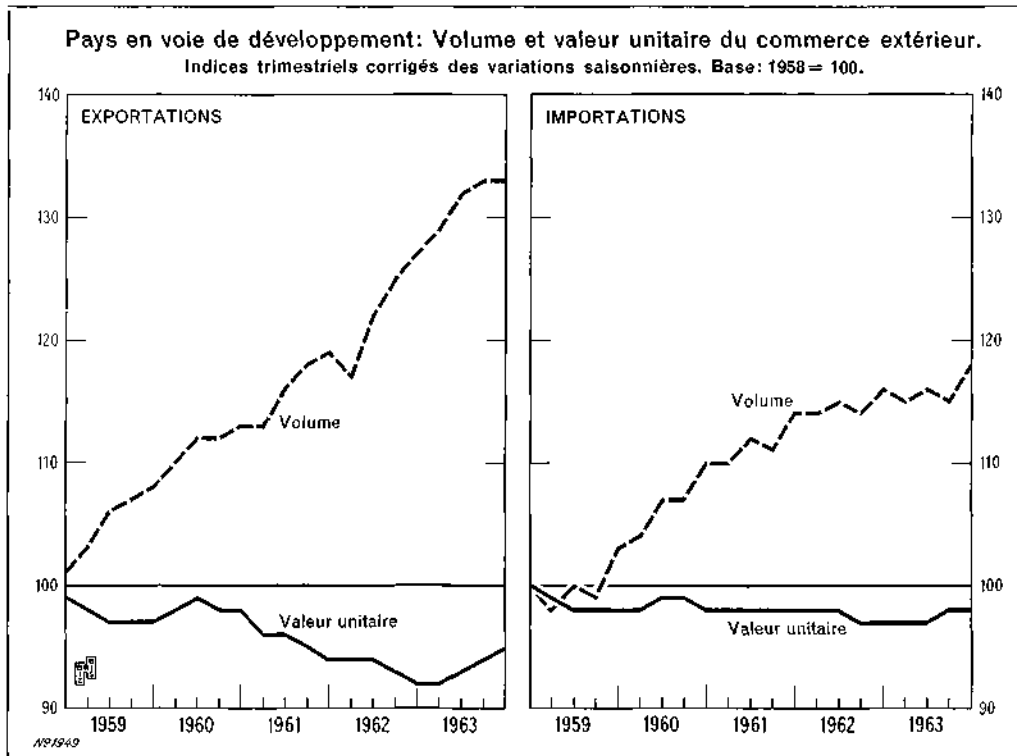
Depuis 1961, l'expansion du commerce international n'a cessé de s'accélérer, et en 1963 l'augmentation en valeur a été de 8,4%, contre 5,7% l'année d'avant. De même qu'en 1962, les importations de l'Europe occidentale se sont accrues plus vite que ses exportations; on peut dire que, dans l'ensemble, ce mouvement a eu pour contrepartie une augmentation de l'excédent des exportations des Etats-Unis et une diminution du déficit des pays en voie de développement.

Commerce international, par zones.

Zones	Exportations (f.o.b.)			Importations (c.a.f.)			Variations du volume des échanges entre 1961 et 1963	
	1961	1962	1963	1961	1962	1963	Importa- tions	Exporta- tions
	en milliards de dollars E.U.						en pourcentage	
Zones développées								
Europe occidentale								
C.E.E.	32,3	34,2	37,5	32,1	35,8	40,4	+ 16	+ 26
A.E.L.E.	19,5	20,5	22,2	23,6	24,6	26,4	+ 12	+ 11
Autres pays	3,5	3,7	4,0	5,2	5,9	6,7	+ 5	+ 28
Total pour l'Europe occidentale	55,3	58,4	63,7	60,9	66,3	73,5	+ 14	+ 20
Etats-Unis et Canada	27,1	27,9	30,0	22,3	24,1	25,2	+ 12	+ 13
Autres zones développées*	8,7	9,5	10,6	10,6	10,5	12,3	+ 15	+ 17
Total pour les zones développées	91,1	95,8	104,3	93,8	100,9	111,0	+ 13	+ 18
Zones en voie de développement								
Amérique latine	9,6	10,2	10,8	10,0	10,1	9,9	+ 10	+ 4
Autres zones	17,8	18,6	20,4	20,5	21,0	21,8	+ 14	+ 2
Total pour les zones en voie de développement	27,4	28,8	31,2	30,5	31,1	31,7	+ 13	+ 3
Total mondial	118,5	124,6	135,5	124,3	132,0	142,7	+ 13	+ 14

* Afrique du Sud, Australie, Japon et Nouvelle-Zélande.

De 1953 à 1961, la valeur des exportations des pays en voie de développement a progressé de 3,1% et celle de leurs importations de 4,5% par an. Un changement favorable s'est produit lorsqu'en 1962, les recettes d'exportation ont commencé à augmenter plus vite que les dépenses d'importation. Cette amélioration (qui s'est accompagnée toutefois d'un ralentissement de la production intérieure) était due à un accroissement du volume des exportations, les prix ayant continué de fléchir jusqu'à la fin de l'année. Cet accroissement des exportations avait pour cause principale la reprise, aux Etats-Unis, de la demande de produits importés, mais la



progression constante, quoique plus lente, des ventes à l'Europe y avait également contribué. En 1963, en revanche, la demande supplémentaire de produits de base est venue principalement d'Europe occidentale et du Japon et l'augmentation des exportations des pays en voie de développement, qui a atteint 8% cette année-là, alors qu'elle avait été de 5,3% en 1962, reflète autant une expansion en volume que la hausse des prix des marchandises exportées. La comparaison d'un trimestre à l'autre montre que le mouvement de baisse des prix à l'exportation s'est renversé au début de 1963 et qu'au cours du dernier trimestre, la valeur unitaire des produits exportés a été supérieure de 4,5% au chiffre de la période correspondante de 1962.

Les importations des pays en voie de développement ont été entravées par de nombreuses mesures restrictives qui avaient été renforcées après la baisse des réserves de change intervenue en 1960/61. Leur volume ne s'est accru que d'environ 1%, tant en 1962 qu'en 1963. Grâce aux progrès de leurs exportations et à la quasi-stabilité de leurs importations, ces pays ont pu réduire le déficit de leur balance commerciale de \$800 millions en 1962 et de \$1.800 millions l'an dernier.

Dans le groupe de pays comprenant l'Afrique du Sud, l'Australie, le Japon et la Nouvelle-Zélande, les importations étaient restées stationnaires en 1962,

tandis que les exportations avaient connu une expansion presque entièrement imputable au Japon. En 1963, les importations du groupe ont augmenté de 17% et ses exportations de 12%, de sorte que sa balance commerciale globale s'est détériorée d'environ \$650 millions. Mais cette évolution recouvre des mouvements très différents, tant par leur sens que par leur ampleur. Alors que la balance de l'Australie s'est améliorée de \$200 millions, celles du Japon, de l'Afrique du Sud et de la Nouvelle-Zélande ont subi des détériorations s'élevant respectivement à environ \$550, \$250 et \$50 millions.

En ce qui concerne l'Europe occidentale, les ventes des pays de l'O.C.D.E. à leurs partenaires dans cette organisation ont, comme les années précédentes, plus progressé que leurs exportations vers le reste du monde (12% contre 4% seulement). Leurs importations en provenance du reste du monde ont enregistré un accroissement de 9%.

L'expansion du commerce entre les pays européens de l'O.C.D.E. s'explique principalement par une augmentation de 17% du commerce entre les pays de la C.E.E. En Italie et en France, où sévissaient des pressions inflationnistes, les achats aux partenaires de la C.E.E. se sont accrus de 31 et 24% respectivement par rapport à 1962, ce qui a eu pour contrepartie un essor marqué des ventes de l'Allemagne, de la Belgique et des Pays-Bas.

Dans toutes les zones, en 1963, l'expansion du commerce a commencé durant le second trimestre. En Europe occidentale, elle s'est poursuivie à un rythme assez régulier jusqu'à la fin de l'année et s'est accélérée pendant les premiers mois de 1964. Aux Etats-Unis, le commerce s'est développé moins rapidement au cours du second semestre de 1963, et cette tendance a persisté pendant les trois premiers mois de 1964. Dans les autres pays industriels, de même que dans les pays en voie de développement, le rythme de l'expansion s'est accéléré tout au long de l'année 1963, sauf durant le troisième trimestre.

Balances des paiements.

Pays européens de l'O.C.D.E. En 1963, la balance des paiements courants de l'ensemble des pays européens de l'O.C.D.E. s'est détériorée de \$800 millions par rapport à l'année précédente. Cette détérioration a été due essentiellement à une dégradation de la balance commerciale des pays de la C.E.E., celle des pays de l'A.E.L.E. s'étant quelque peu améliorée.

La balance des paiements courants des pays de la C.E.E., qui s'était soldée par un excédent de \$680 millions en 1962, a enregistré un déficit de \$30 millions

Pays européens de l'O.C.D.E.: Balances des paiements.

Pays	Années	Balance commerciale (f.o.b.)	Services ¹	Balance des paiements courants	Mouvements nets de capitaux (entrées +) ²		Balance globale ³
					long terme	court terme	
en millions de dollars E.U.							
Allemagne	1962	+ 1.600	- 2.155	- 555	+ 40	+ 295	- 220
	1963	+ 2.340	- 2.090	+ 250	+ 535	- 65	+ 720
France	1962	+ 485	+ 345	+ 830	- 320	+ 175 ⁴	+ 685
	1963	+ 120	+ 320	+ 440	+ 70	+ 350 ⁴	+ 860
Italie	1962	- 1.425 ⁵	+ 1.675	+ 250	- 200	- 20	+ 30
	1963	- 2.495 ⁵	+ 1.605	- 890	- 355	+ 835	- 410
Pays-Bas	1962	- 415	+ 490	+ 75	- 80	- 10	- 15
	1963	- 360	+ 630	+ 270	- 115	+ 15	+ 170
Union belgo-luxembourgeoise	1962	- 130	+ 210 ⁶	+ 80	- 140		- 60
	1963	- 110	+ 10 ⁶	- 100	+ 325		+ 225
Total pour les pays de la C.E.E.	1962	+ 115	+ 565	+ 680	- 260		+ 420
	1963	- 505	+ 475	- 30	+ 1.595		+ 1.565
Autriche	1962	- 280	+ 365	+ 85	+ 150		+ 235
	1963	- 340	+ 365	+ 25	+ 120		+ 145
Danemark	1962	- 290	+ 100	- 190	+ 80	+ 85	- 25
	1963	- 65	+ 115	+ 50	+ 155	+ 15	+ 220
Grande-Bretagne	1962	- 190	+ 475	+ 285	- 250	+ 515	+ 550
	1963	- 120	+ 460	+ 340	- 410	- 90	- 160
Norvège	1962	- 690 ⁵	+ 515	- 175	+ 170		- 5
	1963	- 750 ⁵	+ 555	- 195	+ 245		+ 50
Portugal	1962	- 215	+ 145	- 70	+ 170		+ 100
	1963	- 240	+ 180	- 60	+ 95		+ 35
Suède	1962	- 200 ⁵	+ 170	- 30	+ 40	+ 80	+ 90
	1963	- 185 ⁵	+ 145	- 40	+ 20	- 25	- 45
Suisse	1962	- 790 ⁵	+ 450	- 340	+ 455		+ 115
	1963	- 820 ⁵	+ 440	- 380	+ 580		+ 200
Total pour les pays de l'A.E.L.E.	1962	- 2.655	+ 2.220	- 435	+ 1.495		+ 1.060
	1963	- 2.520	+ 2.260	- 260	+ 705		+ 445
Espagne	1962	- 535	+ 590	+ 55	+ 125	- 20	+ 160
	1963	- 935	+ 805	- 130	+ 210	+ 20	+ 100
Grèce	1962	- 450 ⁵	+ 370	- 80	+ 95	+ 5	+ 20
	1963	- 450 ⁵	+ 400	- 50	+ 100	- 35	+ 15
Irlande	1962	- 280 ⁵	+ 245	- 35	+ 50		+ 15
	1963	- 310 ⁵	+ 255	- 55	+ 100		+ 45
Islande	1962	0	+ 5	+ 5	+ 5		+ 10
	1963	- 10	+ 5	- 5	+ 10		+ 5
Turquie	1962	- 220 ⁵	+ 70	- 150	+ 125		- 25
	1963	- 270 ⁵	+ 55	- 215	+ 165		- 50
Total général	1962	- 4.025	+ 4.065	+ 40	+ 1.620		+ 1.660
	1963	- 5.000	+ 4.255	- 745	+ 2.870		+ 2.125

¹ Y compris les transferts gratuits. ² Chiffres obtenus en faisant la différence entre, d'une part, la balance des paiements courants et, d'autre part, la balance globale. Les mouvements de capitaux à long terme ont été repris séparément chaque fois qu'il a été possible de le faire. Les chiffres globaux ou les chiffres relatifs aux mouvements de capitaux à court terme comprennent les erreurs et omissions ainsi que des mouvements de caractère monétaire autres que ceux des réserves officielles. ³ Correspond aux changements survenus dans les réserves nettes et dans la position nette envers le F.M.I. (cf. chapitre IV de la 2ème partie). ⁴ Y compris la balance des territoires français d'outre-mer vis-à-vis des pays situés hors de la zone franc. ⁵ Importations c.a.f. ⁶ Y compris le travail à façon, les opérations de courtage sur marchandises et l'or monétaire.

l'an dernier. Ce changement a eu trois causes principales: un accroissement de plus de \$1 milliard du déficit commercial de l'Italie, une diminution de \$365 millions de l'excédent d'exportations français et une progression de \$740 millions de l'excédent commercial allemand, ce dernier mouvement étant dû essentiellement au fait que, pendant le dernier trimestre de 1963, les exportations ont monté en flèche, tandis que les importations ont été stationnaires.

Le déficit courant de l'ensemble des pays de l'A.E.L.E. a été ramené de \$435 millions en 1962 à \$260 millions l'an dernier. L'amélioration globale a résulté des progrès notables des exportations du Danemark et de la Grande-Bretagne. Le Portugal a pu réduire le déficit de ses paiements courants grâce à une augmentation des recettes nettes provenant des services — essentiellement tourisme et transferts des émigrants. La situation des paiements courants des quatre autres pays de l'A.E.L.E. s'est détériorée: l'excédent des importations s'est accru en Autriche, en Norvège et en Suisse, tandis qu'en Suède les gains nets sur les transactions invisibles ont baissé. Pour l'A.E.L.E. considérée dans son ensemble, les recettes nettes au titre des transactions invisibles sont restées à peu près stationnaires en 1963.

Des cinq autres pays de l'O.C.D.E., la Grèce a été le seul dont la situation, en ce qui concerne la balance des paiements courants, ne se soit pas aggravée en 1963. En Irlande et en Islande, l'expansion des importations a été plus rapide que celle des exportations. En Espagne, une activité économique accrue et une extension des mesures de libération des échanges ont déterminé une augmentation de \$400 millions des achats à l'étranger, tandis que les ventes ne se sont pas développées. En Turquie, les exportations ont même diminué alors que les importations progressaient sensiblement. En Grèce et en Espagne, le mouvement ascendant des recettes nettes provenant du tourisme et des transferts des émigrants s'est poursuivi en 1963. Toutefois, dans le cas de l'Espagne, l'accroissement n'a pas été suffisant pour compenser la montée des importations et l'excédent courant de \$55 millions réalisé en 1962 a fait place à un déficit de \$130 millions.

Le total des entrées nettes de capitaux dans les pays européens de l'O.C.D.E. (compte tenu des mouvements de caractère monétaire autre que ceux des réserves officielles, ainsi que des erreurs et omissions) s'est élevé à \$2,9 milliards en 1963. Les mouvements à long terme qui ont pu être identifiés (entrées nettes pour l'Allemagne, le Danemark, la France, la Suède, la Grèce et l'Espagne et sorties nettes pour l'Italie, les Pays-Bas et la Grande-Bretagne) s'étant soldés par un excédent des entrées, et compte tenu du fait que l'Autriche, la Norvège et la Turquie sont emprunteurs nets à long terme, on peut supposer que les pays européens de l'O.C.D.E. considérés dans leur ensemble ont enregistré en 1963 d'importantes recettes nettes en capital tant à long terme qu'à court terme.

France. En 1963, pour la première fois depuis les mesures de stabilisation prises en 1957/58, l'excédent des opérations courantes de la France, bien qu'encore important, s'est néanmoins sensiblement réduit. La progression des exportations a été de 15 %, mais celle des importations, avec 23 %, a été encore plus forte, en partie parce que les importations de combustibles ont été exceptionnellement élevées. Aussi l'excédent des exportations est-il tombé à \$120 millions, c'est-à-dire au quart du chiffre atteint l'année précédente.

D'après les statistiques douanières, la détérioration de la balance du commerce avec les pays situés hors de la zone franc (les échanges avec ces pays sont les seuls à intéresser la balance des paiements) a commencé au second semestre de 1962.

France: Commerce extérieur.

Périodes	Commerce avec les pays étrangers à la zone franc			Commerce avec la zone franc			Balance commerciale totale
	Exportations (f.o.b.)	Importations (c.a.f.)	Balance	Exportations (f.o.b.)	Importations (c.a.f.)	Balance	
en millions de dollars E. U.							
1962 1er trimestre . .	1.465	1.420	+ 45	430	375	+ 55	+ 100
2ème trimestre . .	1.490	1.435	+ 55	335	440	- 105	- 50
3ème trimestre . .	1.350	1.375	- 25	300	340	- 40	- 65
4ème trimestre . .	1.585	1.615	- 30	415	370	+ 45	+ 15
1963 1er trimestre . .	1.495	1.655	- 160	395	395	+ 0	- 160
2ème trimestre . .	1.705	1.860	- 155	405	420	- 15	- 170
3ème trimestre . .	1.535	1.645	- 110	345	330	+ 15	- 95
4ème trimestre . .	1.810	2.040	- 230	400	390	+ 10	- 220
1964 1er trimestre . .	1.830	2.170	- 340	420	420	+ 0	- 340

Pendant l'année 1963 considérée dans son ensemble, les importations provenant des pays situés hors de la zone franc ont augmenté de \$1.350 millions. Ont contribué à cette progression, d'une part, les biens de consommation incorporant de la main-d'œuvre, les produits semi-ouvrés et les combustibles, d'autre part, les biens d'équipement, les denrées alimentaires et les matières premières, à raison de \$250 millions environ pour chacune des trois premières catégories et de \$150 millions environ pour chacune des autres. Déjà stimulées par l'intensité de la demande intérieure, les importations ont été en outre favorisées par certaines mesures officielles. C'est ainsi que, pour freiner la hausse des prix, les autorités ont abaissé à plusieurs reprises les droits de douane sur les produits industriels en 1963.

Depuis quelques années, l'accroissement des besoins en combustibles est couvert par les importations provenant de la zone franc, qui sont passées de moins de 2 millions de tonnes en 1959 à 14 millions en 1962, tandis que les importations de provenance extérieure à la zone sont restées à peu près stationnaires aux

environs de 43 millions de tonnes par an pendant la même période. En 1963, principalement à cause de l'hiver rigoureux et de la grève qui a éclaté en mars dans les charbonnages français, les achats effectués hors de la zone franc ont atteint 54 millions. Les importations de combustibles en provenance de la zone franc se sont accrues de 13% en valeur. Mais comme les achats de produits alimentaires ont baissé et que les exportations françaises à destination de cette zone ont progressé, la balance des paiements de la France à l'égard du reste de la zone franc s'est de nouveau soldée par un excédent après avoir enregistré - exceptionnellement - un déficit en 1962.

Les recettes nettes provenant des services ont légèrement baissé en 1963. Une réduction de \$85 millions des recettes du tourisme, un accroissement des

France: Balance des paiements¹.

Rubriques	1961	1962	1963
	en millions de dollars E.U.		
France			
Commerce (f.o.b.)			
Exportations	5.190	5.850	6.695
Importations	4.775	5.365	6.575
Balance commerciale	+ 415	+ 485	+ 120
Services (nets)			
Tourisme	+ 215	+ 200	+ 115
Main-d'œuvre étrangère	- 125	- 150	- 190
Divers	+ 445	+ 295	+ 395
Total	+ 535	+ 345	+ 320
Balance des paiements courants	+ 950	+ 830	+ 440
Mouvements de capitaux à long terme			
Officiels: Remboursements anticipés ²	- 320	- 585	- 280
Divers	- 120	- 135	- 150
Privés	+ 370	+ 400	+ 500
Total	- 70	- 320	+ 70
Balance des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme	+ 880	+ 510	+ 510
Mouvements de capitaux à court terme.	- 85	- 115	- 75
Reste de la zone du franc français	+ 90	+ 150	+ 140
Erreurs et omissions	+ 30	+ 55	+ 80
Balance totale (= variations des postes monétaires)	+ 915	+ 600	+ 655
<i>dont variations des réserves et de la position à l'égard du F.M.I.</i>	<i>+ 1.095</i>	<i>+ 685</i>	<i>+ 860</i>

¹ Sur la base des règlements. ² En 1962, \$469 millions aux Etats-Unis, \$55 millions au Canada et \$60 millions à la B.I.R.D.; en 1963, \$119 millions à la B.I.R.D. et \$161 millions aux Etats-Unis.

transferts effectués par les travailleurs étrangers et la disparition du léger excédent réalisé en 1962 sur les transports ont été partiellement compensés par l'augmentation des recettes provenant des transferts gratuits et des versements des gouvernements étrangers. Les exportations ayant laissé un excédent de \$120 millions et les recettes nettes provenant des transactions invisibles s'élevant à \$320 millions, l'excédent des opérations courantes a atteint au total \$440 millions en 1963, contre \$830 millions l'année précédente.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux officiels, les remboursements anticipés de dettes ont été constitués essentiellement par le rachat des annuités du prêt accordé en 1947 par la B.I.R.D. au Crédit National, pour la contre-valeur de \$119 millions, et par des remboursements anticipés à l'U.S. Export-Import Bank, à concurrence de \$161 millions. Les sorties nettes de capitaux au titre des transactions officielles ont été ramenées de \$720 à \$430 millions.

Principalement en raison des ventes de valeurs mobilières étrangères auxquelles ont procédé des résidents français, les entrées nettes de capitaux privés à long terme se sont élevées, en 1963, à \$100 millions de plus qu'en 1962. Alors qu'en 1962, les investissements nets effectués à l'étranger par des résidents français avaient atteint \$60 millions, l'année dernière, un excédent de réalisations d'un montant de \$50 millions a été enregistré. Au total, le déficit de \$320 millions de la balance des opérations à long terme en capital a fait place à un excédent de \$70 millions. Les mouvements de capitaux à court terme du secteur privé, qui s'étaient soldés en 1962 par un déficit de \$115 millions, ont été en équilibre pendant le premier semestre de 1963, tandis que le second semestre a été marqué par un déficit net de \$75 millions.

Compte non tenu des remboursements anticipés, la balance globale a enregistré en 1963 un excédent de \$935 millions, inférieur de \$250 millions à celui de l'année précédente.

Italie. La balance des paiements, calculée sur la base des transactions et corrigée des variations saisonnières, a enregistré son excédent le plus élevé au quatrième trimestre de 1961, après quoi le solde positif s'est progressivement amenuisé, jusqu'à l'apparition d'un déficit à la fin de 1962 et au début de 1963. En 1963, les déficits se sont aggravés d'un trimestre à l'autre. La balance générale des paiements, calculée sur la base des règlements, avait été pratiquement en équilibre en 1962, mais en 1963 elle s'est soldée par un déficit de \$1.245 millions, presque entièrement dû à un accroissement de plus de \$1 milliard de l'excédent des importations, bien qu'une légère baisse des recettes invisibles nettes et une augmentation des sorties nettes de capitaux aient également contribué à la détérioration globale.

Italie: Balance des paiements.*

Rubriques	1962	1963	1963				1964 1er trimestre
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
en millions de dollars E. U.							
Commerce							
Importations (c. a. f.)	5.885	7.255	1.640	1.820	1.830	1.965	1.930
Exportations (f. o. b.)	4.460	4.760	1.130	1.175	1.205	1.250	1.250
Balance commerciale	- 1.425	- 2.495	- 510	- 645	- 625	- 715	- 680
Services (nets)							
Tourisme	+ 725	+ 750	+ 95	+ 190	+ 325	+ 140	+ 90
Transferts des émigrants	+ 510	+ 520	+ 100	+ 130	+ 155	+ 135	+ 100
Transports	+ 300	+ 305	+ 65	+ 80	+ 80	+ 80	+ 80
Divers	+ 140	+ 30	+ 40	- 30	- 15	+ 35	- 15
Total	+ 1.675	+ 1.605	+ 300	+ 370	+ 545	+ 390	+ 255
Balance des paiements courants	+ 250	- 890	- 210	- 275	- 80	- 325	- 425
Mouvements de capitaux							
Rapatriements de billets de banque	- 765	- 1.470	- 525	- 490	- 170	- 285	- 260
Investissements de non-résidents	+ 845	+ 1.290	+ 475	+ 320	+ 115	+ 380	} + 250
Investissements de résidents	- 175	- 75	- 20	- 30	- 15	- 10	
Divers	- 105	- 100	+ 15	+ 65	+ 40	+ 220	
Total	- 200	- 355	+ 55	+ 135	- 30	- 135	- 10
Balance totale (= variations des postes monétaires)	+ 50	- 1.245	- 265	- 410	- 110	- 460	- 435
dont variations des réserves et de la position à l'égard du F. M. I.	+ 30	- 410	- 165	- 10	+ 130	- 365	- 460

* Sur la base des règlements.

Le mouvement fortement ascendant des importations qui avait caractérisé le second semestre de 1962 s'est poursuivi presque jusqu'à la fin de 1963. Par rapport aux périodes correspondantes de l'année précédente, leur progression a été de 24% pour l'ensemble de l'année 1963, et respectivement de 18, 30, 29 et 20% pour chaque trimestre. Pendant le premier trimestre de 1964, le rythme s'est encore ralenti, tombant à 18%. L'excédent d'importations, qui s'est élevé à \$680 millions, a donc été un peu inférieur à celui du trimestre précédent, mais il a encore dépassé de \$170 millions celui du premier trimestre de 1963.

Sur la base des statistiques douanières, les importations ont atteint au total \$7.540 millions en 1963, soit \$1.470 millions de plus qu'en 1962; cette augmentation a été imputable pour plus d'un tiers à l'expansion des importations de denrées alimentaires, notamment de viande, et pour près d'un dixième au développement des importations d'automobiles ou de pièces détachées destinées au montage d'automobiles en Italie. En valeur absolue, les importations de viande et de bétail ont atteint \$400 millions en 1963, soit deux fois et demie leur niveau de 1962, tandis que le montant des importations d'automobiles et de pièces détachées a été de

\$320 millions, dépassant de 75% le chiffre de l'année précédente. La demande de denrées alimentaires importées a été plus vive pour trois raisons principales: 1) la production agricole nationale a été insuffisante, 2) les consommateurs sont devenus plus exigeants et 3) certaines mesures ont été prises, dans le cadre de la politique de lutte contre la hausse des prix alimentaires, pour favoriser les importations. C'est ainsi qu'en février 1963, des contingents supplémentaires ont été ouverts pour l'importation de viande et de beurre, et les droits de douane sur les fruits frais, les légumes et l'huile d'olive ont été suspendus. L'essor des importations de voitures automobiles a été facilité par l'abaissement des droits de douane au sein de la Communauté Economique Européenne, et encore plus par l'élargissement sensible des contingents de véhicules importés des autres zones.

Pour la première fois depuis 1956, les recettes nettes provenant des transactions invisibles ont quelque peu diminué en 1963; elles n'ont pas permis de combler l'écart entre les importations et les exportations, de telle sorte que la balance des opérations courantes s'est soldée par un déficit de \$890 millions, alors qu'elle avait enregistré un excédent de \$250 millions l'année d'avant.

L'exportation de capitaux, calculée sur la base des billets de banque rapatriés et portés au crédit des comptes capital en liras des non-résidents, a été particulièrement importante au cours du premier semestre de 1963, où elle a dépassé \$1 milliard. Au second semestre, elle est tombée à moins de \$500 millions. Toutefois, une part importante des capitaux ayant quitté l'Italie est revenue s'y investir sous la forme d'achats de valeurs mobilières italiennes pour compte étranger. La sortie nette de capitaux s'est élevée au total à \$355 millions en 1963 – contre \$200 millions l'année d'avant – et le déficit global a atteint, de ce fait, \$1.245 millions. Pendant le premier trimestre de 1964, le déficit global s'est élevé à \$435 millions et le déficit courant à \$425 millions. Ce dernier chiffre représente le double de celui du trimestre correspondant de 1963, et cette détérioration est imputable à concurrence de 80% à la dégradation de la balance commerciale.

Allemagne. Le quatrième trimestre de 1963 a été caractérisé par un excédent considérable des exportations, qui a plus que compensé le déficit des paiements courants des neuf mois précédents, de sorte que, contrairement à 1962, l'année 1963 a été marquée par un excédent courant. En outre, l'entrée d'une masse considérable de capitaux à long terme a permis à la balance générale des paiements de s'améliorer de plus de \$700 millions et de passer d'une position déficitaire à une position excédentaire.

Pour l'ensemble de l'année 1963, les exportations ont progressé de 10%, mais c'est pendant le second et le quatrième trimestre que les augmentations ont

été les plus fortes. L'accroissement total a été de \$1.335 millions en 1963; il est imputable à raison de 70% à l'expansion des livraisons aux pays de la C.E.E., principalement à l'Italie et à la France, et correspond pour plus d'un tiers aux progrès des ventes d'automobiles, qui, avec \$1.980 millions, ont représenté près d'un septième de l'ensemble des exportations. Les importations ont fortement progressé pendant le second trimestre de 1963, puis sont restées presque stationnaires jusqu'à la fin de l'année. Leur augmentation pour l'ensemble de 1963 a été de 6%. La relative lenteur de leur accroissement a été attribuable à une diminution des achats de matériel militaire et de denrées alimentaires.

Le déficit net des transactions invisibles s'est réduit de \$65 millions, pour atteindre \$360 millions; ce résultat est surtout dû au fait que les dépenses nettes du tourisme, qui avaient pris un essor prodigieux depuis 1957 et constituaient ces dernières années le poste déficitaire le plus important, ont diminué de \$50 millions en 1963.

Les recettes du gouvernement au titre du stationnement des troupes étrangères en Allemagne se sont élevées à \$1.070 millions, comme en 1962. Depuis quelques années, afin d'alléger la charge que constituaient ces contributions pour la balance des paiements d'autres pays de l'O.T.A.N., l'Allemagne leur passe des commandes de matériel militaire et leur verse des acomptes sur ces commandes. En 1963, pour la première fois, le total des règlements relatifs à des livraisons de matériel militaire (qui sont recensées comme des opérations courantes) et des acomptes versés sur du matériel commandé (qui figurent dans les opérations en capital) a dépassé les recettes de l'Etat au titre des troupes étrangères.

De 1960 à 1962, l'Allemagne a enregistré chaque année des entrées nettes de capitaux privés à long terme d'un montant compris entre \$200 et \$300 millions. En 1963, ce chiffre est monté jusqu'à \$800 millions, dont les trois quarts correspondaient à des opérations sur valeurs mobilières. Les achats nets de valeurs mobilières allemandes effectués par les étrangers sont passés de \$380 millions en 1962 à \$715 millions l'an dernier, tandis que la part représentée par les obligations dans ce total s'élargissait pour atteindre 70% au lieu de moins de 50% précédemment. On estime que les non-résidents ont en portefeuille environ \$1,5 milliard d'obligations allemandes. Il semble que la demande étrangère d'obligations se soit intensifiée non seulement parce que les taux d'intérêt étaient plus avantageux en Allemagne, mais aussi pour des raisons politiques et fiscales.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux à court terme (non compris les transactions avec le F.M.I. et les opérations des banques), une sortie nette de \$70 millions a été enregistrée en 1963. A partir du second trimestre de 1962, la balance nette des mouvements de capitaux officiels à court terme a commencé

Allemagne: Balance des paiements.¹

Rubriques	1962	1963	1963				1964 1er trimestre
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
en millions de dollars E.U.							
Commerce							
Exportations (f.o.b.) . .	13.245	14.580	3.230	3.630	3.660	4.060	3.890
Importations (c.a.f.) . .	12.375	13.070	3.040	3.335	3.345	3.350	3.295
Balance commerciale	+ 870	+ 1.510	+ 190	+ 295	+ 315	+ 710	+ 595
Services (nets)	- 425	- 360	- 0	- 120	- 225	- 15	- 65
Transferts gratuits	- 1.000	- 900	- 255	- 245	- 230	- 170	- 205
Balance des paiements courants	- 555	+ 250	- 65	- 70	- 140	+ 525	+ 325
Mouvements de capitaux à long terme							
Privés	+ 285	+ 795	+ 185	+ 245	+ 205	+ 160	+ 90
Officiels	- 245	- 260	- 25	- 70	- 50	- 115	- 50
Total	+ 40	+ 535	+ 160	+ 175	+ 155	+ 45	+ 40
Mouvements de capitaux à court terme							
Privés ²	+ 105	+ 10	+ 180	- 5	+ 15	- 180	+ 170
Officiels ²	+ 30	- 80	+ 30	+ 65	+ 145	- 320	- 90
Total	+ 135	- 70	+ 210	+ 60	+ 160	- 500	+ 80
Balance des mouvements de capitaux	+ 175	+ 465	+ 370	+ 235	+ 315	- 455	+ 120
Erreurs et omissions . . .	+ 160	- 210	+ 60	+ 60	+ 45	- 375	+ 205
Balance totale (= variations des postes monétaires)	- 220	+ 505	+ 365	+ 225	+ 220	- 305	+ 650
<i>dont variations des réserves et de la position envers le F.M.I.</i>	- 220	+ 720	+ 445	+ 250	- 230	+ 255	+ 100

¹ Sur la base des transactions. ² Non compris les variations de la position extérieure nette des banques commerciales. ³ A l'exclusion des opérations avec le F.M.I.

à se solder par un excédent. Cette évolution s'explique principalement par le fait que les versements au titre des achats de matériel militaire ont été inférieurs à la valeur du matériel livré. (Considérée du point de vue des mouvements de capitaux, cette différence correspond à l'amortissement des crédits accordés antérieurement par l'Allemagne.) C'est ainsi que pour les trois premiers trimestres de 1963, les mouvements de capitaux officiels à court terme se sont soldés au total par une entrée nette de \$240 millions. Pendant le dernier trimestre, la situation s'est renversée. Des sommes importantes, bien supérieures à la valeur des livraisons, ont été versées, en décembre notamment, au titre des achats de matériel militaire.

Pendant le premier trimestre de 1964, en raison d'un accroissement considérable des exportations, l'excédent commercial a atteint près de \$600 millions, soit plus de trois fois le chiffre du trimestre correspondant de 1963, et alors qu'à cette époque la balance des paiements courants avait accusé un déficit de \$65 millions, elle s'est soldée par un excédent de \$325 millions.

Cet important excédent diminuera peut-être à l'avenir, si les réductions de droits de douane annoncées le 13 mai, et qui constituent l'un des éléments du programme de stabilisation, contribuent à faire progresser les importations. A l'égard des pays de la C.E.E., il est prévu de supprimer complètement tous les droits inférieurs à 4% le 1^{er} juillet 1964 et de réduire simultanément de 20% les droits frappant les produits industriels, alors que cet abaissement ne devait intervenir en deux étapes que le 1^{er} janvier 1965 et le 1^{er} janvier 1966. A l'égard des pays qui ne sont pas membres de la C.E.E., l'Allemagne a l'intention de ramener les droits frappant 300 articles au niveau du futur tarif extérieur commun de la Communauté.

Pays-Bas. Un accroissement des recettes provenant des transactions invisibles et une contraction du déficit de la balance commerciale ont eu pour effet de porter l'excédent courant (calculé sur la base des règlements) de \$75 millions en 1962 à \$270 millions l'an dernier. Toutefois, si l'on considère la balance établie sur la base des transactions, on constate qu'elle s'est détériorée d'environ \$40 millions. Les résultats diffèrent ainsi de \$230 millions selon le mode de comptabilisation adopté, et cet écart est imputable en grande partie au fait que la forte progression des importations vers la fin de l'année a entraîné un accroissement des crédits à l'importation.

En 1963, d'après la balance calculée sur la base des règlements, les importations ont augmenté de 9% et les exportations de 11%, c'est-à-dire environ deux fois plus que l'année précédente. Si l'on considère l'ensemble de l'année, l'excédent d'importations s'est donc trouvé réduit de \$55 millions, bien qu'au cours de l'année, il n'ait cessé de s'accroître, pour atteindre \$120 millions au quatrième trimestre. Les recettes invisibles nettes ont progressé de \$140 millions en 1963 par suite d'une hausse de \$75 millions du revenu des investissements et d'une augmentation de \$65 millions des revenus tirés des autres services. Cet accroissement est intervenu presque exclusivement pendant le second semestre.

Les sorties nettes de capitaux à long terme sont passées de \$80 millions en 1962 à \$115 millions l'année dernière, du fait que les remboursements anticipés au titre de la dette publique ont atteint \$70 millions (il s'agit d'un versement unique effectué aux Etats-Unis en juillet) au lieu de \$30 millions en 1962.

En ce qui concerne les capitaux privés, la balance des mouvements à long terme a été pratiquement en équilibre en 1962 et 1963. Au cours de ces deux

Pays-Bas: Balance des paiements¹.

Rubriques	1962	1963	1963			
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en millions de dollars E.U.						
Commerce (f.o.b.)						
Exportations	4.795	5.210	1.170	1.270	1.305	1.465
Importations	4.380	4.850	1.110	1.185	1.210	1.345
Balance commerciale	- 415	- 360	- 60	- 85	- 95	- 120
Services (nets)						
Revenus des investissements	+ 100	+ 175	+ 60	- 45	+ 65	+ 95
Divers ²	+ 390	+ 485	+ 70	+ 110	+ 150	+ 125
Total	+ 490	+ 630	+ 130	+ 65	+ 215	+ 220
Balance des paiements courants	+ 75	+ 270	+ 70	- 20	+ 120	+ 100
Mouvements de capitaux						
Officiels ³	- 70	- 100	- 5	- 10	- 75	- 10
Privés						
à long terme	- 10	- 15	- 10	+ 65	- 5	- 65
à court terme ⁴	- 30	- 15	- 45	- 25	+ 40	+ 15
Total	- 110	- 130	- 60	+ 30	- 40	- 60
Balance totale (= variations des postes monétaires)	- 35	+ 140	+ 10	+ 10	+ 80	+ 40
dont variations des réserves et de la position à l'égard du F.M.I.	- 15	+ 170	+ 10	+ 70	+ 20	+ 70

¹ Sur la base des règlements. ² Y compris les transferts gratuits. ³ Dont \$30 millions en 1962 et \$70 millions en 1963 au titre des remboursements anticipés. ⁴ Y compris les opérations des banques.

années, les sorties nettes de capitaux néerlandais se sont élevées à environ \$300 millions, et les entrées nettes de capitaux étrangers ont été du même ordre. En 1963, toutefois, d'un côté comme de l'autre, les investissements directs ont progressé, tandis que les investissements de portefeuille fléchissaient, ce qui s'explique par le fait qu'aucune émission étrangère importante n'a été lancée sur le marché néerlandais, de même qu'il n'y a pas eu de grande émission néerlandaise à l'étranger. Les transactions boursières se sont quelque peu développées avec la Suisse, qui est devenue le principal acheteur de valeurs mobilières néerlandaises en 1963, tandis que les achats des Etats-Unis ont fortement fléchi après l'annonce du projet de taxe de péréquation de l'intérêt. Bien que les exportations nettes de capitaux effectuées par les banques (à l'exclusion de leurs opérations de change) soient passées de \$15 à \$40 millions, le total des sorties nettes de capitaux à court terme est revenu de \$30 à \$15 millions.

Belgique. La balance des paiements courants, qui avait toujours été excédentaire au cours des dernières années, est devenue déficitaire en 1963. Il s'est produit, en effet, une détérioration de \$180 millions, due entièrement à l'amenuisement de l'excédent des transactions invisibles, qui est passé de \$210 millions en 1962 à un chiffre négligeable l'an dernier. Si l'on s'en rapporte aux résultats des neuf premiers mois, ce mouvement a été en majeure partie imputable à un accroissement des dépenses pour compte officiel et à une baisse du revenu des investissements. Mais les recettes nettes au titre des opérations de courtage sur marchandises et du travail à façon ont également fléchi et les transferts officiels ont été plus importants qu'en 1962, principalement à cause d'un versement au Fonds de développement de la C.E.E. au cours du premier trimestre.

Le déficit courant de \$100 millions a été pratiquement compensé par une entrée nette de capitaux. Le Trésor a été contraint d'emprunter de fortes sommes à l'étranger l'an dernier, ce qui s'est traduit dans une certaine mesure par une entrée nette de capitaux officiels s'élevant à \$50 millions — alors que l'année 1962 avait été marquée par une sortie nette de \$65 millions. Le reliquat de \$50 millions correspond à la somme des mouvements de capitaux privés et des « Erreurs et omissions ». L'augmentation de \$225 millions des réserves officielles, dont il est fait état dans le tableau de la page 103, a été entièrement attribuable à un accroissement des engagements des banques commerciales à l'égard de l'étranger.

Grande-Bretagne. On peut dégager trois constatations principales de l'examen des statistiques de la balance des paiements de la Grande-Bretagne en 1963. L'excédent courant a été un peu supérieur à celui de 1962 et (après correction pour tenir compte des facteurs saisonniers) il a été réalisé essentiellement pendant le premier semestre de l'année; l'exportation de capitaux à long terme, après une interruption de deux ans, est revenue au niveau atteint pendant les dernières années de la décennie 1950-1960; enfin, la balance des transactions non identifiées a changé de sens. Les deux premiers éléments se compensent en partie, de sorte que la balance des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme identifiés n'a enregistré qu'un déficit modéré pour l'année entière. Le mouvement défavorable de \$435 millions des postes de caractère monétaire a donc été en grande partie imputable au fait que les « éléments d'équilibre » (balancing item), qui étaient positifs, sont devenus négatifs.

Bien que le déficit commercial ait été un peu plus faible en 1963 qu'en 1962, il n'a cessé de s'aggraver durant toute l'année, avant tout du fait que les importations ont progressé plus rapidement que les exportations après le premier trimestre, les achats de matières premières industrielles ayant été plus importants et effectués à des prix plus élevés. Si l'on élimine l'influence des facteurs saisonniers, on s'aperçoit

Grande-Bretagne: Balance des paiements.*

Rubriques	1961	1962	1963	1963	
				1er semestre	2ème semestre
	en millions de dollars E.U.				
Commerce (f.o.b.)					
Importations	11.235	11.365	12.090	5.885	6.205
Exportations et réexportations	10.870	11.175	11.970	5.985	5.985
Balance commerciale.	- 365	- 190	- 120	+ 100	- 220
Services (nets)	+ 335	+ 475	+ 460	+ 310	+ 150
Balance des paiements courants	- 30	+ 285	+ 340	+ 410	- 70
Mouvements de capitaux à long terme					
Capitaux officiels	- 125	- 295	- 295	- 55	- 240
Capitaux privés britanniques	- 915	- 725	- 925	- 480	- 445
Capitaux privés étrangers	+ 1.165	+ 770	+ 805	+ 405	+ 400
Total	+ 125	- 250	- 415	- 130	- 285
Balance des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme identifiés	+ 95	+ 35	- 75	+ 280	- 355
Erreurs et omissions	- 40	+ 240	- 360	- 140	- 220
Balance totale (= variations des postes monétaires)	+ 55	+ 275	- 435	+ 140	- 575

* Sur la base des transactions.

que la variation de la balance commerciale entre le premier et le second semestre n'a pas été aussi importante que l'indiquent les chiffres non ajustés du tableau ci-dessus, puisqu'un excédent de plus de \$40 millions au premier semestre (le meilleur résultat depuis 1958) a fait place à un déficit de \$165 millions au second semestre.

D'après les statistiques douanières, les exportations ont progressé de 8% en 1963, pour atteindre \$11.425 millions; elles n'ont augmenté que de 5% en volume, la différence étant due à la hausse des prix. Les ventes à l'étranger tendent à plafonner, car on constate que si les chiffres du quatrième trimestre, après ajustement, sont supérieurs de 10% à ceux du quatrième trimestre de 1962, ils dépassent de 1% seulement ceux du troisième trimestre de 1963. Il en est à peu près de même des exportations de produits manufacturés qui représentent 85% du total. Si l'on considère dans ses grandes lignes la répartition géographique des exportations, on constate que les ventes à destination de l'Europe et de la zone sterling ont progressé au cours des trois premiers trimestres de l'année, et légèrement reculé pendant le dernier trimestre. Quant aux ventes à l'Amérique du Nord, elles ont continué d'augmenter pendant le quatrième trimestre, mais à un rythme ralenti.

Les importations, dont le montant, sur la base de la valeur c.a.f., s'est élevé à \$13.500 millions, ont été supérieures de 7% à celles de 1962. La hausse des cours mondiaux du sucre a provoqué une augmentation de \$285 millions en valeur des achats de sucre brut, d'après les statistiques du commerce extérieur. Toutefois, comme le règlement des importations de sucre s'est effectué à des prix contractuels, qui ont été en général supérieurs aux cours mondiaux en 1962, alors qu'ils leur ont été inférieurs en 1963, le coût supplémentaire effectif des importations de sucre, en 1963, dont il est tenu compte pour la balance des paiements, se situe bien au-dessous de ce chiffre. L'ensemble des autres importations de denrées alimentaires a un peu diminué par rapport à l'an dernier en raison de la réduction des achats de céréales et de produits pour l'alimentation du bétail. Les importations de matières premières industrielles ont commencé d'augmenter pendant le second trimestre et ont progressé de 7% au cours des deux trimestres suivants. Les secteurs qui ont enregistré les plus fortes augmentations ont été les produits chimiques, les produits sidérurgiques, la laine et le bois de charpente. Pour l'ensemble de l'année, les importations de cette catégorie de marchandises se sont accrues de \$395 millions. Les importations de produits manufacturés ont progressé de \$120 millions et celles de combustibles de \$85 millions.

La balance des transactions invisibles a été pratiquement la même en 1963 qu'en 1962. Les dépenses du gouvernement à l'étranger et les dépenses nettes des touristes ont été, les unes comme les autres, un peu plus élevées, et il en a été de même pour le revenu net des investissements. En ce qui concerne ce dernier poste, c'est du côté des paiements que les changements ont été les plus marqués. Les gains réalisés par les étrangers sur leurs investissements directs et leurs investissements de portefeuille ont augmenté de \$100 millions, tandis que les versements qui leur ont été faits au titre des revenus des «autres» investissements sont tombés de \$615 à \$485 millions, ce qui est dû en grande partie à la baisse des taux d'intérêt sur les avoirs en sterling.

Quant aux mouvements de capitaux à long terme, leur évolution en 1963 a été caractérisée surtout par l'accroissement des sorties de capitaux privés. Les investissements directs à l'étranger ont progressé d'environ \$60 millions — et l'augmentation des investissements directs étrangers en Grande-Bretagne a été du même ordre —, tandis que les autres catégories d'investissements ont plus que doublé, pour atteindre \$270 millions.

La balance groupée des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme s'est soldée par un déficit qui a été de \$75 millions pour l'ensemble de l'année 1963, mais s'est élevé à \$355 millions pendant le second semestre. Le poste «Erreurs et omissions» a été fortement négatif — \$360 millions pour

l'ensemble de l'année — après avoir été nettement positif en 1962. Des sorties de fonds non identifiées se sont peut-être produites, mais l'évolution des avoirs en sterling dont les détenteurs résident en dehors de la zone sterling — ces avoirs ont baissé d'environ \$100 millions — donne à penser que ce facteur ne suffit pas à rendre compte de l'importance de la différence constatée d'une année à l'autre, en ce qui concerne l'élément d'équilibre. Le développement des exportations a sans doute déterminé une expansion des crédits à l'exportation, et il est probable que la durée de ceux-ci ait été allongée. En outre, les exportations étant enregistrées dans la balance des paiements à la date d'expédition des marchandises, leur montant a tendance, en période d'expansion des ventes à l'étranger, à progresser plus vite que celui des recettes d'exportations. Ce décalage a aussi pour conséquence d'augmenter le solde négatif du «balancing item».

Les statistiques douanières des quatre premiers mois de 1964, corrigées des variations saisonnières, font état d'un léger accroissement des exportations par rapport aux quatre mois précédents. Les importations, calculées sur la base de la valeur c.a.f., ont progressé de 7½%, et le déficit commercial a augmenté de plus de \$300 millions. Toutefois, les industriels ont des carnets de commandes à l'exportation mieux garnis actuellement qu'il y a un an et le mouvement de stockage a probablement déjà atteint son maximum. Ainsi, pour le reste de l'année, il se pourrait que les exportations s'accroissent aussi vite que les importations. Néanmoins, comme on prévoit également une nouvelle progression des sorties de capitaux à long terme, notamment au titre des investissements de l'industrie pétrolière, il faut s'attendre à un important déficit de la balance globale des opérations courantes et des mouvements de capitaux à long terme. Le comportement de l'élément d'équilibre en 1964 aura par conséquent plus d'importance qu'à l'accoutumée.

Pays scandinaves. Les trois pays scandinaves, considérés ensemble, ont enregistré en 1963 un déficit courant de près de \$200 millions, alors que celui de l'année précédente avait atteint \$400 millions.

De 1960 à 1962, le déficit courant du Danemark est passé de \$50 à \$190 millions, car les exportations n'ont progressé qu'à un rythme moitié moins rapide que les importations. Toutefois, à partir du quatrième trimestre de 1962, le mouvement s'est renversé, et les exportations ont pris un vigoureux essor, tandis que les importations, sous l'influence des mesures de lutte contre l'inflation (voir pages 10 et 11), ont eu tendance à se stabiliser. En 1963, les exportations se sont accrues de 14%, grâce à une augmentation des ventes de produits agricoles et industriels (de 11% pour les premiers et de 19% pour les seconds). La balance des opérations courantes s'est soldée par un excédent de \$50 millions. L'entrée nette de capitaux étrangers

est passée de \$100 à \$190 millions, surtout par suite d'une intensification de l'emprunt net du secteur public.

La Norvège a renforcé ses réserves de \$50 millions en 1963, uniquement du fait que son endettement à l'égard de l'étranger s'est accru davantage que son déficit courant. Le déficit commercial s'est aggravé de \$60 millions, mais ce fut surtout la conséquence d'un accroissement net des importations de navires, qui n'a que peu de rapport avec les fluctuations de la demande intérieure. Une hausse des taux de fret a déterminé une augmentation de \$45 millions des revenus des transports maritimes et les recettes réalisées au titre des transactions invisibles s'en sont trouvées accrues. Toutefois, cette amélioration n'a pas suffi à compenser l'excédent croissant d'importations et la charge de plus en plus lourde des intérêts de la dette extérieure, de sorte que le déficit courant est passé de \$175 à \$195 millions. L'entrée nette de capitaux a atteint l'an dernier \$245 millions, soit une fois et demie le chiffre de 1962, principalement en raison d'un accroissement d'environ \$80 millions des emprunts nets destinés à financer les constructions navales et les importations de navires. En effet, les compagnies de navigation appliquent un programme de remplacement de la flotte actuelle, dont l'âge moyen n'est cependant que de sept ans et demi, par des unités d'un plus gros tonnage. Le gouvernement central et les collectivités locales ont emprunté \$45 millions de plus qu'en 1962. Dans ce chiffre sont compris les emprunts émis aux Etats-Unis, en Suède et en Suisse.

Les divers éléments composant la balance des paiements de la Suède ont peu varié en 1963. Les exportations s'étant accrues de 9,5% et les importations de 8,5%, le déficit commercial a légèrement diminué, revenant à \$185 millions — l'un des chiffres les plus faibles de ces dernières années. Le revenu net des transports maritimes est resté stable à \$280 millions, mais les dépenses nettes dues aux autres transactions invisibles ont quelque peu augmenté, essentiellement parce que les dépenses nettes des touristes à l'étranger ont été plus élevées. En conséquence, le déficit courant est passé de \$30 à \$40 millions. Les mouvements de capitaux n'ont qu'une importance secondaire dans la balance des paiements de la Suède. Toutefois, le poste «Erreurs et omissions» est généralement positif et subit d'importantes fluctuations. Au total, les mouvements de capitaux et les transactions non enregistrées n'ont laissé qu'un solde positif de \$20 millions l'an dernier, contre \$110 millions en 1962; cet amenuisement est probablement lié à des changements intervenus dans les conditions du crédit au commerce extérieur.

Suisse. En 1963, pour la troisième année de suite, la balance des opérations courantes de la Suisse a enregistré un déficit supérieur au précédent, tandis que dans le même temps, les réserves se renforçaient en raison d'une importante entrée

de capitaux. Le montant cumulé du déficit courant de ces trois dernières années a été de \$930 millions, tandis que l'accroissement des réserves s'est élevé à \$750 millions.

Le déficit courant est passé de \$340 millions en 1962 à environ \$380 millions l'an dernier. Les importations ont progressé de 8%, soit plus lentement qu'en 1962, tandis que les exportations se sont encore accrues de 9%; quant à l'excédent d'importations, il s'est élevé à \$820 millions. Les recettes nettes provenant des transactions invisibles ont atteint \$440 millions, niveau légèrement inférieur à celui de 1962, alors qu'elles avaient augmenté durant presque toutes les années précédentes. Les transferts de fonds opérés par les travailleurs étrangers, dont le nombre va croissant, ont vraisemblablement été encore plus élevés l'an dernier qu'en 1962, où ils avaient presque atteint \$300 millions.

Les entrées nettes de capitaux (que l'on a calculées en faisant la différence entre l'augmentation des réserves et le déficit courant) se sont élevées à \$580 millions en 1963, contre \$455 millions l'année précédente.

Pendant le premier trimestre de 1964, il s'est produit un renversement des mouvements de capitaux à court terme consécutif aux opérations effectuées par les banques en fin d'année. D'autre part, si l'on compare la balance commerciale pour ce trimestre avec celle de la période correspondante de 1963, on constate une détérioration de \$75 millions, les importations ayant augmenté de 17% et les exportations de 9% seulement.

Etats-Unis. Les mouvements de capitaux ont été l'élément dominant de l'évolution de la balance des paiements des Etats-Unis en 1963. Le déficit global du premier semestre, après élimination des variations saisonnières et compte non tenu des transactions spéciales, a atteint \$2,3 milliards — et les sorties enregistrées de capitaux privés américains n'ont pas été inférieures à \$2,7 milliards. A la suite des mesures prises en juillet (voir page 25), le déficit global du second semestre (avant prise en considération des transactions spéciales) a été ramené à \$1 milliard et les sorties de capitaux des Etats-Unis ont fléchi à \$1,4 milliard. Pour le premier trimestre de 1964, le déficit n'a été que de \$135 millions.

En 1963, les exportations se sont accrues de \$1.400 millions, soit à raison de \$1 milliard pour les exportations commerciales et de \$400 millions pour les exportations financées par le gouvernement. Les importations ayant augmenté de \$800 millions, la balance des échanges commerciaux s'est améliorée de \$200 millions. Cette amélioration s'est produite entièrement pendant le quatrième trimestre (données corrigées des variations saisonnières), durant lequel l'excédent des exportations s'est élevé à \$790 millions, alors qu'il avait été de \$290 millions

Etats-Unis: Balance des paiements¹.

Rubriques	1962	1963	1963				1964 1er trimestre
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
en millions de dollars, variations saisonnières éliminées							
Opérations commerciales							
Exportations (f.o.b.)	18.135	19.170	4.420	4.665	4.920	5.165	5.345
Importations (f.o.b.)	16.145	16.960	4.015	4.180	4.390	4.375	4.340
Balance commerciale	+ 1.990	+ 2.210	+ 405	+ 485	+ 530	+ 790	+ 1.005
Revenu des investissements (net) ²	+ 3.325	+ 3.370	+ 905	+ 805	+ 810	+ 850	n. d.
Services et envois de fonds ³	- 1.205	- 1.390	- 360	- 360	- 330	- 340	n. d.
Balance des opérations commerciales et des services	+ 4.110	+ 4.190	+ 950	+ 930	+ 1.010	+ 1.300	n. d.
Opérations pour le compte du gouvernement							
Exportations	+ 2.345	+ 2.735	+ 590	+ 830	+ 640	+ 675	+ 730
Dépenses militaires, recettes déduites	- 2.370	- 2.250	- 570	- 520	- 615	- 545	n. d.
Dons et prêts	- 3.515	- 3.790	- 870	- 1.200	- 785	- 935	n. d.
Total	- 3.540	- 3.305	- 850	- 890	- 760	- 805	n. d.
Mouvement de capitaux privés	- 3.120	- 3.690	- 955	- 1.465	- 340	- 930	n. d.
Erreurs et omissions	- 1.025	- 495	- 135	+ 120	- 385	- 95	n. d.
Balance des transactions ordinaires	- 3.575	- 3.300	- 990	- 1.305	- 475	- 530	- 135
Élément d'ajustement des variations saisonnières	-	-	+ 180	+ 95	- 365	+ 90	+ 245
Opérations spéciales pour le compte du gouvernement ⁴	+ 1.385	+ 1.340	+ 455	+ 170	+ 425	+ 290	+ 95
Balance totale des opérations ordinaires et spéciales ⁵	- 2.190	- 1.960	- 355	- 1.040	- 415	- 150	+ 205

¹ Sur la base des transactions. ² Y compris les revenus des prêts du gouvernement. ³ Y compris les pensions accordées par le gouvernement. ⁴ Y compris les ventes de titres à moyen terme, convertibles et non convertibles, non négociables. ⁵ Correspondant à l'augmentation (—) des exigibilités immédiates et à la diminution (—) des réserves d'or et de devises.

pendant la période correspondante de 1962 et de \$405 millions durant le premier trimestre de 1963. Il convient de noter que les exportations à destination des autres pays industrialisés du monde ont très rapidement progressé l'an dernier, tandis que l'expansion des importations des Etats-Unis suivait exactement celle de l'activité intérieure.

Les ventes de produits agricoles à l'étranger se sont accrues de \$560 millions, les intempéries qui ont éprouvé de vastes régions en Europe et en Asie ayant contribué à accroître la demande de céréales de ces pays. Au total, on peut estimer que la progression des exportations agricoles américaines a été due pour 20 à 25% à des circonstances passagères, et pour un quart à l'augmentation des exportations financées par le gouvernement. L'expansion des ventes de matières premières non

agricoles et de produits manufacturés a été consécutive à l'accélération de l'activité économique en Europe, au Japon et au Canada. Les exportations totales des Etats-Unis se sont accrues de \$500 millions à destination de l'Europe, de \$300 millions à destination du Japon et de \$200 millions à destination du Canada.

Les importations ont augmenté pendant le second et le troisième trimestre de 1963, pour se stabiliser ensuite. Pour l'année entière, elles se sont accrues de \$800 millions, principalement en raison des achats de produits manufacturés — les automobiles et les biens d'équipement ont contribué à cette progression à raison de 40%.

Le revenu net des investissements, qui avait progressé d'environ \$500 millions en 1961 et en 1962, n'a augmenté que de \$40 millions l'an dernier. Le revenu des investissements privés, qui représente 90% du total, est passé de \$3.850 millions en 1962 à \$4.065 millions en 1963, tandis que les paiements sont passés de \$655 à \$795 millions. Cette évolution a résulté de l'élévation des taux d'intérêt sur les dépôts à terme et les fonds d'Etat, qui est intervenue en juillet 1963. Des données partielles semblent indiquer que les bénéficiaires tirés des industries pétrolières et minières ont enregistré une croissance régulière, mais que ceux des industries manufacturières — auxquelles avaient été affectés ces dernières années la plupart des nouveaux capitaux — ont cessé de s'accroître et ont peut-être même diminué.

L'amélioration enregistrée au titre des échanges commerciaux et du revenu des investissements a été annulée en partie par une augmentation des dépenses nettes sur les services, de sorte que l'excédent de la balance des échanges et des services n'a dépassé que de \$80 millions celui de 1962.

Les sorties de fonds imputables aux opérations ordinaires du gouvernement ont diminué de \$235 millions en 1963. Les exportations financées par le gouvernement ont progressé sensiblement plus que le total des dons et prêts du gouvernement, et les dépenses militaires nettes se sont légèrement réduites.

Les exportations nettes de capitaux privés des Etats-Unis avaient commencé de s'accroître au cours du second semestre de 1962. Entre le troisième et le quatrième trimestre, les sorties étaient passées de \$0,5 à \$1,1 milliard; par la suite, elles ont continué de progresser fortement, s'élevant à \$1,7 milliard pour le second trimestre de 1963. Le total des sorties pour le premier semestre de l'année dernière a atteint une cadence annuelle de \$5,3 milliards.

Si les investissements directs et les prêts à court terme des Etats-Unis à l'étranger ont contribué, les uns comme les autres, à cette progression, ce sont les investissements de portefeuille qui se sont surtout signalés à l'attention. Les exportations de capitaux privés américains se sont élevées à \$2,7 milliards pendant le

Etats-Unis: Mouvements de capitaux privés.

Rubriques	1962	1963	1963			
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en millions de dollars, variations saisonnières éliminées						
Capitaux américains						
A long terme						
Investissements directs . . .	- 1.555	- 1.800	- 500	- 500	- 155	- 645
Nouvelles émissions de valeurs étrangères	- 1.075	- 1.295	- 505	- 520	- 185	- 85
Amortissements	+ 170	+ 150	+ 30	+ 50	+ 25	+ 45
Opérations sur des valeurs étrangères déjà émises . .	- 55	+ 45	- 50	- 60	+ 55	+ 100
Divers	- 250	- 540	- 10	- 125	- 120	- 285
Total	- 2.765	- 3.440	- 1.035	- 1.155	- 380	- 870
A court terme	- 510	- 640	+ 60	- 530	+ 130	- 300
Total des sorties de capitaux américains	- 3.275	- 4.080	- 975	- 1.685	- 250	- 1.170
Capitaux étrangers						
A long terme	+ 270	+ 385	- 10	+ 205	+ 110	+ 80
A court terme	- 115	+ 5	- 20	+ 65	+ 25	- 65
Total des entrées de capitaux étrangers	+ 155	+ 390	- 30	+ 270	+ 135	+ 15
Total des sorties de capitaux privés	- 3.120	- 3.690	- 1.005	- 1.415	- 115	- 1.155

premier semestre de 1963 et, sur ce total, une sortie de \$1 milliard est imputable aux nouvelles émissions étrangères lancées sur le marché de New York, notamment par le Canada (60%), les pays d'Europe occidentale (20%) et le Japon (10%).

Pendant la période octobre 1962-juin 1963, le montant net des nouvelles émissions canadiennes aux Etats-Unis a été en moyenne de \$350 millions par trimestre. Les deux plus fortes émissions ont été celle du gouvernement canadien, d'un montant de \$250 millions, qui était destinée à renforcer les réserves officielles de change du pays, et celle de la Commission hydro-électrique de Québec, d'un montant de \$300 millions; toutefois, les transferts afférents à cette seconde émission ont été étalés sur une période de quinze mois à partir du premier trimestre de 1963.

La taxe temporaire de péréquation de l'intérêt proposée au Congrès le 18 juillet 1963, et non encore mise en vigueur, doit être calculée de façon à relever d'environ 1% le coût des emprunts effectués aux Etats-Unis sous forme d'émission de valeurs mobilières. Il est prévu que cette taxe ne sera perçue que jusqu'à la fin de 1965 et qu'elle ne s'appliquera ni aux pays en voie de développement, ni aux organisations internationales dont les Etats-Unis sont membres. Il est également envisagé d'en exonérer les nouvelles émissions de valeurs canadiennes.

A la suite des propositions du Président des Etats-Unis, le montant net des nouvelles émissions de valeurs étrangères est tombé à \$200 millions pour le second semestre de 1963. Les transactions sur les valeurs déjà émises (auxquelles l'impôt s'appliquerait également) ont changé de sens; alors que pour le premier semestre on avait enregistré des achats nets des Etats-Unis pour un montant de \$110 millions, le second semestre a été marqué par des ventes nettes s'élevant à \$155 millions. Il est probable que ces cessions ont aussi pour cause l'attraction croissante exercée par le marché des valeurs américaines. Au total, les investissements de portefeuille des Etats-Unis à l'étranger pendant la période juillet-décembre 1963 n'ont donc représenté que \$45 millions.

Les investissements directs, qui s'étaient élevés à \$500 millions, tant pendant le premier trimestre de 1963 que pendant le second, se sont fortement réduits pendant le troisième, mais au dernier trimestre, ils ont de nouveau nettement augmenté. L'accroissement total enregistré en 1963 correspond bien aux déclarations faites au début de l'année par les sociétés américaines en ce qui concerne leurs projets de dépenses pour l'équipement et la construction d'usines à l'étranger. Il semble donc peu probable que l'on ait substitué aux investissements de portefeuille des investissements directs.

Les crédits bancaires aux non-résidents se sont élevés à \$1.280 millions en 1963, c'est-à-dire à environ \$900 millions de plus que l'année précédente. Ils ont été constitués à concurrence d'environ \$580 millions par des prêts à moyen terme. La progression a commencé au second trimestre (avant le projet de taxe de péréquation de l'intérêt), mais elle s'est accélérée pendant le reste de l'année. On estime que le total des prêts bancaires aux étrangers est passé de \$500 millions pour le premier semestre de 1963 à \$780 millions pour le second. Il est donc possible que, pendant cette période, les banques aient fourni aux emprunteurs étrangers des capitaux demandés jusqu'alors au marché financier. En outre, la détérioration de \$500 millions environ de la balance des transactions non identifiées entre le second et le troisième trimestre de l'année est peut-être liée également à la cessation presque complète des émissions de valeurs étrangères à New York.

L'accroissement des prêts bancaires à l'étranger a été compensé pour un peu plus de moitié par la réduction des crédits consentis par les sociétés à vocation autre que financière. Au total, les sorties nettes de capitaux privés des Etats-Unis, tant à long qu'à court terme, ont été supérieures à \$4 milliards en 1963, dépassant de \$800 millions celles de l'année précédente.

L'entrée nette de capitaux étrangers, correspondant à des placements sous d'autres formes que la constitution d'avoirs liquides, a été proche de \$400 millions

en 1963, contre \$150 millions un an auparavant; cet accroissement a été surtout la conséquence du mouvement de hausse des bourses de valeurs des Etats-Unis.

Le déficit total des opérations ordinaires de la balance des paiements des Etats-Unis en 1963 n'a été inférieur que de \$275 millions à celui de 1962. Les transactions spéciales du gouvernement, dans lesquelles sont comprises les ventes de titres convertibles non négociables, ont été presque aussi importantes qu'en 1962, de sorte que le déficit restant à financer par prélèvement sur les réserves et accroissement des exigibilités immédiates ordinaires a été inférieur d'environ \$200 millions à celui de 1962.

Pendant le premier trimestre de 1964, la balance des opérations ordinaires, corrigée des variations saisonnières, a dégagé un léger déficit de \$135 millions. En partie à cause des expéditions de céréales à destination de l'U.R.S.S., les exportations de marchandises se sont accrues de \$180 millions environ. Les opérations sur valeurs mobilières ont encore laissé un léger excédent et le montant des crédits bancaires aux étrangers a été de \$700 millions, comme lors du trimestre précédent. D'autres postes ont enregistré des améliorations atteignant au total \$200 millions; elles sont imputables en partie à un afflux temporaire de capitaux qui devait être suivi d'un reflux en avril.

Canada. En raison de l'accroissement rapide des exportations en 1963, le déficit courant est revenu de \$780 millions en 1962 à \$480 millions l'an dernier. Etant donné qu'en même temps l'entrée nette de capitaux a diminué de \$310 millions, la balance générale des paiements s'est soldée, pour chacune des deux années, par un excédent d'environ \$140 millions.

Les exportations, compte tenu des ajustements requis pour leur enregistrement dans la balance des paiements, se sont accrues de \$650 millions, soit de 11%. Sur ce total, environ \$200 millions correspondent aux ventes de blé à l'U.R.S.S. et à certains pays d'Europe de l'Est. Pour le reste, soit \$450 millions, l'augmentation a été due aux progrès des exportations de produits manufacturés, ainsi qu'à l'amélioration des exportations de produits de base.

Les importations ont progressé de \$345 millions. Elles ont augmenté moins fortement que pendant les précédentes périodes d'expansion économique, en raison d'une tendance marquée à remplacer les produits d'importation par des produits canadiens, évolution qui a été favorisée par la dévaluation du dollar canadien et par les mesures telles que les surtaxes à l'importation, qui étaient encore en vigueur pendant les premiers mois de 1963.

Canada: Balance des paiements.

Rubriques	1962	1963	1963			
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en millions de dollars E.U.						
Commerce (f.o.b.)						
Exportations	5.885	6.535	1.370	1.640	1.665	1.860
Importations	5.740	6.085	1.305	1.575	1.530	1.675
Balance commerciale	+ 145	+ 450	+ 65	+ 65	+ 135	+ 185
Services						
Intérêts et dividendes	- 525	- 570	- 145	- 125	- 125	- 175
Tourisme	- 45	+ 15	- 60	- 25	+ 105	- 5
Divers	- 355	- 375	- 80	- 90	- 100	- 105
Total	- 925	- 930	- 285	- 240	- 120	- 285
Balance des paiements courants	- 780	- 480	- 220	- 175	+ 15	- 100
Mouvements de capitaux à long terme						
Nouvelles émissions de valeurs mobilières canadiennes	+ 665	+ 890	+ 360	+ 360	+ 100	+ 50
Autres transactions sur valeurs mobilières	- 410	- 405	- 80	- 155	- 65	- 105
Investissements directs	+ 395	+ 120	+ 45	+ 15	+ 30	+ 30
Divers	- 30	- 65	± 0	- 35	- 35	+ 5
Total	+ 620	+ 540	+ 345	+ 185	+ 30	- 20
Balance des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme	- 160	+ 60	+ 125	+ 10	+ 45	- 120
Mouvements de capitaux à court terme						
	+ 305	+ 75	- 65	+ 90	- 100	+ 150
Balance totale (= variations des postes monétaires)	+ 145	+ 135	+ 60	+ 100	- 55	+ 30

Les entrées nettes de capitaux à long terme, qui s'étaient beaucoup amenuisées au cours du premier semestre de 1962, ont repris au début du second semestre, après la mise en vigueur du programme de stabilisation. Elles ont atteint \$645 millions pour le second semestre de 1962 et \$530 millions pour le premier semestre de 1963. Avec l'annonce de mesures fiscales aux Etats-Unis en juillet 1963, les entrées de fonds ont pratiquement cessé, en particulier celles résultant d'opérations sur valeurs mobilières.

Pour ce qui est des capitaux à court terme, les entrées nettes, qui s'étaient élevées à \$305 millions en 1962, ont été ramenées à \$75 millions l'an dernier, ce qui est dû, entre autres facteurs, à une diminution de l'écart, favorable au Canada, entre les taux des bons du Trésor.

Japon. Au cours des trois dernières années, la balance des paiements a enregistré de violentes fluctuations, puisqu'elle est passée d'un déficit courant très important en 1961 à un léger excédent en 1962, pour redevenir fortement déficitaire l'an dernier.

Depuis le début de 1963, l'économie est entrée dans une nouvelle phase d'expansion accélérée, et les importations ont progressé de plus de \$1 milliard, soit de 22%, principalement en raison des achats plus importants de matières premières. Quant aux exportations, leur rythme d'accroissement, qui avait atteint 20% en 1962, est tombé à 12%, ce qui correspond à une augmentation de \$575 millions. La balance du commerce est passée, en conséquence, d'un excédent de \$240 millions à un déficit du même ordre de grandeur.

La balance des services présente un déficit structurel, auquel contribuent les principaux postes qui la composent, et cette situation a tendance à s'aggraver d'année en année. D'autre part, les dépenses militaires étrangères au Japon tendent à diminuer, de sorte que le déficit au titre des transactions invisibles s'accroît: il a presque doublé l'an dernier.

L'emprunt net à long terme a sensiblement progressé en 1963, atteignant \$470 millions. Il a continué d'augmenter pendant les premiers mois de 1964, à la suite de l'émission d'un emprunt de DM 100 millions sur le marché allemand et d'un autre de FS 50 millions sur le marché suisse.

Japon: Balance des paiements.

Rubriques	1962	1963
	en millions de dollars E.U.	
Commerce (f.o.b.)		
Exportations	4.545	5.565
Importations	4.785	5.360
Balance commerciale	+ 240	- 205
Services		
Transports	- 215	- 240
Indemnités, redevances, revenus des capitaux	- 230	- 290
Divers	- 125	- 180
Total	- 570	- 710
Dépenses militaires étrangères	+ 365	+ 345
Balance des paiements courants	+ 35	- 570
Mouvements de capitaux à long terme	+ 260	+ 470
Balance des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme	+ 295	- 100
Mouvements de capitaux à court terme	+ 170	+ 185
Erreurs et omissions	- 110	- 45
Balance totale (= variations des postes monétaires) .	+ 355	+ 40

Politique commerciale.

Les barrières douanières au sein de la Communauté Economique Européenne ont encore été abaissées de 10% le 1^{er} juillet 1963, ce qui a ramené à 40% de leur niveau initial les droits de douane sur les produits industriels. En même temps, on est passé à la seconde étape de l'établissement d'un tarif extérieur commun. Conformément au programme élaboré par la Commission en octobre 1962, les droits de douane entre les Six devraient être supprimés totalement à la fin de 1966, époque à laquelle le tarif extérieur commun devrait également entrer en vigueur. Dans le cadre de sa politique agricole commune, le Conseil des ministres a adopté, en décembre 1963, des règles communes en matière de commercialisation des produits laitiers, de la viande de bœuf et du riz.

En ce qui concerne les rapports entre la Communauté et les pays tiers, une convention d'association d'une durée de cinq ans a été signée en juillet 1963 avec dix-huit Etats africains. Elle prévoit l'octroi d'une aide financière s'élevant à \$730 millions. La convention est entrée en vigueur le 1^{er} juin 1964. En septembre 1963, la Communauté a signé, avec la Turquie, un traité d'association analogue à celui qu'elle avait conclu précédemment avec la Grèce.

Les réductions de droits de douane entre les pays de l'A.E.L.E. sont restées alignées sur celles de la C.E.E. En mai 1963, le Conseil des ministres de l'A.E.L.E. a décidé que tous les droits de douane seraient supprimés à la fin de 1966 et, le 31 décembre 1963, une diminution de 10% a porté la réduction globale des droits de douane à 40% de leur niveau initial.

Des négociations ont été entamées à Genève, le 4 mai 1964, dans le cadre de l'Accord général sur les tarifs et le commerce (G.A.T.T.), qui comprend maintenant soixante-deux parties contractantes et auquel six pays ont adhéré à titre provisoire. Ces négociations tendent à obtenir une réduction linéaire de 50% des droits sur les produits industriels, une atténuation des obstacles aux échanges non constitués par les droits de douane, et à faciliter le commerce des produits agricoles.

La conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement, qui s'est ouverte à Genève le 23 mars 1964 et à laquelle participent quelque 120 pays, se préoccupe principalement de trouver des moyens d'aider les pays en voie de développement à accélérer l'expansion de leur économie.

IV. OR, RÉSERVES MONÉTAIRES ET CHANGE.

Depuis la fin de 1962, les réserves officielles d'or, ainsi que les avoirs officiels et privés en devises, se sont de nouveau sensiblement renforcés. Les stocks d'or officiels se sont accrus de \$0,8 milliard en 1963, principalement en raison d'un approvisionnement plus abondant, pour atteindre un total de \$42,3 milliards, et le mouvement s'est poursuivi en 1964. Quant aux avoirs à court terme en dollars et aux avoirs en sterling des divers pays, ils ont progressé de \$1,4 et de \$0,7 milliard, pour s'établir, en fin d'année, à \$21,3 et à \$11,3 milliards respectivement. Il convient de noter également que les obligations spéciales du gouvernement des Etats-Unis détenues par des pays étrangers – et que leurs caractéristiques permettent d'assimiler à des avoirs liquides – ont augmenté de \$0,7 milliard en 1963.

L'évolution des balances des paiements en 1963 et au début de 1964 a entraîné des modifications considérables dans le comportement des réserves officielles. Aux Etats-Unis, tous les éléments entrant dans la composition des réserves ont bénéficié de la réduction du déficit des paiements extérieurs. La baisse du stock d'or américain s'est ralentie; la perte enregistrée pendant la période de sept mois s'achevant en mars 1964 n'a été que de \$83 millions; au cours de cette même période de sept mois, les avoirs officiels des Etats-Unis en monnaies convertibles ont progressé de \$348 millions, tandis que les engagements à court terme à l'égard des étrangers, d'après les déclarations des banques américaines, n'ont guère augmenté depuis le troisième trimestre de 1963.

La situation des réserves des pays en voie de développement s'est sensiblement améliorée depuis la fin de 1962. Les avoirs à court terme en dollars de l'Amérique latine et de l'Asie (Japon non compris) se sont notamment renforcés de \$1 milliard exactement en 1963.

Les réserves monétaires européennes ont encore augmenté de \$2 milliards en 1963, puis ont perdu \$0,6 milliard pendant les trois premiers mois de 1964. Ces deux mouvements sont allés de pair avec des variations de sens contraire, et, dans l'ensemble, du même ordre de grandeur, de la position extérieure des banques commerciales européennes. Le même phénomène s'était produit en 1962, mais cette année-là, l'Europe avait en outre amélioré de \$850 millions sa position nette à l'égard du F.M.I.

Sous l'influence d'une offre accrue de métal jaune, et grâce aux opérations du Consortium des banques centrales (appelé ci-après «pool de l'or»), les fluctuations

du cours de l'or n'ont pas dépassé 3 ou 4 cents E.U. de part et d'autre du prix de \$35,08 par once de fin. Les marchés des changes n'ont pas connu de tensions notables au cours de la période sous revue. Le deutsche mark s'est considérablement raffermi, tandis que la lire et, dans une moindre mesure, la livre sterling, se sont alourdies.

Le montant des emprunts nets au F.M.I. a été peu élevé en 1963, mais pendant les cinq premiers mois de 1964, l'Italie a procédé à un tirage de \$225 millions, tandis que les Etats-Unis effectuaient deux tirages de \$125 millions chacun, destinés à permettre aux autres membres du Fonds de rembourser leurs tirages antérieurs sans que le stock d'or américain s'en trouve affecté, directement ou indirectement. En avril 1964, le Japon a accepté d'assumer les obligations de l'article VIII des Statuts du Fonds, et a institué la convertibilité du yen pour les transactions ordinaires avec les autres pays.

Production et marchés de l'or.

Depuis la fin de 1962, la situation dans ce domaine a été caractérisée par un meilleur équilibre entre l'offre et la demande d'or, si l'on considère la période dans son ensemble, et par une grande stabilité des cours de l'or en lingots, bien que l'approvisionnement ait enregistré des fluctuations considérables.

Rien n'indique plus nettement l'amélioration de l'approvisionnement que le fait qu'en 1963 les autorités monétaires ont pu, d'après les chiffres publiés, accroître d'environ \$845 millions leurs réserves d'or — ce chiffre, le plus élevé de toutes les années d'après-guerre, est supérieur de quelque \$500 millions à celui de leurs achats de 1962. Cette évolution a eu deux causes: la principale a été l'augmentation de 25 %, imputable surtout à l'U.R.S.S., des apports d'or neuf, qui ont atteint au total \$1,9 milliard, et l'autre une baisse assez marquée de la demande privée, qui avait été très élevée en 1962. La demande privée a été, en effet, satisfaite en 1963 avec environ 55 % de l'or nouvellement extrait et de l'or vendu par les Russes, tandis qu'il avait fallu, l'année précédente, lui consacrer plus de 75 % de l'offre totale, qui s'était élevée à \$1,5 milliard. Cependant, la situation a été moins satisfaisante en 1963 que par exemple en 1959, année au cours de laquelle la demande privée a absorbé un peu plus de 45 % de l'offre totale d'or neuf, évaluée à \$1,4 milliard.

Les quantités d'or offertes sur le marché ont très fortement varié, puisqu'elles sont passées de \$300 millions environ pour le second trimestre de 1963 à plus du double de ce chiffre pendant le dernier trimestre. Ce sont en grande partie l'importance et la répartition des ventes russes qui ont déterminé ces changements dans le volume de l'approvisionnement. Malgré cela, le prix de l'or au «fixing»

Production mondiale d'or.

Pays	1929	1940	1946	1953	1960	1961	1962	1963
	poids, en milliers d'onces de fin							
Afrique du Sud	10.412	14.046	11.927	11.941	21.363	22.942	25.492	27.432
Canada	1.928	5.333	2.849	4.056	4.629	4.474	4.158	3.972
Etats-Unis	2.059	4.970	1.575	1.958	1.667	1.548	1.535	1.440
Australie	427	1.644	824	1.075	1.087	1.076	1.073	1.020
Ghana	208	886	586	731	893	834	888	921
Rhodésie du Sud	561	826	545	501	563	570	555	566
Japon	335	867	40	258	336	379	421	433
Philippines	163	1.121	1	481	411	424	423	377
Colombie	137	632	437	437	434	401	397	326
Mexique	655	893	421	483	300	269	234	237
Total	16.885	31.108	19.205	21.921	31.703	32.917	35.176	36.724
Autres pays ¹	1.715	5.892	2.495	2.179	1.897	1.763	1.724	1.876
Evaluation de la production mondiale ¹	18.600	37.000	21.700	24.100	33.600	34.700	36.900	38.600
Valeur approximative de la production mondiale sur la base de \$35 l'once de fin	en millions de dollars E.U.							
	650 ²	1.295	760	845	1.175	1.215	1.290	1.350

¹ Non compris l'U.R.S.S., l'Europe de l'Est, la Chine continentale et la Corée du Nord. * Calculée au prix officiel de \$20,67 l'once de fin en vigueur à l'époque, \$382 millions.

sur le marché de Londres s'est maintenu, depuis la fin de 1962, autour de \$35,08 sans s'en écarter de plus de 3 ou 4 cents E.U. dans un sens ou dans l'autre; jamais une telle stabilité n'avait été enregistrée depuis la réouverture du marché en mars 1954, et cela grâce aux opérations du «pool de l'or». Cette stabilité du marché au comptant, ainsi que les opérations à terme sur or effectuées par la Banque des Règlements Internationaux ont incontestablement favorisé l'écoulement des quantités très considérables de métal qui ont été offertes depuis août 1963.

La production mondiale d'or (à l'exclusion de celle de l'U.R.S.S., de l'Europe de l'Est, de la Chine continentale et de la Corée du Nord) a encore augmenté en 1963; l'on estime qu'elle a atteint, pour l'ensemble de l'année, 38,6 millions d'onces, et que sa valeur, calculée à la parité officielle du dollar, est de \$1.350 millions. L'accroissement par rapport à l'année précédente a été de 1,7 million d'onces; ce chiffre a été un peu inférieur à l'augmentation de la production de l'Afrique du Sud, la production des autres pays ayant encore un peu diminué.

L'année 1963, comme la précédente, a été favorable pour les mines d'or sud-africaines, dont la production a encore progressé de 7½%, pour atteindre 27,4 millions d'onces, soit, en valeur, près de \$1 milliard. La moyenne des effectifs de main-d'œuvre indigène employée dans les mines a encore diminué de 11.000 unités, s'établissant à 381.000, et la quantité de minerai broyé a été supérieure de 3,5%

à celle de 1962, de sorte que le rendement en or par tonne traitée s'est amélioré de 4,5%, passant de \$11,5 à \$12. Le prix de revient moyen n'ayant monté que de 3%, le bénéfice d'exploitation, avant déduction de l'impôt, a été supérieur de près de 6% à celui de 1962.

La production des mines de l'ancien Witwatersrand a encore fléchi en 1963, et n'a plus représenté que 24% du total contre 83% en 1952. Dans le budget de l'Afrique du Sud pour l'exercice 1964/65 figurent des propositions visant à prolonger l'existence des mines marginales. Le gouvernement accordera à ces mines des prêts pour leur permettre de couvrir leurs pertes d'exploitation, à concurrence de 10% de leurs recettes, et de faire face aux dépenses d'investissement qu'il aura approuvées. En outre, il continue d'aider certaines mines dont l'exploitation risquait d'être abandonnée prématurément parce que le pompage de l'eau venant de mines voisines déjà fermées grevait trop lourdement leurs prix de revient. Outre cette aide fournie aux exploitations marginales, le gouvernement a accordé aux mines d'or, en 1963, d'autres avantages de caractère fiscal, pour encourager les travaux de prospection de nouveaux gisements et le développement de l'extraction à grande profondeur.

Si, par rapport à ces dernières années, la progression du montant total de l'or nouvellement extrait a été du même ordre de grandeur, le volume des ventes russes a été beaucoup plus élevé. C'est essentiellement pendant les quatre derniers mois de l'année, lorsque l'U.R.S.S. s'est trouvée dans la nécessité de financer des importations massives de blé, que ce pays a offert de l'or sur le marché, et on peut estimer le montant de ces offres à environ \$550 millions pour l'ensemble de l'année 1963. Après un intervalle de trois mois, la Russie soviétique a recommencé, à partir de la mi-mars 1964, à vendre de l'or en grande quantité, et dès fin avril, ces ventes avaient largement dépassé la moyenne annuelle de la période 1959-62.

En même temps que l'offre d'or augmentait ainsi fortement, la demande de métal d'origine privée se tassait quelque peu, revenant à environ \$1 milliard. Il peut être tenu pour certain que l'utilisation de l'or à des fins industrielles a continué de se développer. Le fléchissement, entre 1962 et 1963, de ce que l'on peut appeler la demande aux fins de thésaurisation semble donc avoir été plus marqué que la baisse, évaluée à \$100 millions, de l'ensemble de la demande d'or non monétaire.

L'Inde fait une grosse consommation d'or non monétaire. Afin d'essayer de réduire la demande, les autorités de ce pays ont réglementé, en janvier 1963, les opérations sur ce métal. Les détenteurs d'or sont désormais astreints à la déclaration de leurs avoirs, sauf lorsqu'il s'agit d'ornements ou de très faibles quantités d'or sous une autre forme; les activités des courtiers ont été soumises à un contrôle officiel sévère; enfin, il a été défendu de fabriquer désormais des objets de caractère

Origines et emplois de l'or (évaluations).

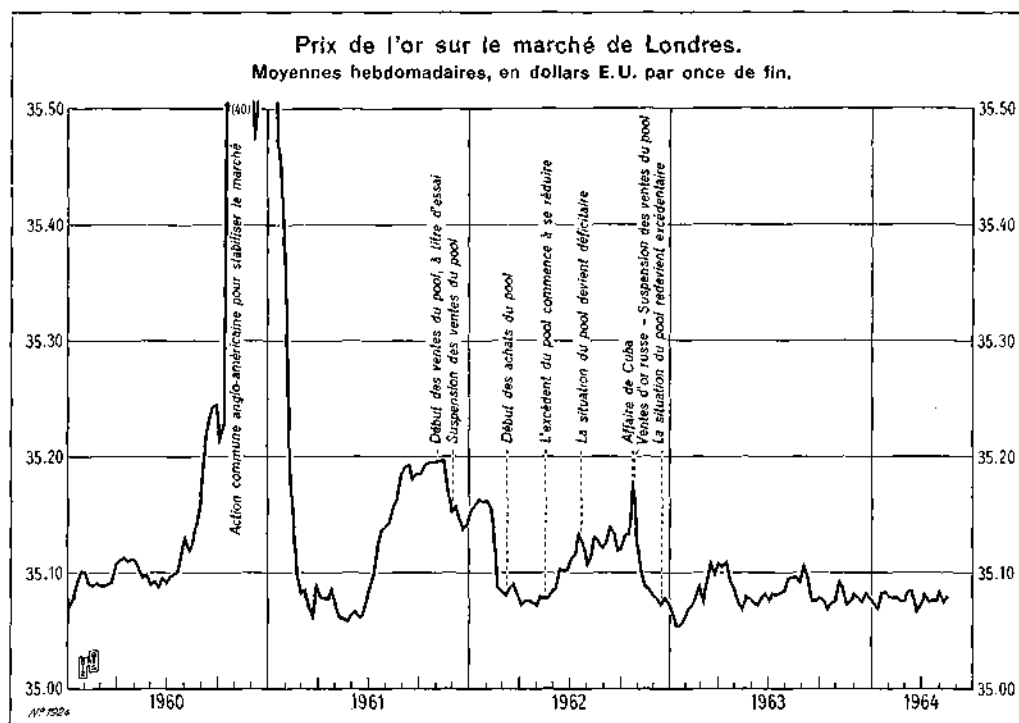
Rubriques	1959	1960	1961	1962	1963
	en millions de dollars E.U.				
Production d'or ¹	1.125	1.175	1.215	1.290	1.350
Ventes de l'U.R.S.S.	300	200	300	200	550
Total	1.425	1.375	1.515	1.490	1.900
Augmentation des réserves officielles de métal ¹	750	310	600	335	845
Autres utilisations ²	675	1.065	915	1.155	1.055

¹ Non compris l'U.R.S.S., l'Europe de l'Est, la Chine continentale et la Corée du Nord. ² Chiffres résiduels.

ornemental d'une teneur en or dépassant 14 carats, sauf par transformation d'objets déjà existants. Au début, ces mesures ont exercé une nette influence sur le montant des livraisons de métal jaune à l'Inde, mais il semble que dès avant la fin de l'année les quantités absorbées par ce pays aient rejoint le niveau qu'elles atteignaient avant la mise en vigueur de la réglementation.

Si l'on examine maintenant l'évolution des prix de l'or sur le marché de Londres, on voit, d'après le graphique, qu'ils ont varié dans des limites très étroites par rapport aux dernières années. L'année 1963 a commencé avec des cours voisins de \$35,06 ½ et, le 10 janvier – sous l'influence des ventes russes et des mesures dont il vient d'être question pour l'Inde – ils avaient fléchi jusqu'à \$35,05, prix le plus bas qui ait été enregistré au «fixing» cette année-là. Peu après, le marché s'est raffermi, et cette tendance s'est poursuivie, avec quelques brèves interruptions, jusqu'au 11 avril; à la veille du week-end de Pâques, le prix au «fixing» atteignait ainsi presque \$35,12, ce qui constitue la cotation la plus élevée de l'année. Les ventes russes étaient alors tombées à un chiffre négligeable; l'Afrique du Sud qui, en décembre 1962 et en janvier 1963, avait vendu \$23 millions d'or prélevé sur ses réserves – ce montant est venu grossir sa production normale – a par la suite renforcé celles-ci, de février à mai 1963, d'un montant de \$105 millions; en outre, le premier effet des mesures prises en Inde était en train de s'éteindre. Un accroissement de la demande spéculative est encore venu s'ajouter à tous ces facteurs, juste avant le congé de Pâques. Mais un revirement s'est produit immédiatement après et, à la fin d'avril, les cours étaient redescendus au-dessous de \$35,08; pendant les deux ou trois mois qui ont suivi, ils se sont maintenus à un niveau voisin.

A la fin de juillet, immédiatement après l'annonce des mesures proposées pour freiner les sorties de capitaux aux Etats-Unis, le prix est monté à environ \$35,10, et la demande privée est restée soutenue pendant quelques mois. Mais l'effet des ventes massives de l'U.R.S.S. l'a emporté sur cette tendance, ramenant les cours de plus de \$35,11 à la fin d'août 1963 à moins de \$35,07 un mois plus tard.



Ni l'assassinat du Président Kennedy, ni l'arrêt des ventes russes à la mi-décembre n'ont eu pratiquement d'influence sur les prix. Malgré un certain accroissement de la demande privée en provenance d'Italie et de Grèce, les cours se sont maintenus la plupart du temps autour de \$35,08, jusqu'à ce que de nouvelles ventes de l'U.R.S.S. les fassent baisser de nouveau au-dessous de \$35,06 à la fin de mars 1964.

Réserves monétaires.

Le tableau de la page suivante indique le total brut, à la fin de 1963, des avoirs en or, en dollars à court terme et en sterling dont le montant est connu (ainsi que les variations intervenues en 1962 et en 1963), et leur répartition entre les pays et les institutions internationales. On y a fait également figurer les avoirs officiels des Etats-Unis en monnaies convertibles et les avoirs officiels en francs français de la zone franc. Mesuré d'après cette méthode, dont il faut bien admettre l'imprécision, le montant brut des avoirs des pays en liquidités internationales a augmenté de \$3 milliards en 1963. Cet accroissement considérable est imputable pour moitié à la progression des avoirs en dollars, et pour le reste, à peu près autant à celle des avoirs en or qu'à celle des avoirs en sterling. En revanche, le niveau des avoirs des institutions internationales était, à la fin de 1963, légèrement inférieur aux chiffres atteints un an auparavant.

Réserves d'or. Ayant augmenté d'environ \$845 millions en 1963, d'après les chiffres publiés, les avoirs officiels en or ont atteint, à la fin de l'année, un total de \$42,3 milliards. Si l'on considère l'année 1963 dans son ensemble, on constate que les statistiques relatives aux réserves d'or traduisent un phénomène déjà observé les années précédentes: l'Europe a absorbé, outre l'or neuf disponible après satisfaction de la demande non monétaire, de l'or provenant des réserves officielles des Etats-Unis.

Evolution de la liquidité internationale, 1962/63.

Débiteurs	Variations annuelles et total en fin d'année	Or	Dollars E.U. à court terme	Livres sterling	Autres monnaies	Total	Position nette envers le F. M. I.	Total général	Pour mémoire ¹
Etats-Unis	1962, variation	- 0,9			- 0,0	- 0,9	- 0,6	- 1,5	
	1963, variation	- 0,5			+ 0,1	- 0,3	- 0,0	- 0,4	
	Total à fin 1963	15,6			0,2	15,8	0,2	16,0	
Grande-Bretagne	1962, variation	+ 0,3	- 0,6			- 0,3	+ 1,1	+ 0,8	
	1963, variation	- 0,1	- 0,1			- 0,2	- 0,0	- 0,2	
	Total à fin 1963	2,5	1,5			4,0	0,5	4,5	
Pays continentaux d'Europe occidentale	1962, variation	+ 0,9	+ 0,5	- 0,1		+ 1,2	- 0,2	+ 1,0	
	1963, variation	+ 1,0	+ 0,7	- 0,0		+ 1,7	+ 0,1	+ 1,8	+ 0,6
	Total à fin 1963	17,2	9,3	1,8		28,2	1,7	30,0	0,6
Total	1962, variation	+ 0,3	- 0,2	- 0,1	- 0,0	- 0,0	+ 0,2	+ 0,2	
	1963, variation	+ 0,5	+ 0,6	- 0,0	+ 0,1	+ 1,2	+ 0,0	+ 1,2	
	Total à fin 1963	35,3	10,8	1,8	0,2	48,0	2,4	50,5	
Autres pays	1962, variation	- 0,1	+ 1,3	+ 0,0	+ 0,0	+ 1,2	- 0,2	+ 1,0	
	1963, variation	+ 0,3	+ 0,8	+ 0,7	+ 0,0 ²	+ 1,8	+ 0,0	+ 1,8	+ 0,1
	Total à fin 1963	4,7	10,5	9,5	0,5 ²	25,3	- 0,3	24,9	0,1
Tous pays	1962, variation	+ 0,2	+ 1,1	- 0,1	+ 0,0	+ 1,2	+ 0,1	+ 1,3	
	1963, variation	+ 0,7	+ 1,4	+ 0,7	+ 0,1	+ 3,0	+ 0,1	+ 3,0	+ 0,7
	Total à fin 1963	40,0	21,3	11,3	0,7	73,3	2,1	75,4	0,7
Institutions Internationales	1962, variation	+ 0,1	+ 1,4	- 1,0		+ 0,5		+ 0,5	
	1963, variation	+ 0,1	- 0,5	+ 0,1		- 0,3		- 0,3	
	Total à fin 1963	2,3	4,6	1,8		8,7		8,7	
Total général	1962, variation	+ 0,3	+ 2,5	- 1,1	+ 0,0	+ 1,7	+ 0,1	+ 1,8	
	1963, variation	+ 0,8	+ 0,9	+ 0,8	+ 0,1	+ 2,7	+ 0,1	+ 2,7	+ 0,7
	Total à fin 1963	42,3	25,9	13,0	0,7	82,0	2,1	84,1	0,7
Total général, détenteurs officiels	1962, variation	+ 0,3	+ 2,4 ³	- 1,3	+ 0,0	+ 1,5	+ 0,1	+ 1,5	
	1963, variation	+ 0,8	- 0,0 ³	+ 0,4	+ 0,1	+ 1,3	+ 0,1	+ 1,4	+ 0,7
	Total à fin 1963	42,3	17,1 ³	8,3	0,7	68,4	2,1	70,5	0,7

¹ Titres à moyen terme, non négociables et convertibles du gouvernement des Etats-Unis. ² Evaluations. ³ Montants déclarés par les banques des Etats-Unis. Certains avoirs officiels étrangers en dollars, détenus par des banques commerciales situées hors des Etats-Unis, sont déclarés comme appartenant à ces banques. Le total des avoirs officiels étrangers en dollars à la fin de 1963 est donc certainement inférieur à la réalité, et cette remarque s'applique également aux variations enregistrées en 1962 et en 1963.

Remarque: Les chiffres relatifs aux dollars à court terme sont extraits du Federal Reserve Bulletin. En ce qui concerne les avoirs en sterling, les chiffres de 1962 indiquent leur montant net et ceux de 1963 leur montant brut. Les avoirs en sterling des pays d'Amérique du Nord ont été compris dans la rubrique «Autres pays», car il n'a pas été possible de séparer ceux des Etats-Unis de ceux des autres pays d'Amérique du Nord. Dans la colonne «Autres monnaies» figurent les avoirs officiels des Etats-Unis en monnaies convertibles (y compris la livre sterling) et les avoirs officiels en francs français de la zone franc (les chiffres concernant ces derniers avoirs sont ceux qui ont été déclarés par le Fonds Monétaire International). Les chiffres ayant été arrondis, la somme des rubriques du tableau peut ne pas coïncider avec les totaux.

Toutefois, pendant les quatre derniers mois de l'année, les Etats-Unis ont pu couvrir la quasi-totalité de leurs ventes nettes d'or à l'étranger avec cette partie de l'or disponible sur le marché à laquelle ils ont eu droit, et il en a été pratiquement de même au cours du premier trimestre de 1964. De la fin septembre 1963 à la fin mars 1964, le stock d'or américain n'a diminué que de \$84 millions, et en avril, il s'est renforcé de \$178 millions.

La perte d'or enregistrée en 1963 n'a été que de \$461 millions, ce qui est de beaucoup le chiffre le plus faible depuis 1958. Elle est la résultante de trois mouvements principaux: d'abord les ventes nettes aux pays continentaux d'Europe occidentale, pour une valeur de \$729 millions; ensuite les achats à la Grande-Bretagne pour l'équivalent de \$329 millions, ce qui correspond approximativement à la part des Etats-Unis dans l'excédent du «pool de l'or»; enfin, les ventes nettes aux utilisateurs nationaux, pour un montant de \$69 millions. La demande intérieure n'a cessé d'augmenter depuis quelques années; en 1958, par exemple, une fois satisfaits les besoins de cet ordre, les opérations du Trésor américain s'étaient soldées par l'achat de \$19 millions d'or à des résidents.

Les réserves d'or publiées des pays européens ont augmenté de \$1.151 millions en 1963. Celles des pays du continent (à l'exclusion de la B.R.I. et du Fonds européen) ont progressé de \$1.249 millions, tandis que celles de la Grande-Bretagne diminuaient de \$98 millions. La position or au comptant de la B.R.I. a fléchi de \$229 millions, se soldant par un chiffre négatif de \$279 millions.

Ainsi qu'on l'a déjà signalé, les pays continentaux d'Europe ont acheté \$729 millions d'or aux Etats-Unis — les achats de la France se sont élevés à \$518 millions, ceux de l'Espagne à \$130 millions et ceux de l'Autriche à \$82 millions. Les \$520 millions qui, outre ces achats, sont venus grossir leurs réserves, proviennent soit de leur part dans l'excédent du «pool de l'or», soit des ventes effectuées par la Grande-Bretagne, soit encore de swaps contre or conclus entre la B.R.I. et la Banque Nationale Suisse, qui ont permis à cette dernière d'ajouter \$153 millions aux réserves d'or qu'elle détenait à la fin de 1962. Les réserves d'autres pays d'Europe ont également progressé: celles de l'Allemagne de \$165 millions et celles de l'Italie de \$100 millions.

La B.R.I. a, bien entendu, assuré la couverture de sa position or négative au comptant à la fin de 1963 par de l'or à terme, provenant en grande partie des swaps effectués avec la Banque Nationale Suisse et, pour le reliquat, de quelques ventes à terme d'or russe. Au cours du premier trimestre de 1964, la position or au comptant de la B.R.I. s'est améliorée de \$302 millions, pour atteindre un chiffre positif de \$23 millions, tandis que les réserves d'or de la Suisse ont fléchi de \$278 millions. Au total, les réserves d'or des pays d'Europe continentale ont enregistré une baisse de quelque \$200 millions pendant ces trois mois.

Les autres pays énumérés dans le tableau ont renforcé leurs réserves d'or de \$275 millions en 1963. L'Afrique du Sud et le Canada, les deux principaux producteurs d'or du monde occidental, ont pris une part prépondérante à cette augmentation puisque ces deux pays ont accru leurs avoirs de \$131 et \$109 millions respectivement. Au total, les chiffres publiés des réserves officielles d'or des pays, de la B.R.I. et du Fonds européen font état d'une progression de \$727 millions contre \$218 millions seulement en 1962. Le stock d'or du F.M.I. a augmenté de \$117 millions, c'est-à-dire presque autant que l'an dernier.

Avoirs en devises. Les avoirs à court terme en dollars et les avoirs en sterling de l'ensemble des pays ont sensiblement progressé en 1963. Les avoirs officiels et privés dans ces deux monnaies ont enregistré d'importantes augmentations, et le fait le plus marquant de l'année a peut-être été l'amélioration des ressources de change des pays en voie de développement.

D'après les déclarations des banques des Etats-Unis, les avoirs à court terme en dollars des pays étrangers se sont renforcés de \$1,4 milliard. Les statistiques montrent que les avoirs officiels, ceux des banques commerciales et les autres catégories d'avoirs, ont à peu près également participé à cette progression. Ce sont les avoirs privés non bancaires qui ont augmenté dans les plus fortes proportions: en effet, ils se sont accrus de \$0,5 milliard, soit de 20%, pour atteindre au total \$3 milliards à la fin de l'année. A eux seuls, les détenteurs d'Amérique latine autres que les banques ont renforcé leurs avoirs de \$340 millions.

Les avoirs en sterling des pays étrangers ont progressé de \$0,7 milliard, atteignant ainsi un total de \$11,3 milliards à la fin de l'année. Dans ce cas également, les particuliers ont joué un plus grand rôle que les détenteurs officiels, puisque les soldes des premiers ont augmenté de \$0,4 milliard et ceux des seconds de \$0,3 milliard seulement. Les avoirs en sterling pour compte de particuliers résidant hors de la zone sterling se sont accrus de \$240 millions. Il convient notamment de remarquer que les pays du Moyen et de l'Extrême-Orient, ainsi que ceux de l'Europe de l'Est, ont disposé de soldes plus élevés; mais en même temps, les créances en sterling de la Grande-Bretagne sur ces pays ont enregistré une progression légèrement supérieure.

L'ensemble des avoirs à court terme en dollars et des avoirs en sterling du groupe «Autres pays» a augmenté de \$1,5 milliard en 1963, après avoir enregistré un gain de \$1,3 milliard l'année précédente. Toutefois, si l'on met à part quatre pays industrialisés de ce groupe qui sont de gros détenteurs de devises, on constate que la situation des pays en voie de développement s'est fortement améliorée d'une année sur l'autre en ce qui concerne leurs ressources de change. En effet, alors

qu'en 1962 le Canada, le Japon et l'Australie avaient bénéficié de la quasi-totalité de l'accroissement des avoirs à court terme en dollars de l'ensemble du groupe – les autres pays se partageant un gain de \$0,1 milliard seulement – les soldes de ces trois pays en monnaie des Etats-Unis ont légèrement fléchi en 1963. Par conséquent, les pays en voie de développement ont ajouté, l'an dernier, \$0,9 milliard à leurs avoirs à court terme en dollars contre \$0,1 milliard seulement l'année d'avant. Les avoirs en dollars des pays d'Amérique latine se sont accrus de \$0,7 milliard et ceux des pays d'Asie (Japon non compris) de \$0,3 milliard. En ce qui concerne les avoirs en sterling, ceux des pays en voie de développement, qui n'avaient enregistré que de légères variations en 1962, ont progressé d'environ \$0,3 milliard l'année dernière. Par conséquent, au total, les disponibilités en devises des pays en voie de développement ont augmenté de \$1,2 milliard en 1963 contre \$0,1 milliard seulement en 1962.

Les avoirs en sterling des institutions internationales n'ont guère varié en 1963; quant à leurs avoirs à court terme en dollars, ils ont diminué de \$0,5 milliard, malgré un léger accroissement de ceux du F.M.I. Le gonflement de \$0,3 milliard de leurs portefeuilles d'obligations et de certificats négociables émis par le gouvernement des Etats-Unis avec des échéances initiales supérieures à un an a partiellement compensé cette baisse. Les avoirs du Canada en titres de cette catégorie ont augmenté d'un montant analogue. En évaluant à \$1,6 milliard, ainsi que le font les statistiques officielles de la balance des paiements, la variation du total des engagements liquides des Etats-Unis à l'égard des étrangers, on peut l'imputer pour près de \$1 milliard à la progression des engagements à court terme et pour \$0,7 milliard au renforcement des avoirs étrangers en obligations et en certificats négociables.

Situation des Etats-Unis en matière de liquidités internationales.

Ayant à financer un déficit de \$3,3 milliards au titre des transactions «normales», les autorités monétaires des Etats-Unis ont pris des mesures, en 1963 comme les deux années précédentes, pour que leurs réserves d'or soient entamées le moins possible. Effectivement, les pertes d'or ne se sont élevées en 1963 qu'à 14% du déficit, alors qu'elles avaient atteint en 1962 le quart d'un déficit plus important.

Au cours des quatre dernières années, cinq facteurs principaux ont contribué à atténuer l'incidence du déficit de la balance des paiements sur le stock d'or américain: les transactions officielles compensatrices (recettes provenant soit du remboursement anticipé de prêts du gouvernement américain, soit d'acomptes versés par des pays étrangers sur leurs commandes de matériel militaire), qui avaient

pour objet de réduire le déficit effectif; la réduction des droits de tirage inconditionnel («tranche-or») des Etats-Unis sur le F.M.I., imputable essentiellement au remboursement des crédits que ce pays avait accordés précédemment par l'intermédiaire du Fonds, ainsi qu'aux modestes tirages qu'il a effectués sur le Fonds en février et en mai 1964; les interventions officielles des autorités monétaires américaines sur le marché des changes à terme; l'utilisation par le Federal Reserve System des facilités de swap conclues avec d'autres pays; enfin, l'émission, par le Trésor des Etats-Unis, de titres spéciaux non négociables, libellés le plus souvent en monnaies étrangères.

On laissera de côté les opérations sur les changes à terme, auxquelles sont consacrées les pages 157 et 158; les quatre autres facteurs ont contribué au financement du déficit «normal» de la balance des paiements, en 1963, à concurrence de \$1,5 milliard, soit pour près de moitié. L'année précédente, le chiffre correspondant avait été de \$2,3 milliards, soit près des deux tiers d'un déficit sensiblement plus élevé. En 1963, les émissions de titres non négociables ont été plus

Etats-Unis: Financement du déficit de la balance des paiements, 1962/63.

Rubriques	1962	1963		
		Total	1 ^{er} semestre	2 ^{ème} semestre
en millions de dollars E.U.				
Déficit sur les transactions normales	3.573	3.301	2.023	1.278
Financé par				
1. Recettes anticipées	1.136	684	74	610
<i>Remboursements par anticipation de prêts du gouvernement</i>	<i>666</i>	<i>325</i>	<i>59</i>	<i>266</i>
<i>Acomptes sur les commandes étrangères de matériel militaire</i>	<i>470</i>	<i>359</i>	<i>15</i>	<i>344</i>
2. Variations des engagements des Etats-Unis à l'égard des étrangers (diminution -)	904	2.239	1.793	446
<i>a) Secteur public</i>				
<i>Titres non négociables</i>	<i>299</i>	<i>641</i>	<i>532</i>	<i>109</i>
<i>Dollars détenus au titre d'opérations de swap</i>	<i>265</i>	<i>175</i>	<i>—</i>	<i>175</i>
<i>Divers</i>	<i>140</i>	<i>820</i>	<i>725</i>	<i>95</i>
<i>Sous-total</i>	<i>704</i>	<i>1.636</i>	<i>1.257</i>	<i>379</i>
<i>b) Secteur privé</i>				
<i>Banques commerciales</i>	<i>- 147</i>	<i>434</i>	<i>459</i>	<i>- 25</i>
<i>Divers</i>	<i>347</i>	<i>169</i>	<i>77</i>	<i>92</i>
<i>Sous-total</i>	<i>200</i>	<i>603</i>	<i>536</i>	<i>67</i>
3. Variations des réserves monétaires des Etats-Unis (augmentation -)	1.533	378	156	222
<i>dont</i>				
<i>Or</i>	<i>890</i>	<i>461</i>	<i>227</i>	<i>234</i>
<i>Monnaies convertibles</i>	<i>17</i>	<i>- 113</i>	<i>- 27</i>	<i>- 86</i>
<i>Position envers le F.M.I.</i>	<i>626</i>	<i>30</i>	<i>- 44</i>	<i>74</i>

importantes, mais leur augmentation a été plus que compensée par le fait que les droits de tirage inconditionnel des Etats-Unis sur le Fonds n'ont pratiquement plus diminué et qu'il y a eu moins de remboursements anticipés de dettes.

Ainsi, compte tenu d'une progression de \$113 millions des avoirs officiels en monnaies convertibles des Etats-Unis, il restait à couvrir le reliquat du déficit, soit \$1,9 milliard, par une réduction des réserves d'or et une aggravation des exigibilités immédiates ordinaires. C'était nettement plus que le chiffre correspondant de 1962, qui avait été de \$1,2 milliard. En l'occurrence, la perte subie par les réserves d'or a été la plus faible depuis 1958, tandis que les exigibilités immédiates en dollars de l'étranger ont progressé de \$1,4 milliard. On peut attribuer en partie le fait que la diminution du stock d'or a été moins forte à la plus grande abondance des offres et à la réduction de la demande non monétaire de métal jaune. Quant à la progression sensible des avoirs en dollars, elle traduit non seulement un certain renouveau de confiance dans cette monnaie, mais encore la meilleure situation d'un certain nombre de pays en voie de développement qui l'utilisent traditionnellement pour leurs réserves monétaires, et probablement le fait que la Russie a conservé pendant quelque temps le produit en dollars de certaines de ses ventes d'or. (Les créances à court terme sur des étrangers déclarées par les banques des Etats-Unis et considérées comme une sortie de capitaux, et par conséquent comme faisant partie du déficit au titre des transactions normales, ont augmenté de \$750 millions, soit de plus de deux fois autant qu'en 1962. Cet accroissement est imputable au Japon pour \$400 millions, ce pays s'étant endetté surtout vers la fin de l'année.)

Au cours de l'année 1963, le réseau des accords de swap a été étendu et l'ensemble des facilités est passé de \$900 à \$2.050 millions. En outre, la durée de plusieurs de ces arrangements a été portée à six mois ou à un an, alors que, précédemment, elle n'était que de trois mois. En 1963, les Etats-Unis n'ont fait usage des facilités de swap qu'avec trois pays: l'Allemagne, les Pays-Bas et la Suisse. Les circonstances dans lesquelles ces opérations ont eu lieu ont été très différentes dans chaque cas. En ce qui concerne l'Allemagne, tout d'abord, on peut dire que c'est l'expansion de l'excédent extérieur de ce pays pendant le premier semestre de 1963 qui a amené le Federal Reserve System à utiliser en mai et en juin, à concurrence de près de \$150 millions, ses facilités de swap contre deutsche marks, afin d'atténuer les pressions qui s'exerçaient sur le marché et d'éponger les dollars en excédent. En août, on a jugé prudent de consolider une partie des engagements résultant de ces tirages en émettant un bon de \$50 millions au profit de la Bundesbank; le reliquat du swap contre deutsche marks a été liquidé en octobre 1963, principalement à l'aide du produit des versements effectués par l'Allemagne aux Etats-Unis sur ses commandes de matériel militaire.

Etats-Unis: Arrangements de swap conclus par le Federal Reserve System.

Facilités accordées par	Fin 1962	Mars 1964
	en millions de dollars E.U.	
Allemagne	50	250
Autriche	50	50
Belgique	50	50
B.R.I.	100	150
Canada	250	250
France	50	100
Grande-Bretagne	50	500
Italie	150	250
Japon	—	150
Pays-Bas	50	100
Suède	—	50
Suisse	100	150
Total	900	2.050

On peut ensuite citer deux cas où les autorités monétaires des Etats-Unis ont fait usage des facilités de swap pour contrecarrer des mouvements spéculatifs de fonds qui avaient une incidence défavorable sur le dollar. C'est ainsi que des rumeurs concernant la monnaie hollandaise ayant commencé à circuler en septembre 1963, le Federal Reserve System a procédé à un tirage en florins d'un montant de \$100 millions sur ses facilités de swap avec la Nederlandsche Bank afin de résorber l'afflux de dollars qui en est résulté aux Pays-Bas; il a utilisé la majeure partie de ces florins pour éponger les excédents de dollars détenus par la Nederlandsche Bank, et le reliquat pour acheter des dollars sur le marché. Vers la fin de février 1964, la situation s'était suffisamment redressée pour que le montant restant dû sur ce tirage se soit alors trouvé ramené à \$ 25 millions. Les facilités de swap avec la Suisse ont servi au même usage lorsque des capitaux ont afflué dans ce pays en septembre et en octobre 1963, en partie à la suite des bruits qui ont couru sur le marché à l'époque de l'Assemblée générale du F.M.I., et aussi à cause des sorties de fonds qui se sont produites en Italie. Durant ces deux mois, le Federal Reserve System a utilisé jusqu'à concurrence d'un montant de \$160 millions les francs suisses qu'il s'est procurés par ses tirages pour absorber les dollars que la Suisse avait reçus.

Enfin, les Etats-Unis ont fait usage de leurs facilités de swap dans un troisième cas, lorsque des marchés monétaires étrangers se sont trouvés momentanément à court de liquidités. C'est le cas type dans lequel les banques du pays en cause rapatrient les liquidités qu'elles détiennent à l'étranger. Un mouvement de ce genre s'est produit aux Pays-Bas en avril-mai 1963, et a conduit le Federal Reserve System à utiliser ses facilités de swap en florins à concurrence de \$44 millions

pour absorber les dollars affluant dans ce pays. En juin, une détente est intervenue sur le marché monétaire des Pays-Bas et, dès la fin de juillet (en partie à l'aide des florins obtenus auprès de la B.R.I. par un swap contre deutsche marks), les tirages avaient été remboursés et le swap était de nouveau utilisable sur la base d'un accord de type «stand by». Les opérations de fin d'année effectuées par les banques allemandes et suisses ont créé des situations analogues. En Allemagne, le Federal Reserve System avait utilisé à cette occasion, à la mi-décembre 1963, \$136 millions sur sa facilité de swap en deutsche marks; grâce à un renversement de ces opérations, ainsi qu'à de nouveaux versements de l'Allemagne aux Etats-Unis sur ses commandes de matériel militaire, le Federal Reserve System a pu liquider entièrement ce swap au début de janvier 1964. Dans le cas de la Suisse, les tirages effectués sur les facilités de swap à la suite des rapatriements auxquels les banques ont procédé en fin d'année ont atteint l'équivalent de \$70 millions. Au total, la position débitrice des Etats-Unis au titre de leurs facilités de swap en francs suisses atteignait \$220 millions à la fin de 1963, et trois mois plus tard, leurs engagements n'avaient que légèrement diminué.

Trois autres pays ont fait usage de ces facilités en 1963 et au début de 1964. L'excédent des monnaies étrangères utilisées par les Etats-Unis au titre des facilités de swap sur les dollars utilisés au même titre par les pays étrangers est tombé de \$216 millions au début de 1963 à un minimum de \$20 millions seulement à la fin de septembre. Après s'être élevée à \$324 millions à la fin de l'année, la position débitrice nette des Etats-Unis a été ramenée à \$145 millions à la fin de février 1964.

Les ventes nettes de titres non négociables du gouvernement des Etats-Unis aux pays étrangers se sont montées à \$641 millions en 1963, alors qu'elles n'avaient pas atteint la moitié de ce chiffre l'année précédente. Sur ce total, il y a eu \$181 millions de titres spéciaux en dollars. En janvier 1963, le produit d'une émission d'obligations du gouvernement canadien à New York a servi, à concurrence de \$125 millions, à l'achat d'un bon du Trésor des Etats-Unis à quinze mois, non négociable, et le même mois, l'Italie a souscrit un bon non négociable à cinq ans d'un montant de \$58 millions, dont l'amortissement a été calculé de façon à coïncider avec les versements que ce pays devra effectuer au gouvernement des Etats-Unis en 1968. Ce bon était assorti d'une clause de mobilisation dont l'Italie s'est prévalu en raison du déficit de sa balance des paiements; aussi, à la fin de 1963, avait-il été en grande partie remboursé par anticipation et ramené à \$13 millions seulement. La Suède a souscrit en juillet 1963 un bon non négociable à vingt-sept mois d'un montant de \$25 millions; enfin l'Export-Import Bank a vendu pour \$18 millions de certificats à des pays européens au cours de l'année.

En 1963, le gouvernement des Etats-Unis a émis pour \$460 millions de titres non négociables libellés en monnaies étrangères. Les avoirs de la Confédération Helvétique en titres de cette catégorie se sont accrus de \$105 millions, et le Trésor américain a utilisé en totalité la contrepartie de cette somme pour dénouer à leur échéance les opérations de vente à terme de francs suisses et permettre au gouvernement helvétique de placer à moyen terme – la durée des bons émis s'échelonnait en effet entre douze et dix-huit mois – les fonds excédentaires qu'il ne désirait pas introduire dans le circuit financier suisse.

Les avoirs de l'Allemagne en bons libellés en deutsche marks se sont accrus de \$275 millions en 1963. Certains de ces titres, émis en janvier et en février 1963 pour un montant total de \$200 millions et à des échéances variant entre quinze mois et deux ans, correspondaient en quelque sorte à une consolidation d'avoirs en dollars précédemment accumulés dans les réserves de la Bundesbank. En juillet 1963, un nouveau bon, libellé en deutsche marks et d'un montant de \$25 millions, a été émis pour une durée de deux ans, en vue de procurer des fonds pour épouger les entrées de dollars en Allemagne, le Federal Reserve System ayant déjà utilisé à cette fin toutes les facilités de swap en deutsche marks qui lui avaient été accordées. Le mois suivant, un autre bon libellé en cette monnaie a été émis pour deux ans également, mais pour un montant équivalant cette fois à \$50 millions, à l'effet de fournir des fonds pour réduire la dette contractée par le Federal Reserve System à l'occasion de ses swaps contre deutsche marks. C'est la première fois qu'on a émis un bon en monnaie étrangère pour consolider l'engagement né de l'utilisation de swaps.

En 1963 également, des bons de ce genre, mais d'un montant peu élevé, ont été émis au profit de la Belgique et de l'Autriche. En mai 1963, il a été procédé à l'émission de bons à vingt-quatre mois, libellés en francs belges, pour l'équivalent de \$30 millions, en vue d'empêcher que le produit des emprunts effectués à cette époque par le gouvernement belge à New York et à Londres ne vint gonfler les avoirs en dollars de la Banque Nationale de Belgique. Le Trésor des Etats-Unis a émis à deux reprises, en avril et en décembre 1963, des bons à dix-huit mois libellés en schillings autrichiens, pour l'équivalent de \$25 millions, et il a utilisé le produit de ces émissions pour résorber en partie l'accroissement des avoirs officiels en dollars de l'Autriche.

Les mois de mars et d'avril 1964 ont été marqués par le premier rachat de titres libellés en devises et par une importante émission de titres nouveaux. En 1963, lorsque la balance des paiements de l'Italie devint déficitaire, ce pays comptait dans ses réserves de seconde ligne pour \$200 millions de titres libellés en liras, émis en 1962 par le Trésor des Etats-Unis. Entre octobre 1963 et mars 1964, les

autorités américaines ont acheté pour \$200 millions de liras à la Banque d'Italie; elles lui ont laissé ces fonds en dépôt et s'en sont servies en mars 1964 pour honorer l'échéance de la première série de bons émis en liras au profit de l'Italie; le reliquat, soit \$150 millions, a été remboursé par anticipation de la même façon le 1^{er} avril 1964.

Le même jour, l'Allemagne a souscrit un nouveau bon en deutsche marks, d'une durée de deux ans, et d'une contre-valeur de \$200 millions. Cette émission a porté les avoirs de la Bundesbank en titres du gouvernement américain libellés en monnaies étrangères à \$475 millions et le total de ces titres en circulation à \$760 millions en avril 1964.

Pendant le premier trimestre de 1964, la balance des paiements des Etats-Unis a enregistré un excédent de \$110 millions sur les transactions normales. Les recettes provenant des transactions spéciales se sont élevées à \$95 millions, et les mouvements de caractère monétaire ont subi l'incidence d'un excédent de \$205 millions. Les réserves d'or ont fléchi de \$45 millions et la position nette à l'égard du F.M.I. de \$130 millions; en revanche, les avoirs officiels en monnaies convertibles se sont renforcés de \$230 millions. Par conséquent, les réserves ont progressé de \$50 millions, et les engagements liquides à l'égard des étrangers ont diminué de \$155 millions.

Réserves monétaires des pays européens.

Les réserves officielles d'or et de change des pays d'Europe occidentale ont progressé de \$2 milliards en 1963 comme le montre le tableau ci-après. Celles des pays du continent ont enregistré une progression un peu supérieure à ce chiffre, tandis que celles de la Grande-Bretagne ont légèrement diminué. Ce nouvel et important renforcement des réserves monétaires est allé de pair avec une forte augmentation des engagements, à l'égard de l'étranger, des systèmes bancaires de ces pays considérés dans leur ensemble. Si l'on exclut la Suisse de ce groupe, parce que l'on ne dispose pas de chiffres sur la position extérieure des banques commerciales de ce pays, la situation a évolué de la manière suivante: les réserves officielles d'or et de change se sont accrues de \$1,8 milliard et les engagements nets des banques commerciales à l'égard de l'étranger de \$1,5 milliard. Ceci rappelle, dans une large mesure, ce qui s'est passé en 1962, année où les réserves officielles des pays européens (toujours à l'exclusion de la Suisse) avaient augmenté de \$0,6 milliard et les engagements extérieurs nets des banques de \$1 milliard. Toutefois, en 1962, l'Europe avait amélioré sa position nette à l'égard du F.M.I. de \$850 millions, la Grande-Bretagne ayant remboursé le tirage qu'elle avait effectué en 1961; l'année dernière, le montant net des prêts effectués par les pays d'Europe par l'intermédiaire du Fonds a été inférieur à \$100 millions.

Pays européens : Situation des réserves.

Pays	Fin d'année	Réserves nettes			Position nette envers le F.M.I.	Réserves nettes, plus ou moins position nette envers le F.M.I.
		Or	Change	Total		
en millions de dollars E. U.						
Allemagne	1961	3.664	2.793	6.457	637	7.094
	1962	3.679	2.679	6.358	517	6.875
	1963	3.844	3.199	7.043	552	7.595
Autriche	1961	303	520	823	19	842
	1962	454	597	1.051	26	1.077
	1963	536	650	1.186	37	1.223
Belgique-Luxembourg . .	1961	1.248	389	1.637	157	1.794
	1962	1.365	237	1.602	133	1.735
	1963	1.371	445	1.816	141	1.957
Danemark	1961	31	205	236	33	269
	1962	31	179	210	33	243
	1963	31	397	428	33	461
Espagne	1961	316	547	863	23	886
	1962	446	561	1.007	38	1.045
	1963	573	520	1.093	54	1.147
Finlande	1961	47	258	305	14	319
	1962	61	206	267	14	281
	1963	61	239	300	14	314
France	1961	2.121	818	2.939	427	3.366
	1962	2.587	1.023	3.610	439	4.049
	1963	3.175	1.282	4.457	450	4.907
Grande-Bretagne	1961	2.268	1.050	3.318	— 559	2.759
	1962	2.582	224	2.806	502	3.308
	1963	2.484	173	2.657	489	3.146
Grèce	1961	87	164	251	15	266
	1962	77	193	270	15	285
	1963	77	201	278	15	293
Italie	1961	2.225	1.194	3.419	243	3.662
	1962	2.243	1.248	3.491	203	3.694
	1963	2.343	714	3.057	226	3.283
Norvège	1961	29	240	269	25	294
	1962	29	237	266	25	291
	1963	29	289	318	25	343
Pays-Bas	1961	1.574	102	1.676	243	1.919
	1962	1.574	128	1.702	203	1.905
	1963	1.594	277	1.871	203	2.074
Portugal	1961	443	248	691	15	706
	1962	471	321	792	15	807
	1963	497	330	827	15	842
Suède	1961	180	461	641	63	704
	1962	181	567	748	48	796
	1963	182	518	700	53	753
Suisse	1961	2.560	194	2.754	—	2.754
	1962	2.667	201	2.868	—	2.868
	1963	2.820	250	3.070	—	3.070
Turquie	1961	140	— 44	96	— 21	75
	1962	140	— 61	79	— 27	52
	1963	115	— 83	32	— 31	1

Note : 1. Les réserves nettes se composent des avoirs des banques centrales et/ou des autres avoirs officiels d'or et de change (abstraction faite des positions envers le F.M.I. et des créances ou dettes résultant de la liquidation de l'U.E.P.). Les chiffres s'entendent également nets de tous autres engagements de change indiqués dans les situations des banques centrales ou dans d'autres documents officiels, à l'exception des engagements en sterling de la Grande-Bretagne. Pour l'Espagne, la France, la Grande-Bretagne, l'Italie et la Suisse, les réserves nettes sont constituées uniquement par de l'or et des monnaies convertibles. Pour l'Allemagne, elles ne comprennent pas les avoirs non disponibles librement, dont le montant (abstraction faite des créances nées de la liquidation de l'U.E.P.) a atteint \$353, \$351, et \$345 millions à la fin des années 1961, 1962 et 1963 respectivement. 2. La position nette envers le F.M.I. est égale à la somme de la souscription or et des rachats de la souscription en monnaie, diminuée du montant des tirages nets du pays membre ou augmentée du montant des ventes nettes de sa monnaie par le Fonds, plus ou moins les dépenses ou recettes (administratives ou de fonctionnement) du Fonds dans sa monnaie.

Au cours du premier trimestre de 1964, les réserves des pays d'Europe occidentale ont fléchi de \$0,6 milliard. Les positions nettes de ces pays à l'égard du F.M.I., prises dans leur ensemble, n'ont pas varié et la position extérieure de leurs banques commerciales a presque certainement enregistré une amélioration supérieure à la diminution des réserves officielles. Pour dix pays du continent, à l'exclusion de la Suisse, cette amélioration s'est élevée à \$0,6 milliard et le fléchissement de plus de \$0,3 milliard accusé par les réserves de la Suisse, durant le premier trimestre de 1964, s'est accompagné d'importantes réexportations de fonds par les banques de ce pays.

Huit pays d'Europe ont enregistré une augmentation sensible de leurs réserves monétaires en 1963. Dans l'un de ceux-ci — la Belgique — cet accroissement avait été causé et a été entièrement compensé par une détérioration correspondante de la position extérieure du système bancaire. Dans quatre autres, cette compensation n'a été que partielle: il s'agit de l'Allemagne, de la France, des Pays-Bas et, probablement de la Suisse, bien qu'aucune statistique ne le prouve pour ce dernier pays. En Autriche et au Danemark enfin, la position extérieure des banques s'est quelque peu améliorée, de sorte que la progression des réserves officielles a été inférieure à l'excédent de la balance générale des paiements.

France. Pour la troisième année consécutive, la France a été le pays d'Europe qui a le plus renforcé ses réserves. L'excédent global des transactions normales s'est élevé à \$935 millions et, sur ce total, \$280 millions ont servi à rembourser par anticipation la dette publique extérieure. Les mouvements de caractère monétaire ont donc été positifs à concurrence de \$655 millions. Les avoirs officiels en or et en monnaies convertibles ont augmenté de \$845 millions, pour atteindre un total de \$4.457 millions à la fin de l'année. En revanche, la position extérieure du système bancaire a continué d'évoluer comme au cours d'autres années récentes: les engagements nets se sont encore accrus de \$200 millions. Les avoirs en francs des non-résidents ont progressé de \$50 millions. Ce mouvement s'est produit presque entièrement pendant le premier trimestre et, en avril 1963, il a été interdit aux banques françaises de rémunérer les dépôts des particuliers et des institutions résidant en dehors de la zone franc. Les avoirs nets de change des résidents ont encore été réduits de \$150 millions.

La balance commerciale s'étant détériorée au cours de l'année, la balance globale des paiements s'était rapprochée de l'équilibre vers la fin de 1963. En fait, au cours des quatre premiers mois de 1964, les réserves officielles d'or et de change n'ont progressé que de \$76 millions. En même temps, la position nette de la France envers le F.M.I. s'est améliorée de \$50 millions.

Allemagne. Deux ans après la réévaluation du deutsche mark, les réserves monétaires de l'Allemagne ont recommencé de s'accroître et, à la fin de 1963, elles s'établissaient à \$7.043 millions – c'est-à-dire à \$40 millions au-dessus du maximum atteint à la fin de mars 1961.

L'excédent global des paiements, en 1963, a donné lieu à des mouvements de caractère monétaire d'un montant total de \$505 millions. Les réserves d'or et de monnaies librement utilisables de la banque centrale se sont renforcées de \$685 millions et la position nette de l'Allemagne à l'égard du F.M.I. s'est améliorée de \$35 millions. Ces mouvements ont été compensés en partie par une nouvelle réduction de \$35 millions des créances de l'Allemagne nées de la liquidation de l'U.E.P. et par une augmentation de \$175 millions des engagements extérieurs nets du système bancaire. Les avoirs à l'étranger des banques allemandes étaient sensiblement plus élevés à la fin de 1963 (année durant laquelle la Bundesbank n'a pas proposé de facilités spéciales pour les exportations de fonds) qu'un an auparavant; quant aux avoirs en deutsche marks des non-résidents, ils se sont accrus de \$215 millions.

Au cours des premiers mois de 1964, les réserves monétaires officielles de l'Allemagne ont continué d'augmenter, quoique les banques aient renversé leurs opérations de fin d'année et, le 10 mars, la Bundesbank a recommencé à leur offrir des facilités spéciales de swap contre dollars, en les limitant aux fonds placés en bons du Trésor des Etats-Unis. Entre cette date et la fin de mars, la Bundesbank a ainsi vendu \$95 millions et ses réserves – affectées également par des tirages en deutsche marks sur le F.M.I. – se sont réduites de \$90 millions durant ce mois. Pour l'ensemble du premier trimestre de 1964, les réserves de la Bundesbank ont enregistré une légère augmentation de \$6 millions et la position nette de l'Allemagne envers le F.M.I. s'est améliorée à concurrence de \$92 millions. En outre, les engagements extérieurs nets des banques ont fléchi de \$555 millions. Cette diminution a été surtout imputable, d'une part, aux exportations de fonds auxquelles les banques ont procédé, et qui, compte tenu d'un léger accroissement des crédits aux non-résidents, se sont élevées à \$277 millions et, d'autre part, aux retraits de dépôts effectués par des non-résidents auprès de banques allemandes, retraits qui ont atteint un montant de \$167 millions.

Suisse. Les réserves extérieures de la Banque Nationale Suisse s'élevaient à \$3.070 millions le dernier jour de 1963, ce qui représente une augmentation de \$202 millions pendant l'année. Les opérations de fin d'année des banques suisses les ont accrues de \$316 millions en décembre 1963, mais ce mouvement s'est renversé le mois suivant. Toutefois, si l'on compare novembre 1963 à novembre 1962, ou janvier 1964 à janvier 1963, on constate quand même une augmentation – de \$146 millions dans le premier cas et de \$118 millions dans le second.

On ne dispose pas de chiffres sur la position extérieure des banques commerciales suisses, mais il semble fort probable qu'elle ait été en partie influencée par les entrées de capitaux venus de l'étranger en 1963. On sait que les banques, en dehors de leurs opérations du milieu et de la fin de l'année, ont rapatrié des fonds de l'étranger pour rétablir le niveau de leur liquidité, et il est fort possible qu'une partie des fonds qui ont afflué d'Italie au cours des derniers mois de l'année soit venue grossir les avoirs en francs des non-résidents.

Après avoir baissé de plus de \$200 millions en janvier 1963, lorsqu'a été effectuée l'opération inverse des rapatriements de la fin de 1962, les réserves extérieures de la Banque Nationale n'ont guère varié jusqu'à la fin de juillet. C'est même le remboursement en espèces, par les autorités monétaires des Etats-Unis, d'environ \$140 millions de dettes à court terme en francs suisses qui les a empêchées de fléchir pendant cette période.

Le projet d'institution aux Etats-Unis d'une taxe de péréquation de l'intérêt et la contraction de la liquidité du marché monétaire suisse ont déterminé, au cours du troisième trimestre, un afflux de fonds auxquels sont venus s'ajouter, en octobre, des capitaux quittant l'Italie pour se réfugier en Suisse. Entre la fin de juillet et la fin d'octobre 1963, les réserves de la Banque Nationale se sont accrues de \$140 millions. La progression aurait été beaucoup plus forte si le Trésor des Etats-Unis n'avait pas vendu des francs suisses à terme sur le marché, pour un montant qui était d'environ \$120 millions à la fin d'octobre.

A la fin du premier trimestre de 1964, les réserves de la Banque Nationale s'élevaient à \$2.740 millions, ce qui représente une augmentation de plus de \$100 millions par rapport à mars 1963. A cette époque, la Federal Reserve Bank de New York et le Trésor des Etats-Unis avaient encore d'importants engagements à court terme en francs suisses qui n'étaient pas liquidés.

Pays-Bas. Le quatrième pays où les opérations du système bancaire ont influé sur l'ampleur des variations des réserves monétaires, sans modifier toutefois le sens de leur évolution, a été les Pays-Bas. Après être restées pratiquement stationnaires pendant deux ans, les réserves d'or et de devises de la Nederlandsche Bank ont recommencé à croître pendant le second trimestre de 1963 et, vers la fin de l'année, elles s'élevaient à \$1.871 millions – soit \$169 millions de plus qu'en décembre 1962. Cette progression est due à une amélioration de près de \$200 millions de la balance des paiements courants qui, compte tenu de certaines sorties de capitaux, s'est soldée par un excédent de \$210 millions au titre des transactions « normales ». L'endettement à l'égard du gouvernement des Etats-Unis a été réduit par des remboursements anticipés d'un montant de \$70 millions, de sorte que les mouve-

ments monétaires ont atteint au total \$140 millions. Une baisse d'environ \$30 millions des avoirs nets à l'étranger du système bancaire – ils représentent un montant substantiel – a compensé en partie la progression des réserves officielles.

Vers la fin de l'année, la balance des paiements a donné les premiers signes d'une détérioration notable, bien que les réserves aient continué de se renforcer jusqu'à la fin de novembre. Mais après la fin de l'année, elles ont commencé à se ressentir de l'évolution de la balance commerciale et, à la fin de mars 1964, elles étaient revenues à \$1.791 millions – ayant fléchi de \$80 millions au cours du trimestre.

Belgique. Si dans les quatre pays précédemment examinés, l'accroissement des réserves officielles a été en partie la conséquence des opérations des banques commerciales, on peut dire que, pour la Belgique, l'accroissement de \$214 millions des réserves d'or et de change de la Banque Nationale en 1963 a correspondu presque exactement à la détérioration de la position extérieure des institutions de crédit. Si l'on considère l'année dans son ensemble, la balance globale des paiements a été en équilibre presque parfait, bien qu'un changement très net se soit produit en cours d'année, l'excédent ayant fait place au déficit. Ce renversement, ainsi que l'évolution en sens contraire des avoirs officiels et de ceux des institutions de crédit, sont illustrés par les chiffres suivants: pendant le premier semestre de l'année, les réserves monétaires de la Banque Nationale se sont accrues de \$152 millions et les engagements extérieurs nets des institutions de crédit de \$74 millions, alors que les chiffres correspondants pour la période juillet-décembre 1963 ont été de \$72 et \$154 millions. Ce sont principalement les emprunts de l'Etat à l'étranger par l'intermédiaire du système bancaire qui ont été à l'origine de ces deux mouvements. La progression de \$174 millions des avoirs de la Banque Nationale en monnaies convertibles a eu intégralement pour contrepartie un accroissement des ventes à terme de devises au gouvernement et au système bancaire.

Danemark. Les réserves monétaires du Danemark ont doublé en 1963, passant de \$210 millions au niveau record de \$428 millions. La position du système bancaire, qui s'était détériorée de \$80 millions pendant la crise de 1961/62, a enregistré une amélioration de \$25 millions, de sorte que la balance globale des paiements s'est soldée par un excédent de \$240 millions, imputable à raison de 80% à des importations de capitaux.

Autriche. L'Autriche a encore augmenté ses réserves monétaires de \$135 millions en 1963, les portant à \$1.186 millions à la fin de l'année. La progression du stock d'or a été de \$80 millions – la quasi-totalité du reliquat étant représentée

par \$50 millions de titres non négociables du gouvernement des Etats-Unis, libellés en schillings et souscrits en avril et en décembre 1963. Comme au Danemark, l'excédent a été principalement dû aux mouvements de capitaux, et la position extérieure du système bancaire s'est, elle aussi, améliorée — d'un montant de \$43 millions.

Espagne. L'augmentation continue des réserves monétaires de l'Espagne depuis 1959 a persisté en 1963 et pendant les premiers mois de 1964. Toutefois, pour la première fois depuis la stabilisation de la peseta, les recettes nettes au titre des transactions invisibles n'ont pas couvert le déficit du commerce extérieur et la balance des paiements courants a été passive à concurrence de \$130 millions. Les recettes nettes provenant des mouvements de capitaux, à long terme principalement, étant simultanément passées de \$105 à \$230 millions, les réserves officielles se sont accrues de \$86 millions en 1963; en outre, la position nette de l'Espagne envers le F.M.I. s'est améliorée de \$16 millions.

Italie. La balance des paiements de l'Italie est passée d'un excédent de \$50 millions à un déficit de \$1.245 millions en 1963. Pourtant, les réserves officielles d'or et de monnaies convertibles n'ont pas diminué de plus de \$435 millions, et même, au bout de neuf mois, alors que dans le même temps le déficit global avait atteint \$790 millions, le niveau des réserves n'était inférieur que de \$60 millions à celui de décembre 1962. On trouvera dans le tableau ci-après une analyse détaillée des mouvements de caractère monétaire en Italie.

On peut dire en gros que le déficit a été presque entièrement financé par des emprunts des banques commerciales pendant les neuf premiers mois, et par les variations des avoirs et des engagements monétaires officiels pendant le reste de l'année. A partir du 1^{er} novembre 1962, les banques ont été dispensées de

Italie: Mouvements de caractère monétaire.

Rubriques	1962	1963	1963		1964 janvier- mars
			janvier- septembre	octobre- décembre	
en millions de dollars E.U.					
Réserves officielles d'or et de change	+ 70	- 435	- 60	- 375	- 235
Autres mouvements de caractère monétaire (accroissement des avoirs +)	- 20	- 910	- 730	- 80	- 200
dont					
<i>Office Italien des Changes</i> . . .	+ 445	+ 10	+ 30	- 20	- 40
<i>Banque d'Italie</i>	- 35	- 170	- 20	- 150	- 360
<i>Banques commerciales</i>	- 430	- 650	- 740	+ 90	+ 200
Total (= excédent ou déficit de la balance des paiements) .	+ 50	- 1.245	- 790	- 455	- 435

l'obligation, imposée en 1960, d'équilibrer leur position en devises à l'égard des non-résidents, et leur endettement net à l'égard de l'étranger est passé de \$150 millions à la fin d'octobre 1962 à un maximum de \$1.370 millions en août 1963. Cette variation reflète uniquement celle de la position des banques en monnaies convertibles. Au cours du dernier trimestre de l'année, les engagements nets des banques ont diminué de \$90 millions et le mouvement s'est poursuivi pendant le premier trimestre de 1964. Néanmoins, la diminution des réserves après septembre 1963 n'a pas été aussi forte que le déficit de la balance des paiements, car l'endettement de la Banque d'Italie à l'égard de l'étranger s'est accru de \$150 millions; l'Italie, en effet, a utilisé ses facilités de swap auprès de la Federal Reserve Bank de New York à concurrence de \$50 millions, et les autorités monétaires des Etats-Unis ont confié en dépôt, à la Banque d'Italie, des livres achetées contre dollars pour la contre-valeur de \$100 millions, en vue du remboursement ultérieur de titres émis en livres par le gouvernement des Etats-Unis et achetés par l'Italie en 1962.

Pendant le premier trimestre de 1964, les réserves de première ligne ont encore décré de \$235 millions, revenant ainsi à \$2.824 millions. En même temps, les engagements de la Banque d'Italie à l'égard de l'étranger ont progressé de \$360 millions, en raison d'un tirage de \$225 millions sur le F.M.I., de nouveaux achats de livres par les autorités américaines pour un total de \$83 millions, et de l'utilisation par l'Italie, pour la seconde fois à concurrence de \$50 millions, de sa facilité de swap avec la Federal Reserve Bank de New York. En revanche, les banques ont encore réduit leur endettement net de près de \$200 millions. En avril, elles ont continué d'améliorer leur position, et les réserves officielles d'or et de monnaies convertibles n'ont baissé que de \$10 millions.

Grande-Bretagne. Les avoirs officiels en or et en monnaies convertibles de la Grande-Bretagne ont fléchi de \$149 millions en 1963. Cette perte a représenté près de deux fois le déficit des transactions courantes enregistrées et des mouvements de capitaux à long terme identifiés, mais son importance a été modérée par rapport à celle du poste négatif « Erreurs et omissions ». En fait, il faut tenir compte, outre la baisse des réserves, d'une augmentation de \$425 millions des engagements extérieurs nets en sterling.

On peut diviser l'année en deux périodes de durée sensiblement égale. Pendant la première, qui a été marquée par un excédent de la balance de base et par une progression de \$320 millions des avoirs de la zone sterling en cette monnaie, les réserves ont perdu près de \$100 millions. A deux reprises, au cours du premier trimestre, le sterling a été soumis à une forte pression sur le marché des changes, pour des raisons étrangères à la situation de la balance des paiements et, à la fin de mars

1963, les avoirs en sterling détenus par des pays n'appartenant pas à la zone sterling avaient baissé de \$400 millions. Les autorités ont empêché une baisse immédiate des réserves en se faisant confier \$250 millions de dépôts par certaines banques centrales européennes, mais après le remboursement de ces fonds en juin, le mouvement de sortie qui s'était produit antérieurement est apparu en partie dans les réserves.

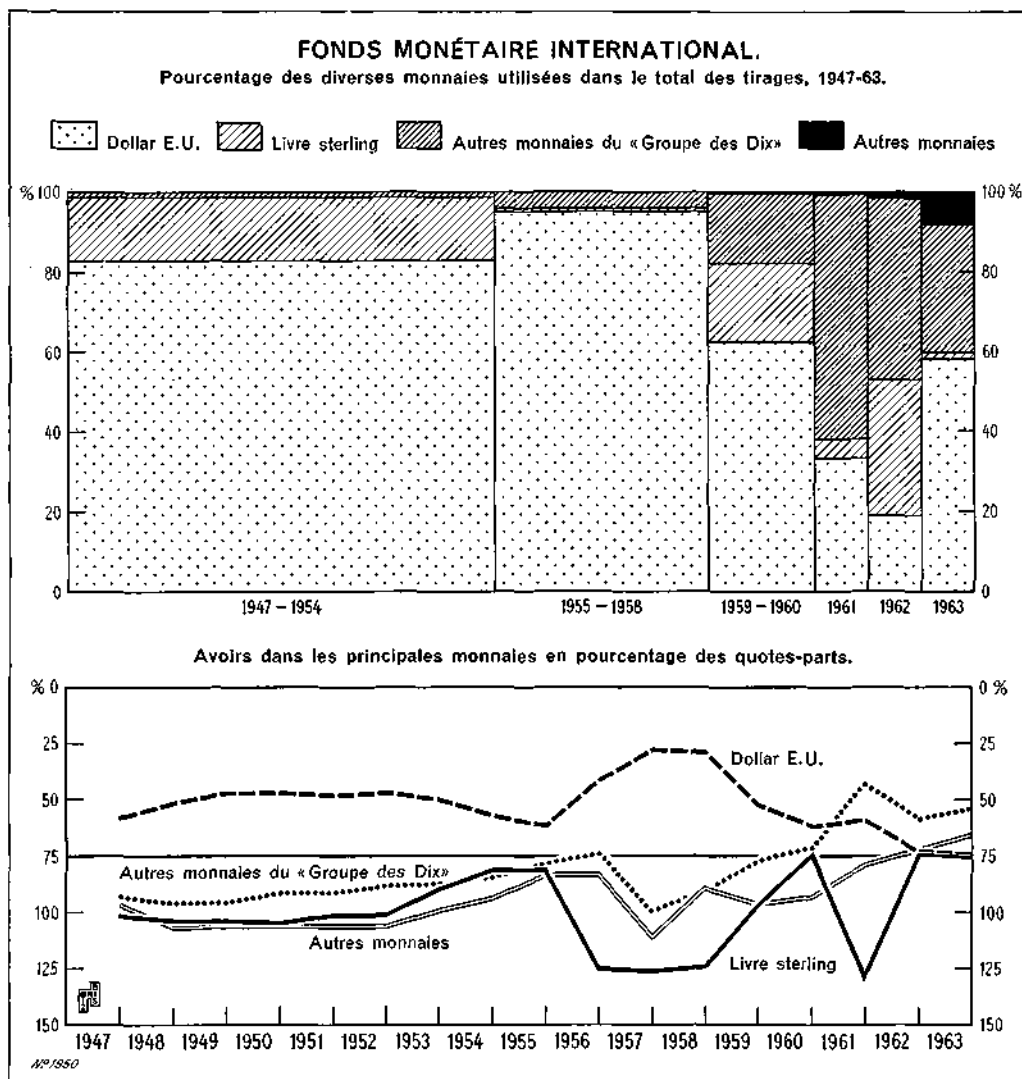
La seconde période a été marquée par un relèvement de \$360 millions du niveau des avoirs en sterling des pays extérieurs à la zone sterling, ainsi que par une nouvelle progression de \$140 millions des avoirs de la zone sterling en cette monnaie. Ce résultat a presque suffi à couvrir le déficit des transactions identifiées et non identifiées, de sorte que la baisse n'a été que de \$55 millions pour cette période de six mois, et qu'elle s'est produite entièrement pendant le dernier mois de l'année, lorsque les remboursements de dettes contractées envers les pays d'Amérique du Nord ont déterminé un fléchissement de \$115 millions. Au cours du premier trimestre de 1964, les réserves n'ont pas varié au total, tandis que les avoirs en sterling ont encore augmenté de \$145 millions.

Suède. La progression des réserves monétaires de la Suède, qui avait commencé en 1960, s'est arrêtée en 1963. A la fin de l'année, les avoirs en or et en devises de la banque centrale atteignaient \$700 millions, soit \$48 millions de moins que l'année précédente. Cette diminution a été compensée en partie par un accroissement de \$20 millions des avoirs nets du système bancaire. En 1962, toutefois, l'ensemble des avoirs extérieurs nets de la banque centrale et du système bancaire s'était renforcé d'environ \$100 millions.

Fonds Monétaire International.

A la suite de la réduction considérable de \$0,9 milliard intervenue en 1962 dans l'utilisation de ses ressources par les pays membres, le Fonds a retrouvé en 1963 une très modeste activité en matière de prêts. Les tirages ont en effet atteint \$333 millions et les remboursements \$267 millions, de sorte que le montant net des tirages s'est accru de \$66 millions.

La tendance constatée ces dernières années s'est renversée, car près de 60% des tirages bruts du F.M.I. en 1963 ont été effectués en dollars E.U. et un tiers dans les autres monnaies du «Groupe des Dix». Depuis le début des opérations du Fonds en 1947 jusqu'au rétablissement de la convertibilité en Europe à la fin de 1958, le total brut des tirages sur le Fonds a été de \$3,2 milliards, dont 90% en dollars E.U. La part du dollar dans le total des tirages est tombée à environ 60%



pendant la période 1959/60, puis à un tiers en 1961 et à moins de 20% en 1962. Mais comme le dollar a été en même temps la principale devise utilisée par les pays membres pour racheter leur monnaie, les tirages nets de dollars sont tombés de \$1,9 milliard à la fin de 1958 à un chiffre négligeable à la fin de 1962. En revanche, les autres pays du «Groupe des Dix» sont passés d'une position débitrice nette de \$1 milliard immédiatement avant la convertibilité à une position créditrice nette de \$650 millions à la fin de 1962.

Etant donné qu'à la fin de 1962, les avoirs du F.M.I. en dollars des Etats-Unis étaient revenus à 75% de la quote-part de ce pays, il n'était plus possible d'effectuer d'autres remboursements nets en dollars au Fonds. Or ces remboursements avaient contribué notablement au financement du déficit de la balance des paiements

des Etats-Unis depuis 1958, et surtout en 1962, quand les avoirs en dollars du Fonds avaient augmenté de plus de \$600 millions. Il était à craindre que les membres du Fonds désirant racheter leur monnaie ne fassent baisser le stock d'or des Etats-Unis, soit directement en achetant de l'or au Trésor américain, soit indirectement en vendant des dollars contre d'autres monnaies convertibles. C'est pourquoi les autorités américaines ont conclu avec le Fonds, en juillet 1963, un accord prévoyant un crédit «stand by» de \$500 millions, sur lequel elles ont effectué en février et en mai 1964 deux tirages de \$125 millions chacun, principalement en francs français et en deutsche marks. Le produit de ces tirages a été cédé contre dollars à des membres du F.M.I. et utilisé par ces pays pour racheter leur monnaie au Fonds.

Un autre tirage important intervenu au cours du premier trimestre a été celui de \$225 millions effectué par l'Italie en mars 1964. Il correspondait à la souscription en or de l'Italie, qui s'élève à \$68 millions, augmentée du montant net des liras empruntées précédemment au Fonds par d'autres membres. Au total, les tirages ont atteint \$387 millions et les remboursements \$162 millions pendant le premier trimestre de 1964. Les principaux tirages nets, par monnaies, ont porté sur le deutsche mark (\$92 millions) et sur le franc français (\$50 millions).

Au cours de la période sous revue, les pays en voie de développement ont commencé à faire usage des nouvelles facilités de crédit prévues par le Fonds en février 1963 pour leur permettre de compenser les fluctuations de leurs recettes d'exportation; aux termes des nouvelles dispositions, le Fonds peut accroître ses avoirs en monnaie d'un pays membre jusqu'à un maximum de 225% de la quote-part de ce pays. Le premier tirage au titre de ces arrangements a été effectué par le Brésil en juin 1963, pour un montant de \$60 millions, et le second en octobre 1963 par la République Arabe Unie, pour un montant de \$16 millions. Du fait de ce dernier tirage, les avoirs du Fonds en monnaie d'un pays membre ont dépassé pour la première fois 200% de la quote-part de ce pays.

En 1963, vingt nouveaux pays, dont les quotes-parts représentent au total \$325 millions, sont devenus membres du Fonds; le nombre total des membres a été ainsi porté à 102 et le montant total des quotes-parts à \$15,6 milliards. Cuba a cessé de faire partie du Fonds en avril 1964.

Lors de l'Assemblée générale du Fonds pour l'année 1963, les ministres des finances et les gouverneurs des banques centrales des pays ayant adhéré aux Accords de Paris – Allemagne, Belgique, Canada, Etats-Unis, France, Grande-Bretagne, Italie, Japon, Pays-Bas et Suède – se sont réunis pour examiner, avec le Directeur général du Fonds, la situation internationale des paiements et passer en revue le fonctionnement du système monétaire international. Ils sont convenus que les principes fondamentaux du présent système monétaire – qui repose sur des taux

de change fixes et sur le prix actuellement en vigueur pour l'or — ont fait leurs preuves pour l'établissement des arrangements existants, et que l'on pourra continuer de s'en inspirer à l'avenir. En même temps, toutefois, ils ont décidé d'entreprendre un examen approfondi du système actuel et des besoins futurs de liquidité. Les ministres ont chargé leurs suppléants d'examiner ces questions en liaison étroite avec le F.M.I. et les autres institutions monétaires internationales. On prévoit que les résultats de cette étude, ainsi que ceux d'autres recherches que le F.M.I. a, de son côté, effectuées sur ces sujets, seront examinés par la prochaine Assemblée générale du Fonds, qui aura lieu en septembre 1964.

Changes.

Les marchés des changes n'ont pas connu de perturbations importantes au cours de la période considérée. Les principaux changements intervenus ont été le raffermissement considérable du deutsche mark et le fléchissement de la lire et, à un moindre degré, celui de la livre sterling. Bien que le déficit de la balance des paiements des Etats-Unis ait notablement diminué, aucune des principales monnaies européennes ne se trouvait en dessous de sa parité par rapport au dollar au début de mai 1964.

Sur les marchés à terme, les autorités monétaires américaines sont intervenues, au cours de l'automne de 1963, pour soutenir le dollar contre le florin hollandais et le franc suisse. Dans les deux cas, les difficultés du dollar ont été plutôt dues à son rôle de monnaie internationale qu'à un changement dans la situation de la balance des paiements des Etats-Unis. Au début de 1964, la lire italienne s'est considérablement alourdie sur le marché des changes à terme et le deutsche mark est devenu très ferme.

Marchés au comptant. Le deutsche mark s'est raffermi assez régulièrement tout au long de l'année 1963, à mesure que l'Allemagne enregistrerait de nouveau un excédent extérieur. Alors que le cours au comptant était, en janvier 1963, légèrement inférieur à la parité contre dollar — les banques réexportaient à ce moment des fonds qu'elles avaient rapatriés temporairement à la fin de 1962 — il s'est ensuite progressivement redressé pour se retrouver, en décembre 1963, à proximité de sa limite supérieure de fluctuation, le deutsche mark se traitant alors avec une prime de 0,7%. Après avoir légèrement fléchi au début de janvier 1964, le deutsche mark a été de nouveau très ferme.

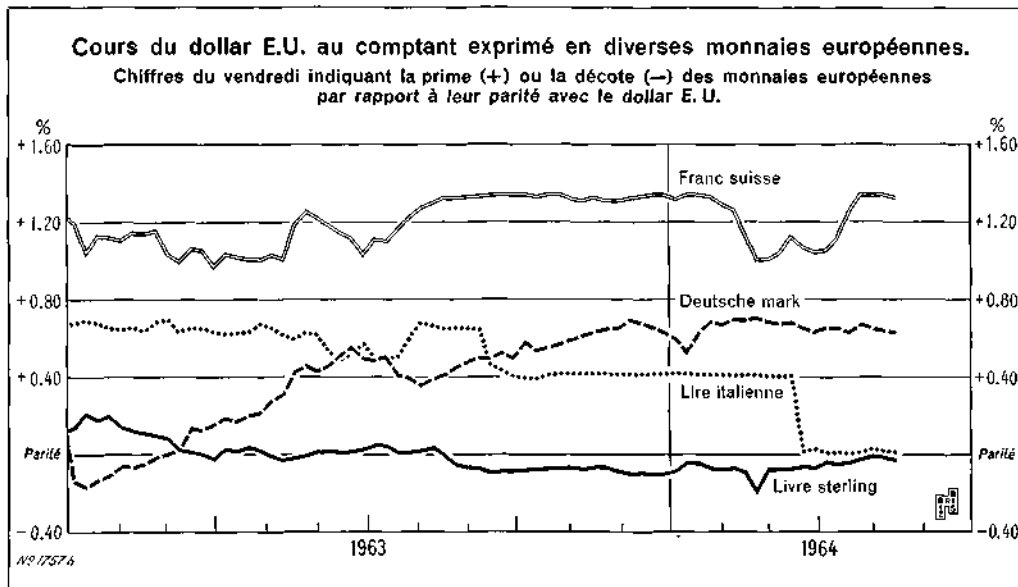
En revanche, la lire a été soumise à une pression considérable depuis l'été de 1963. Jusqu'alors, les importants emprunts en monnaies étrangères effectués par les banques italiennes avaient masqué la situation préoccupante de la balance

des paiements et le cours au comptant par rapport au dollar était très ferme, bien que ne se maintenant plus constamment à sa limite supérieure comme à l'époque où la balance des paiements était en excédent. Lorsque les banques mirent un terme à leurs emprunts, les réserves et les cours de change s'en ressentirent immédiatement. En septembre 1963, la prime de la lire sur le dollar au comptant est revenue de 0,65 à 0,4%, et les autorités ont ensuite maintenu le cours à ce niveau pendant six mois, durant lesquels les avoirs officiels italiens en or et en monnaies convertibles ont perdu plus de \$600 millions. En mars 1964, les autorités ont encore abaissé le cours auquel elles interviennent effectivement, le ramenant presque à la parité.

Le cours de la livre sterling est resté très proche de la parité par rapport au dollar pendant la période sous revue. Au début de 1963, le cours au comptant était de \$2,80 ½ et la Federal Reserve Bank de New York est même intervenue pour soutenir le dollar. La livre a connu ensuite à deux reprises des accès de faiblesse et ce sont essentiellement les emprunts à court terme auprès de banques centrales européennes qui lui ont permis de les surmonter. Elle a fléchi jusqu'à un peu moins de \$2,80 vers la mi-mars, puis elle s'est ensuite plutôt raffermie au cours du second trimestre, bien que les variations de cours aient été très faibles.

Pendant le reste de l'année, qui est, de toute façon, une période moins favorable au sterling pour des raisons saisonnières, les importations ont fortement augmenté et les taux d'intérêt ont monté à New York; ce fut également le début de ce que l'on peut appeler la période préélectorale en Grande-Bretagne. En août 1963, la livre a baissé au-dessous de sa parité par rapport au dollar et son cours est resté inférieur à celle-ci jusqu'à la fin d'avril 1964.

Compte tenu de la situation intérieure en Grande-Bretagne, la tenue du dollar au comptant pendant ces derniers mois n'a pas été du tout défavorable, ce qui est probablement dû en grande partie à l'évolution de la balance des paiements des autres pays de la zone sterling. Quant au sterling-titre, il a été coté très légèrement au-dessous du cours officiel pendant toute la période considérée. L'«investment dollar» — dont le cours représente le prix auquel les résidents britanniques paient les devises leur servant à acheter des valeurs étrangères et à effectuer des investissements directs en dehors de la zone sterling — qui se traitait en août 1963 avec une prime d'un peu plus de 7% par rapport au cours officiel, a monté au point que la prime atteignait près de 14% en janvier 1964. Il semble qu'il ait été davantage utilisé pour procéder à des investissements directs et, en outre, la demande d'investissements de portefeuille a été vive pour deux raisons: la fermeté du marché des valeurs mobilières aux Etats-Unis et la proximité des élections générales en Grande-Bretagne. Au milieu de mai 1964, l'«investment dollar» se traitait avec une prime d'environ 11%.



Le cours du franc suisse contre dollar a suivi en 1963 une évolution assez semblable à celle de l'année précédente. Pendant les premiers mois de l'année, le franc se traitait au comptant avec une prime égale ou légèrement supérieure à 1%, de sorte que le dollar est resté bien au-dessus du cours minimum auquel la Banque Nationale Suisse intervient. Mais en raison de l'entrée de fonds qui s'est produite pendant le second semestre, le dollar est revenu au début d'août au cours d'achat de FS 4,315 pratiqué par la Banque Nationale et il est resté faible pendant le reste de l'année. Durant les premiers mois de 1964, la position de la balance des paiements influant davantage sur la tenue du franc suisse, et les autorités suisses ayant pris diverses mesures pour essayer d'empêcher de nouvelles entrées de capitaux, le dollar s'est raffermi.

En ce qui concerne les cours au comptant des autres monnaies européennes, le franc français est resté très ferme pendant toute la période examinée, se maintenant la plupart du temps à sa limite supérieure de fluctuation par rapport au dollar. En juillet, et de nouveau en octobre, la Federal Reserve Bank de New York a vendu de faibles quantités de francs sur le marché, à titre d'expérience, mais ces ventes n'ont pas eu d'incidence sur les cours. Les fluctuations des cours du florin contre dollar ont continué de refléter principalement les variations de la liquidité des banques néerlandaises; toutefois, le florin a été exceptionnellement ferme à la fin de septembre et au début d'octobre 1963, le bruit s'étant répandu que cette monnaie allait être réévaluée une seconde fois. Le franc belge a varié dans d'étroites limites, se maintenant un peu au-dessus de sa parité par rapport au dollar.

Marchés à terme. Les perturbations qui se sont produites sur les marchés des changes, pendant la période considérée, ont naturellement eu des répercussions plus importantes sur les cours à terme des monnaies que sur leurs cours au comptant, et ceci d'autant plus que les fluctuations de ces derniers ont été, dans certains cas, limitées à un minimum. En ce qui concerne le dollar, les autorités sont intervenues sur les marchés à terme à deux reprises. Elles l'ont fait une première fois lorsque les cours du dollar au comptant se sont tassés aux Pays-Bas, en septembre 1963, à la suite de rumeurs éphémères relatives à une réévaluation du florin; pour inciter à cette époque les banques hollandaises à poursuivre leurs exportations de fonds ainsi que pour éviter des rapatriements de capitaux aux Pays-Bas, le Trésor des Etats-Unis a vendu à terme, à un mois, pour environ \$40 millions de florins. En octobre, on ne parlait plus de réévaluation de la monnaie hollandaise, et le Trésor a pu faire face à plus de la moitié de ses engagements en achetant des florins au comptant sur le marché, et il a obtenu le reliquat de ce qui lui était nécessaire au moyen d'un swap de deutsche marks contre florins avec la B.R.I.

Les autorités monétaires américaines sont intervenues une seconde fois lorsque l'entrée de fonds qui s'est produite en Suisse entre juillet et octobre 1963 a eu une incidence sur la tenue du dollar à terme. Le Trésor des Etats-Unis a vendu pour \$33 millions de francs suisses à terme en juillet et en août, pour \$72 millions en septembre et pour \$44 millions pendant la première moitié d'octobre. Les opérations dont l'échéance était la plus proche ont été dénouées à concurrence de \$30 millions à la fin d'octobre avec le produit d'un certificat de dette émis en francs suisses par le Trésor des Etats-Unis au profit de la Confédération Helvétique. Le reliquat des engagements consécutifs à ces opérations n'était pas encore réglé en mars 1964. Après s'être relevé au-dessus de $\frac{1}{2}\%$ en août et en septembre 1963, le report du franc suisse à terme sur le dollar a été plus faible pendant le reste de l'année. Lorsque les banques, au début de 1964, ont repris leurs exportations de capitaux, le report a de nouveau augmenté; mais en avril 1964, contrairement à ce qui se passe d'habitude, il a complètement disparu.

En raison d'une baisse du taux des bons du Trésor en Grande-Bretagne et de la pression exercée sur la livre, le déport du sterling à trois mois par rapport au dollar est passé de $\frac{1}{2}\%$ à près de $1\frac{1}{2}\%$ à la mi-mars 1963. Il en est résulté un écart net d'intérêt (compte tenu des frais de couverture à terme) de près de 1% en faveur de New York, auquel les autorités ont fait face en obligeant le marché à emprunter à un demi-point au-dessus du taux de l'escompte. Par la suite, l'évolution des cours à terme a suivi davantage celle des écarts de taux d'intérêt, et avec la hausse intervenue aux Etats-Unis sur le loyer de l'argent pendant le second semestre de l'année, le déport du sterling à terme a disparu pendant une brève période en septembre 1963. Un léger déport est reparu en octobre et a commencé à s'élargir au début

de 1964, lorsque la livre a été soumise à de nouvelles pressions, puis il s'est établi à près de $\frac{1}{2}\%$ par an juste avant le relèvement du taux de l'escompte de 4 à 5% le 27 février 1964. Après ce changement, le déport n'a augmenté que d'environ $\frac{1}{4}\%$, de sorte que l'écart entre les taux d'intérêt (compte tenu des frais de couverture à terme) en faveur de New York, qui avait réapparu, a été supprimé.

Sous l'influence de l'excédent très élevé de la balance des paiements de l'Allemagne, le report à trois mois du deutsche mark sur le dollar est passé, au début de 1964, de $\frac{1}{2}$ à 1% environ. Cette hausse a incité la Bundesbank à rétablir, le 10 mars 1964, le système des facilités spéciales de swap pour inciter les banques à exporter des capitaux. A la fin d'avril 1964, le report du deutsche mark sur le marché était tombé à moins de $\frac{1}{2}\%$.

La pression qui s'est exercée sur la lire en mars 1964, juste avant que l'Italie obtienne de l'étranger diverses facilités de crédit, a provoqué une baisse des cours de cette monnaie à terme; le déport de la lire par rapport au dollar a alors atteint $7\frac{1}{2}\%$ par an, mais vers la fin d'avril, il était légèrement inférieur à 2%.

Autres modifications dans le domaine des changes. Depuis le printemps de 1963, la réglementation du contrôle des changes en Europe n'a pas subi de changements très importants. Trois pays — Allemagne, France et Suisse — ont pris des mesures pour se protéger contre les afflux indésirables de capitaux, ou renforcé celles qui étaient déjà en vigueur. Elles ont été décrites pour la plupart en d'autres endroits du présent Rapport et, de toute façon, il ne s'agit pour aucune d'entre elles de mesures de contrôle des changes, au sens que l'on donne habituellement à cette expression. On peut toutefois signaler qu'en France, non seulement il est interdit depuis avril 1963 de servir des intérêts sur les dépôts en francs de non-résidents, mais depuis le mois d'août de la même année, on a encore restreint la faculté pour les résidents français d'obtenir des crédits auprès de non-résidents.

En Italie, au cours de la période considérée, les autorités ont pris deux mesures qui, bien qu'ayant été adoptées pour servir la politique du crédit, ont exercé une influence directe dans le domaine des changes. La première a été l'interdiction faite aux banques commerciales italiennes, en septembre 1963, de continuer à emprunter à l'étranger, et de fait, les banques ont, durant les six mois suivants, réduit d'environ \$300 millions leurs engagements extérieurs nets. La seconde mesure, prise en avril 1964, a consisté à limiter le délai de règlement des importations de biens durables à trente jours avant ou après la date de l'entrée des marchandises en Italie. Auparavant, les règlements pouvaient avoir lieu à tout moment dans le délai d'un an précédant ou suivant l'arrivée des marchandises en question.

En Autriche, en revanche, la libération des mouvements de capitaux a encore été étendue en 1963. En juin, de très larges facilités ont été accordées aux banques pour recevoir des capitaux étrangers à court ou à moyen terme et pour placer leurs propres fonds à l'étranger. En novembre 1963, une plus grande latitude a été donnée aux résidents autrichiens pour obtenir à l'étranger des crédits destinés à des investissements et à des opérations commerciales.

Dans le reste du monde, le 1^{er} avril 1964, le Japon a officiellement institué la convertibilité du yen pour les transactions extérieures ordinaires. En même temps, ce pays s'est engagé à satisfaire aux obligations imposées par l'article VIII des Statuts du Fonds Monétaire International. A cette occasion, le Fonds a consenti, le 11 mars 1964, un arrangement «stand by» d'une durée de douze mois en faveur du Japon, pour un montant de \$305 millions.

* * *

La situation monétaire internationale en 1963 et pendant les premiers mois de 1964 a été caractérisée d'abord par un renforcement sensible des avoirs extérieurs liquides des différents pays (sans réduction correspondante de ceux des organisations monétaires internationales), et ensuite par la stabilité relative des marchés de l'or et des changes. L'importance de l'accroissement des liquidités est due principalement à trois facteurs: offre d'or plus abondante, amélioration des balances des paiements dans un certain nombre de pays en voie de développement, et nouvelles souscriptions, par certaines autorités monétaires, de bons non négociables émis par le gouvernement des Etats-Unis. Quant à la stabilité des marchés de l'or et des changes, elle a été due tant aux circonstances elles-mêmes qu'à l'intervention des instances officielles nationales ou internationales. Sur le marché de l'or, les opérations du Consortium des banques centrales («pool de l'or») ont renforcé l'effet produit par un accroissement des offres de métal, tandis que sur les marchés des principales monnaies, l'amélioration de l'équilibre s'est traduite par la fermeté plus grande du cours du dollar, bien qu'à certains moments – pour quelques monnaies européennes aussi bien que pour le dollar – l'intervention des pouvoirs publics ait fortement contribué à empêcher que la situation ne se tende.

Au total, on peut dire que le système monétaire international – qui a fait l'objet, ces derniers mois, d'une étude approfondie par les pays ayant adhéré aux Accords de Paris (et qui constituent le Groupe des Dix) ainsi que par les services du Fonds Monétaire International – a fonctionné de façon relativement satisfaisante au cours de la période considérée. En ce qui concerne l'avenir, la bonne marche du système continuera de dépendre avant tout de chacun des pays qui y participent. La coopération monétaire internationale est incontestablement utile, mais elle ne saurait les dispenser d'assumer les responsabilités qui leur incombent directement.

V. LE MARCHÉ DES «EURO-DEVICES».

Depuis le milieu de la décennie 1950-60 et particulièrement depuis le rétablissement, à la fin de 1958, de la convertibilité extérieure en Europe, les opérations de change des banques, en Europe et ailleurs, ont pris une extension considérable. Certes, la réception de dépôts et l'octroi de crédits en monnaies autres que la monnaie nationale ne constituent pas pour les banques des activités nouvelles, mais elles ont pris des proportions bien plus grandes qu'auparavant. En outre, à la faveur de ces opérations, il s'est créé, entre les banques, un marché actif de dépôts en dollars E.U. et en autres devises étrangères, qui a contribué à faciliter le transfert d'un pays à un autre des capitaux à court terme en quête de placement. Bien que l'habitude ait été prise de désigner cet ensemble d'opérations par le terme de marché de l'Euro-dollar ou, plus généralement, des Euro-devises, des pays situés hors d'Europe, notamment le Canada et le Japon, y jouent un rôle très important.

Le déficit de la balance des paiements américaine a permis à des Européens de disposer d'avoirs en dollars, fait qui a, de bonne heure, contribué au développement du marché. Toutefois, ce n'était pas là le facteur essentiel. Les causes premières de la naissance de ce marché ont été d'abord l'assouplissement de la réglementation des changes, qui a permis d'effectuer des transactions en devises et, ensuite, l'existence d'écarts entre les taux d'intérêt pratiqués soit dans un même pays, soit dans des pays différents, qui a rendu ces opérations avantageuses tant pour les emprunteurs que pour les prêteurs.

Difficultés que soulève la définition des Euro-devises.

Lorsqu'on essaie de préciser ce qu'est une Euro-devise, on se heurte à plusieurs difficultés. On peut par exemple définir les Euro-dollars comme étant des dollars acquis par une banque située en dehors des Etats-Unis et employés, soit directement, soit après conversion en une autre monnaie, pour l'octroi d'un prêt à un client non banquier, après avoir peut-être fait l'objet d'un dépôt dans une autre banque, voire de plusieurs dépôts successifs. Pour mieux faire comprendre la portée de cette définition, il convient d'en expliciter trois conséquences. Tout d'abord, cette définition implique que les engagements des banques en dollars, de même que leurs avoirs en cette monnaie, ne peuvent pas tous être considérés comme des Euro-dollars. En ce qui concerne les engagements, les banques peuvent tirer sur des ouvertures de crédit qui leur sont consenties par leurs correspondants aux Etats-Unis pour des raisons absolument étrangères à leurs activités en matière d'Euro-

**Montant brut des engagements et avoirs à court terme
des banques commerciales dans certaines monnaies étrangères.¹**
A la fin de septembre 1963

Pays	Dollars E.U.		Francs suisses		Livres sterling		Deutsche marks		Florins néerlandais		Total	
	Engagements	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements	Avoirs
en millions de dollars E.U.												
Allemagne	270	570	40	70	40	90	///	///	10	10	360	730
Belgique-Luxembourg	360	480	130	130	30	60	70	100	50	40	640	810
France ²	650	670	190	180	250	260	120	140	60	70	1.270	1.320
Grande-Bretagne ³	3.200	3.000	200	200	///	///	200	200	50	50	3.650	3.450
Italie												
à l'égard des non-résidents	1.540	950	400	190	200	80	90	90	50	50	2.280	1.350
à l'égard des résidents des secteurs non bancaires	210	710	10	750	30	10	10	50	0	260	260	1.780
Pays-Bas												
à l'égard des non-résidents	270	440	30	30	40	100	20	150	///	///	360	720
à l'égard des résidents des secteurs non bancaires	20	10	0	—	10	10	20	0	///	///	50	20
Suède	80	150	20	20	10	50	0	20	10	10	120	250
Suisse	1.060	1.280	///	///	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	(1.060)	(1.280)
Japon ³												
à l'égard des non-résidents	1.770	1.260	20	0	300	210	40	20	10	0	2.140	1.490
à l'égard des résidents des secteurs non bancaires	560	1.270	0	10	20	290	0	10	0	0	580	1.580
Total	9.990	10.790	1.040	1.570	930	1.150	570	780	240	490	12.770	14.780

¹ A l'égard des non-résidents seulement, sauf pour l'Italie, les Pays-Bas et le Japon.

² A l'égard du secteur bancaire seulement.

³ Estimations.

dollars. De même, pour ce qui est des avoirs, les banques placent souvent des dollars sur le marché monétaire des Etats-Unis sans qu'il y ait aucun lien entre ces opérations et les transactions sur Euro-dollars. Toutefois, on ne peut dire que ces engagements ou ces avoirs forment une catégorie à part et, à ce titre, les exclure de la masse des Euro-devises; selon les circonstances, ils peuvent avoir des rapports avec les activités relevant de l'Euro-dollar ou n'en avoir aucun.

En second lieu, il est possible que les avoirs en dollars des banques, au lieu de provenir de dépôts en dollars, aient été acquis par conversion de dépôts effectués en une autre monnaie; de même, les banques peuvent employer les dollars qu'elles détiennent à consentir des prêts soit en dollars, soit en toute autre monnaie dans laquelle les dollars sont convertis. Le manque de concordance qui peut en résulter entre les engagements et les avoirs en dollars disparaîtrait si l'on considérait l'ensemble des fonds en monnaies étrangères — sauf quand il y a aussi des conversions effectuées entre ces monnaies et les monnaies nationales.

Enfin, il résulte des deux observations qui précèdent qu'on ne peut définir les Euro-dollars comme étant exclusivement constitués, soit par des dépôts en dollars confiés à des banques situées en dehors des Etats-Unis, soit par des avoirs en dollars appartenant à ces mêmes banques; il convient de tenir compte des deux côtés de leur bilan.

Dans ces conditions, il est évident qu'on ne peut donner une description statistique précise du marché des Euro-devises. Tout au plus peut-on présenter des données sur les engagements et les avoirs en devises des banques et arriver ainsi à une estimation raisonnable du volume probable de ce marché.

Dimensions actuelles du marché.

Dans le tableau de la page précédente, qui indique les avoirs et les engagements à court terme en devises des banques à la fin de septembre 1963, figurent la plupart des pays dont les banques commerciales jouent un rôle important sur le marché des Euro-devises. Les chiffres de ce tableau sont des chiffres bruts, en ce sens qu'ils comprennent les dépôts interbancaires entre pays. Toutefois, ils ne comprennent ni les dépôts de banque à banque à l'intérieur de chaque pays ni, pour la plupart des pays, les engagements et les créances à l'égard des résidents non bancaires. En tenant compte, par l'adjonction d'estimations, de ces données manquantes, ainsi que des autres pays dont les banques interviennent aussi sur le marché (Canada notamment), on obtiendrait un total brut d'engagements en devises supérieur à \$15 milliards (et un chiffre un peu plus élevé pour les avoirs).

Ce total, toutefois, ne signifie pas grand-chose, parce que les opérations interbancaires, dont le volume est important, amènent à compter certaines sommes deux fois. Les pays intéressés par ces opérations entre banques sont essentiellement les principaux pays d'Europe occidentale et le Canada; ils constituent ce qu'on pourrait appeler «la zone du marché», avec Londres comme centre le plus important. En supposant que l'on puisse exclure, afin de ne pas compter deux fois les mêmes sommes, tous les dépôts effectués par les banques commerciales de la zone du marché les unes auprès des autres, on obtient les chiffres du tableau ci-dessous, qui sont une estimation très approximative du volume net des engagements et des avoirs des banques en monnaies étrangères.

Les totaux indiqués sont inférieurs aux totaux réels, principalement parce que l'on n'a pu suppléer au manque de données concernant les résidents et parce qu'il est exagéré de supposer que toutes les transactions entre les banques commerciales situées dans la zone du marché représentent un double comptage.

Le tableau fournit, pour les dollars E.U., deux catégories de données, selon qu'il est ou qu'il n'est pas tenu compte de la position des banques à l'égard des Etats-Unis. Il en est de même pour les autres monnaies à l'égard de leur pays d'émission. Il en résulte que les chiffres de la première colonne sont trop bas par rapport aux véritables dimensions du phénomène «Euro-devises», car il conviendrait d'inclure certaines transactions à l'égard des pays d'émission des monnaies respectives. En revanche, ceux de la seconde colonne sont évidemment trop élevés,

Estimation du volume net des engagements et des avoirs à court terme des banques commerciales en monnaies étrangères.

A la fin de septembre 1963.

Rubriques	Non compris les avoirs et engagements à l'égard des pays d'émission*	Y compris les avoirs et engagements à l'égard des pays d'émission*
	en millions de dollars E.U.	
Dollars E.U.		
Engagements	4.450	6.700
Avoirs	3.350	7.800
Net	- 1.100	+ 1.100
Principales monnaies autres que le dollar E.U. (£, FS, DM, FI) ensemble		
Engagements	950	1.800
Avoirs	1.950	3.200
Net	+ 1.000	+ 1.400
Total des monnaies ci-dessus		
Engagements	5.400	8.500
Avoirs	5.300	11.000
Net	- 100	+ 2.500

* A l'exclusion des montants résultant des emprunts nets du Japon aux Etats-Unis en dollars et à la Grande-Bretagne en sterling.

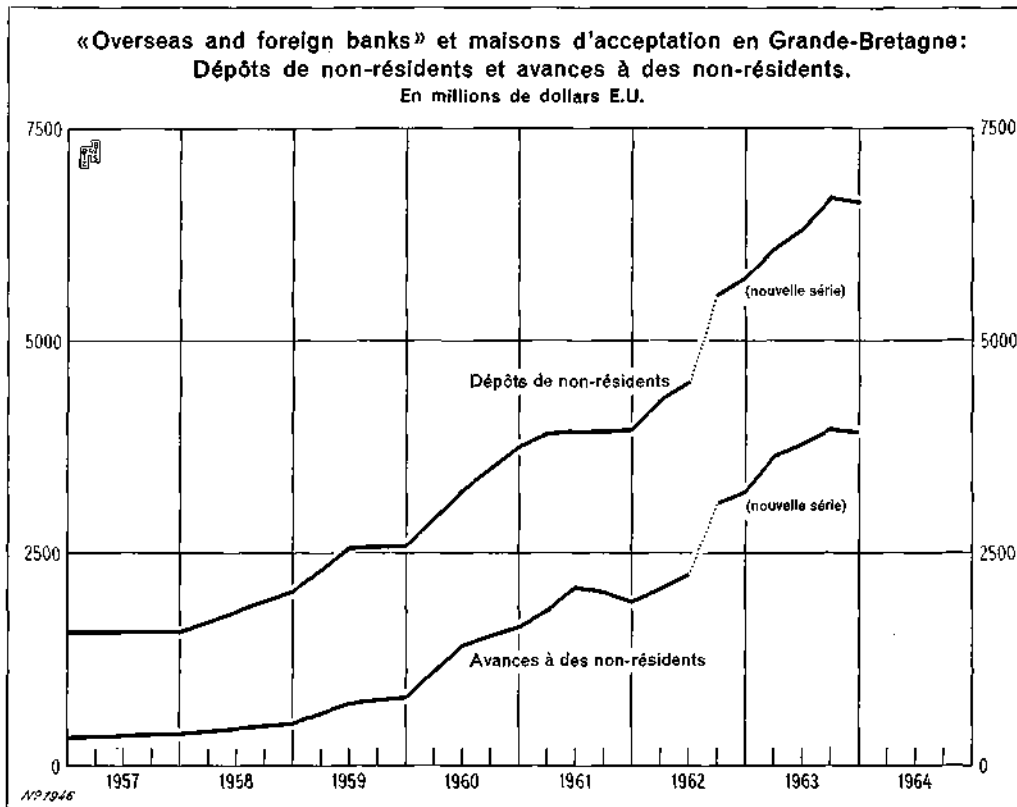
car ils tiennent compte d'un volume assez important de transactions à l'égard de ces pays, qui ne peuvent être considérées comme relevant du marché des Euro-devises. Tout bien pesé, il semble raisonnable d'évaluer le volume net de ce marché à la fin de septembre 1963 à un montant d'environ \$7 milliards (dont quelque \$5 milliards sous forme de dollars E.U.).

Evolution du marché depuis les dernières années de la décennie 1950-1960.

On ne dispose pas, en ce qui concerne le marché des Euro-devises, de statistiques comparables qui soient antérieures à 1963. Il existe cependant des données qui fournissent d'utiles indications sur son développement général depuis 1957: il s'agit des engagements et des avoirs, à l'égard des non-résidents, des banques londoniennes dites «overseas and foreign banks», et des maisons d'acceptation de Londres. Ces établissements effectuent la majeure partie des transactions sur Euro-devises qui ont lieu à Londres, et constituent par conséquent l'élément central de tout le marché. Les engagements qu'ils ont contractés sous forme de dépôts à l'égard de non-résidents, ainsi que les avances qu'ils leur ont consenties, se sont accrus de façon frappante depuis six ans, comme le montre le graphique ci-contre, et c'est essentiellement aux dépôts et aux avances en monnaies étrangères, et particulièrement en dollars, qu'a été due cette progression.

Les statistiques de la série qui va jusqu'en septembre 1962 ne portent pas sur la totalité des opérations. Toutefois, en faisant la part des omissions, on peut dire qu'entre 1957 et le dernier trimestre de 1963, les dépôts des non-résidents (y compris les dépôts libellés en sterling) ont augmenté de plus de \$4 milliards. Etant donné que le montant des engagements des banques en monnaies étrangères était peu élevé en 1957, ce chiffre est assez proche de celui auquel on évalue ces engagements en septembre 1963, soit \$3.650 millions.

Comme le montant brut des engagements en monnaies étrangères des banques anglaises à l'égard des non-résidents est environ moitié moins important que le volume net total des fonds en Euro-devises, il est clair qu'on ne peut tirer de ces données aucune conclusion précise quant à l'ensemble du marché. On peut toutefois en déduire que son expansion a probablement atteint son rythme maximum en 1960 et qu'après avoir été un peu moins rapide en 1961/62, elle s'est de nouveau quelque peu accélérée jusqu'à l'automne de 1963. Ce dernier point est confirmé par d'autres renseignements: on estime ainsi qu'entre mars et septembre 1963, le volume net du marché des Euro-devises a augmenté de \$500 millions et que la moitié environ de cet accroissement est imputable à des fonds de provenance



extérieure à la zone de l'O.C.D.E. Depuis lors, d'après les indications que l'on possède, le marché n'a pas fait de progrès.

Origines et utilisations des Euro-devises.

Il est d'un intérêt primordial de savoir où les banques, dans leur ensemble, se procurent leurs avoirs en devises et quelle utilisation elles en font en définitive. Étant donné le rôle prépondérant que joue le dollar sur le marché des Euro-devises, on peut s'en tenir essentiellement à cette monnaie. Si l'on considère les origines et les utilisations nettes de ces fonds (ces deux notions correspondant respectivement au passif et à l'actif du secteur des banques commerciales), on peut les classer comme suit:

Origines des avoirs en dollars auprès des banques commerciales situées en dehors des États-Unis :

1. Institutions officielles: banques centrales, gouvernements, organisations internationales.
2. Banques commerciales.
3. Secteurs non bancaires: entreprises et particuliers.

Utilisations des avoirs en dollars par les banques commerciales situées en dehors des Etats-Unis:

1. Prêts en dollars aux secteurs non bancaires.
2. Prêts aux secteurs non bancaires après conversion en une autre monnaie étrangère ou en monnaie nationale.
3. Placement de fonds auprès des banques des Etats-Unis et sur le marché monétaire de ce pays.

Origines des Euro-dollars. Les fonds provenant des institutions officielles parviennent sur le marché de l'Euro-dollar directement ou indirectement. Pour ce qui est de la provenance directe, on croit savoir que certaines banques centrales, d'Europe occidentale et d'ailleurs, ont placé une partie de leurs réserves en dollars – jusqu'à \$200 ou \$300 millions peut-être dans quelques cas – auprès de banques situées en dehors des Etats-Unis, vraisemblablement en vue d'obtenir un rendement plus élevé sur ces fonds. Les banques centrales des principaux centres financiers n'ont pas eu recours à ce genre de placement. D'après certaines indications, une grande partie des fonds investis sous forme d'Euro-dollars l'a été en 1960/61, lorsque les taux du marché monétaire des Etats-Unis étaient bas et que ceux de l'Euro-dollar s'en écartaient assez fortement. Outre les banques centrales, certaines organisations internationales, notamment la Banque des Règlements Internationaux, ont placé des fonds sous forme de dépôts sur le marché des Euro-dollars. Enfin, il convient d'ajouter que les fonds de roulement en monnaies convertibles des pays d'Europe orientale, qui représentent un volume appréciable, sont déposés auprès de banques situées en Europe occidentale.

En ce qui concerne les Euro-dollars provenant indirectement d'institutions officielles, certaines banques centrales, pour des raisons tenant à leur politique monétaire, ont offert aux banques commerciales de leurs pays des facilités pour se procurer des dollars – sous forme de swaps ou de dépôts. Les banques commerciales ont, à leur tour, employé une partie de ces dollars sur le marché des Euro-dollars. C'est ainsi que la Deutsche Bundesbank, pendant la majeure partie de l'année 1961 et en 1962, a incité les banques allemandes à détenir des dollars en leur consentant des conditions avantageuses pour les swaps; le montant sur lequel ces facilités ont porté a atteint un maximum d'environ \$1 milliard au début de 1962. A mesure que la situation de la balance des paiements a changé, ces avantages particuliers ont été progressivement supprimés, et vers la fin du premier trimestre de 1963, le montant des engagements de la Bundesbank au titre de ces swaps était tombé à zéro. En mars 1964, l'excédent extérieur étant redevenu important, la Bundesbank a offert de nouveau des conditions particulières pour les opérations de swap;

cette fois, elles ne pouvaient être obtenues pour des durées inférieures à trois mois et les banques qui en ont bénéficié ont été invitées à placer les dollars en bons du Trésor des États-Unis.

Un autre cas est celui de l'Office Italien des Changes qui, au cours des quatre dernières années, a fourni aux banques italiennes, soit au moyen de swaps, soit sous forme de dépôts, des dollars pour un montant qui a presque atteint \$1 milliard en 1962. Toutefois, après la fin de l'année 1962, quand les banques ont été autorisées à avoir une position extérieure nette débitrice, elles ont utilisé une partie du produit de leurs emprunts pour réduire leurs engagements en devises à l'égard de l'Office des Changes; au début de 1964, ces engagements étaient en conséquence tombés à un niveau sensiblement plus faible.

Ailleurs encore, au Japon, les autorités ont mis à la disposition des banques commerciales d'importants avoirs en dollars, afin de faciliter l'expansion du crédit bancaire. Enfin, à une échelle un peu plus modeste, la Banque Nationale Suisse a périodiquement offert aux banques commerciales la possibilité de se couvrir à terme, afin de les encourager à détenir des dollars; c'est un des moyens d'action qu'elle a utilisés pour compenser les entrées inopportunes de liquidités en Suisse — comme celles qui se sont produites par exemple au cours de l'été 1962, après la forte baisse intervenue à Wall Street et la vague de spéculation contre le dollar canadien, puis de nouveau en automne, après le déclenchement de l'affaire de Cuba.

Il va de soi que lorsque les autorités allemandes, italiennes ou autres fournissent ainsi des dollars à leurs banques commerciales, celles-ci peuvent fort bien avoir avantage à placer une partie de ces fonds sur le marché monétaire des États-Unis, sous forme d'avoirs analogues à ceux que les autorités auraient détenus elle-mêmes si elles avaient gardé les dollars. En d'autres termes, les engagements de swap des autorités envers les banques de leurs pays n'indiquent pas nécessairement qu'un montant équivalent de dollars est placé sur le marché des Euro-devises. Ce qu'on peut dire, toutefois, c'est que les banques et indirectement, par conséquent, le marché des Euro-devises, reçoivent moins de fonds provenant de sources officielles, et que, d'une façon générale, celles-ci sont donc devenues un peu moins importantes, tant en valeur relative qu'en valeur absolue, qu'elles ne l'étaient il y a deux ou trois ans. Leur apport se situe peut-être actuellement entre \$1,5 et \$2 milliards.

En ce qui concerne les banques commerciales, celles qui sont situées en dehors des États-Unis (par exemple en Allemagne et aux Pays-Bas) ont contribué à l'offre nette d'Euro-dollars avec des dollars achetés sur le marché contre monnaie nationale, par exemple à des exportateurs résidents. Les banques des États-Unis peuvent approvisionner le marché des Euro-dollars en faisant des dépôts auprès de banques situées à l'étranger, notamment leurs propres filiales, ou en octroyant des

crédits à leurs correspondants à l'étranger. Ce second cas ne devrait pas d'ordinaire intéresser le marché des Euro-devises. Mais il est impossible de tracer une limite précise, car des banques européennes peuvent tirer sur des facilités de crédit dont elles disposent à New York pour remédier à des pénuries temporaires de liquidités dans leur position en Euro-dollars.

L'importance quantitative de la source initiale d'approvisionnement constituée par les banques commerciales est donc particulièrement difficile à évaluer. En ce qui concerne les Euro-dollars, toutefois, les apports des banques semblent avoir été moins importants que ceux des secteurs non bancaires et des institutions officielles.

Il est probable que les secteurs non bancaires sont devenus maintenant les pourvoyeurs les plus importants d'Euro-dollars. Les entreprises et les particuliers ont choisi, tant pour des raisons de rentabilité que par commodité, de détenir des fonds en dollars hors des Etats-Unis plutôt que dans ce pays, et le volume de ces fonds a eu tendance à augmenter. En outre, l'existence du marché de l'Euro-dollar a incité les entreprises non américaines qui se livrent au commerce extérieur à accumuler systématiquement des fonds de roulement en dollars pour éviter les frais de conversion en monnaie nationale et de reconversion en dollars.

Le dollar étant une monnaie largement utilisée dans le commerce international, il est normal que les entreprises non américaines qui s'y livrent détiennent une partie de leurs liquidités sous cette forme. Il est probable, toutefois, bien qu'on manque sur ce point de preuves précises, que les entreprises américaines jouent un rôle plus important dans l'approvisionnement du marché de l'Euro-dollar, et que leur activité dans ce domaine s'est sensiblement développée depuis deux ou trois ans. Les sociétés ayant leur siège aux Etats-Unis ont placé des dollars directement en Europe, et une partie de ces fonds est parvenue aux banques européennes par l'intermédiaire du Canada. Toutefois, le rôle des filiales étrangères d'entreprises américaines — celles situées en Europe pour une part, mais plus particulièrement celles d'Amérique latine et du Moyen-Orient — a été plus important. Le mouvement de liquidités des Etats-Unis vers les banques situées à l'étranger a évidemment joué un rôle, ces dernières années, dans le déficit dont ont fait état les statistiques de la balance des paiements des Etats-Unis.

En résumé, toutes les sources énumérées ont contribué à approvisionner le marché de l'Euro-dollar, mais au cours des deux dernières années, les banques centrales ont, à cet égard, perdu un peu de terrain au profit des secteurs non bancaires. En ce qui concerne la répartition géographique, c'est surtout en Europe (celle de l'Est comprise) que des institutions officielles ont approvisionné le marché de l'Euro-dollar, tandis que les fonds d'origine non bancaire sont venus en majeure partie d'autres zones.

Origines des autres Euro-devises. On peut donner beaucoup moins d'indications sur les monnaies autres que le dollar. En ce qui concerne le sterling, il semble que les fonds que reçoivent les banques de Paris (centre des opérations sur l'Euro-sterling) et d'ailleurs proviennent surtout des pays non membres de l'O.C.D.E., qui sont justement ceux où l'importance du sterling dans les transactions commerciales et dans les réserves monétaires est la plus forte. Quant aux francs suisses, aux florins néerlandais et aux deutsche marks, ils viennent en grande partie d'Europe, et notamment des banques commerciales. D'une part, les banques suisses, néerlandaises et allemandes ont consenti des prêts ou confié des dépôts dans leur propre monnaie à des banques situées à l'étranger; d'autre part, les banques ont obtenu des devises au moyen de swaps; les banques néerlandaises, par exemple, semblent s'être procuré des deutsche marks de cette façon, tandis que les banques italiennes ont procédé à des swaps de dollars et de sterling contre francs suisses et florins.

Utilisations des Euro-devises. L'ultime utilisation des Euro-devises suppose un prêt en faveur d'un emprunteur autre qu'une banque; c'est le cas des deux premières catégories d'emplois indiquées en page 166. Toutefois, bien que l'existence même du marché dépende de la rentabilité des utilisations finales de ce genre, les banques emploient aussi des dollars (et d'autres monnaies) sur le marché monétaire, ce qui leur laisse plus de latitude et de souplesse dans leurs opérations. C'est dans cette catégorie d'utilisations des Euro-dollars qu'entre le cas particulier des transferts de dépôts en dollars que des succursales de banques américaines effectuent au profit de leur siège principal aux Etats-Unis — opérations qu'elles ont faites sur une assez vaste échelle.

Les utilisateurs ultimes d'Euro-devises les emploient la plupart du temps pour financer le commerce extérieur. Dans le cas des Euro-dollars, cette constatation vaut non seulement pour les nombreux emprunteurs situés en dehors des Etats-Unis qui utilisent le dollar pour le règlement des transactions commerciales, mais également pour certaines grandes entreprises américaines, comme par exemple les maisons d'exportation de coton et de blé, qui ont emprunté sur le marché des Euro-dollars plutôt qu'à New York. Mais si les entreprises sont incitées à contracter des emprunts en monnaies étrangères plutôt qu'en monnaie nationale, parce que les taux d'intérêt sont trop élevés ou parce qu'elles éprouvent des difficultés pour obtenir des crédits sur le marché intérieur, il devient impossible de préciser à quelles transactions les fonds servent en réalité. En outre, certains prêts d'Euro-devises n'ont manifestement eu aucun lien avec le commerce international; par exemple, aux Etats-Unis, certains agents de change et courtiers en valeurs mobilières ont emprunté sur le marché de l'Euro-dollar plutôt qu'aux banques de New York. Il convient de noter à ce propos que depuis quelque temps, les succursales

européennes des banques des Etats-Unis transfèrent moins de dépôts en Euro-dollars à leur siège social que ces dernières années, et prêtent davantage à des emprunteurs locaux, en particulier à des succursales et filiales étrangères d'entreprises américaines.

Il semble que depuis peu, les résidents situés en dehors d'Europe occidentale et d'Amérique du Nord représentent plus de 30% des emprunteurs définitifs d'Euro-dollars (dans le cas des autres Euro-devises, cette proportion est sensiblement inférieure). On ne peut guère en dire plus sur leur répartition géographique générale. Mais on voit un peu mieux quelle a été la destination des Euro-devises en examinant la situation d'emprunteurs nets dans laquelle quatre pays — Grande-Bretagne, Japon, Italie et Belgique — se sont trouvés à différentes époques.

La Grande-Bretagne a été emprunteuse nette d'Euro-devises dès les premiers moments de l'existence du marché, et ceci en raison des opérations des banques qui se sont procuré, en se couvrant à terme, des Euro-devises pour les convertir en sterling, en vue d'octroyer des prêts à court terme à certains résidents, en particulier aux collectivités locales et aux établissements de financement des ventes à crédit. Le montant des fonds ainsi convertis a varié, mais il est resté modeste par rapport au total des engagements des banques en devises, puisqu'il a été de l'ordre de quelques centaines de millions de dollars. Au cours de l'année 1963, les opérations de ce genre sont devenues moins intéressantes, et leur importance a eu tendance à diminuer.

Au Japon, c'est en partie en Euro-devises que les banques japonaises ont effectué, en 1961, leurs importants emprunts à l'étranger, et les Euro-devises ont continué d'être une source de crédit, notamment pour le financement du commerce extérieur japonais. Il semble que les montants en cause se soient élevés à plusieurs centaines de millions de dollars. En outre, les banques japonaises ont utilisé les dollars déposés chez elles par les autorités japonaises pour accorder des prêts à leur clientèle.

En ce qui concerne l'Italie, l'endettement net des banques à l'égard des non-résidents s'est accru d'environ \$1 milliard entre novembre 1962 et septembre 1963. Les fonds empruntés étaient constitués en majeure partie par des Euro-devises, et les avoirs correspondants des banques consistaient en créances en monnaies étrangères sur des résidents. En 1963, ces créances ont formé le type d'utilisation d'Euro-devises le plus important. A un moment donné, elles étaient libellées en francs suisses à concurrence de plus de la moitié; en dehors des francs suisses et des dollars, il y avait également des prêts d'une certaine importance en florins néerlandais et en deutsche marks.

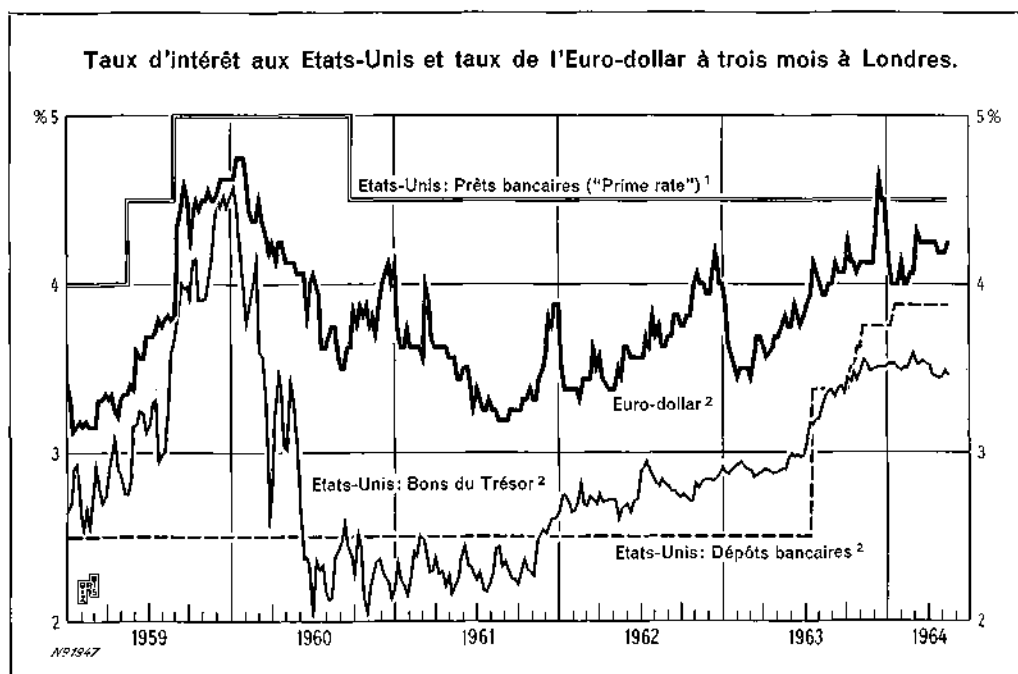
En Belgique, le Trésor a financé une partie du déficit budgétaire en 1960/61, ainsi qu'en 1963, en maintenant une dette flottante en devises dont le total s'élevait, à la fin de 1963, à plus de \$200 millions. En outre, les banques, en vue d'acquérir des bons du Trésor libellés en francs belges, ont emprunté à l'étranger des fonds qu'elles ont utilisés pour des swaps, et dont une partie est venue du marché des Euro-devises. En 1963, les autorités belges se sont également procuré des fonds à moyen terme sur le marché de l'Euro-dollar par l'émission à Londres de deux emprunts à trois ans d'un montant de \$20 millions chacun.

Taux d'intérêt de l'Euro-dollar.

Si le coût du crédit joue un rôle primordial sur tout marché financier, cette considération est d'une importance décisive pour le marché des Euro-devises. En effet, c'est la possibilité de jouer avec profit sur les écarts existant entre les taux d'intérêt, tant à l'intérieur d'un même pays qu'entre plusieurs pays, qui a incité avant tout les banques à se lancer dans ces opérations.

En ce qui concerne les Euro-dollars et leurs origines, certains dépôts en dollars ont manifestement été constitués en dehors des Etats-Unis pour d'autres raisons que l'attrait des taux d'intérêt: commodité, avantages fiscaux, etc. Mais c'est principalement en offrant une rémunération supérieure à celle des placements comparables effectués à New York que les banques ont été en mesure d'inciter les détenteurs de dollars à leur confier de tels dépôts. Quant aux emplois profitables que les banques ont faits de ces fonds, elles ont avancé des dollars à des utilisateurs définitifs, à des conditions plus avantageuses que celles offertes par les banques de New York ou – dans le cas d'emprunteurs qui n'ont pas accès au marché de New York – que celles dont les prêts en monnaie locale sont assortis. Ou encore, les écarts entre les taux (et la réglementation des changes) ont parfois permis aux banques de convertir des dollars en quelque autre monnaie, qui pouvait être la monnaie locale (encore que ce ne fût pas là une condition nécessaire) avant de consentir un prêt à un client non banquier. En fait, certaines d'entre elles offrent à leur clientèle toute une gamme de monnaies à des taux d'intérêt qui varient selon le coût de la couverture à terme.

Le plafond imposé par la «Regulation Q» aux taux de rémunération des dépôts aux Etats-Unis a contribué à favoriser l'expansion des dépôts en dollars dans les banques étrangères. En outre, ces dernières versent des intérêts sur les dépôts à vue et à très court terme, pratique interdite par la loi aux Etats-Unis. Ceci mis à part, il est de fait, toutefois, que beaucoup de banques considèrent les opérations sur Euro-devises comme une activité plutôt marginale et travaillent



¹ Taux des prêts bancaires aux emprunteurs de premier ordre. ² Taux d'intérêt de l'argent à trois mois.

avec des différences entre les taux des emprunts et ceux des prêts qui sont inférieures à celles admises pour des opérations bancaires normales en monnaie locale. Tel est le cas notamment pour les transactions de grande envergure qui sont effectuées sur le marché interbancaire.

L'introduction, dans l'activité bancaire, de ce nouvel élément de concurrence internationale a exercé une influence importante sur l'évolution des taux d'intérêt dans divers pays. Il semble qu'en Europe, notamment en Italie, cette influence ait joué dans le sens d'une baisse des taux des prêts bancaires.

Aux Etats-Unis, le taux maximum d'intérêt que la « Regulation Q » autorise à servir sur les dépôts à terme à trois mois ou plus a été porté à 4% en juillet 1963. Les banques new-yorkaises rémunèrent à 4% l'argent à six mois qui, s'il est placé sous forme de certificats de dépôt, constitue pour le porteur un placement liquide. Les taux des bons du Trésor à New York ont également monté, quoique dans des proportions un peu moindres. Toutefois, ces hausses ne se sont pas accompagnées d'une majoration générale des taux pratiqués par les banques new-yorkaises pour leurs prêts; en d'autres termes, l'écart entre taux débiteurs et taux créditeurs a diminué à New York. En conséquence, tandis que le taux des dépôts à trois mois en Euro-dollars est maintenant supérieur à 4%, l'écart entre les taux du marché de l'Euro-dollar et ceux de New York a été sensiblement plus faible ces derniers mois qu'il y a un ou deux ans.

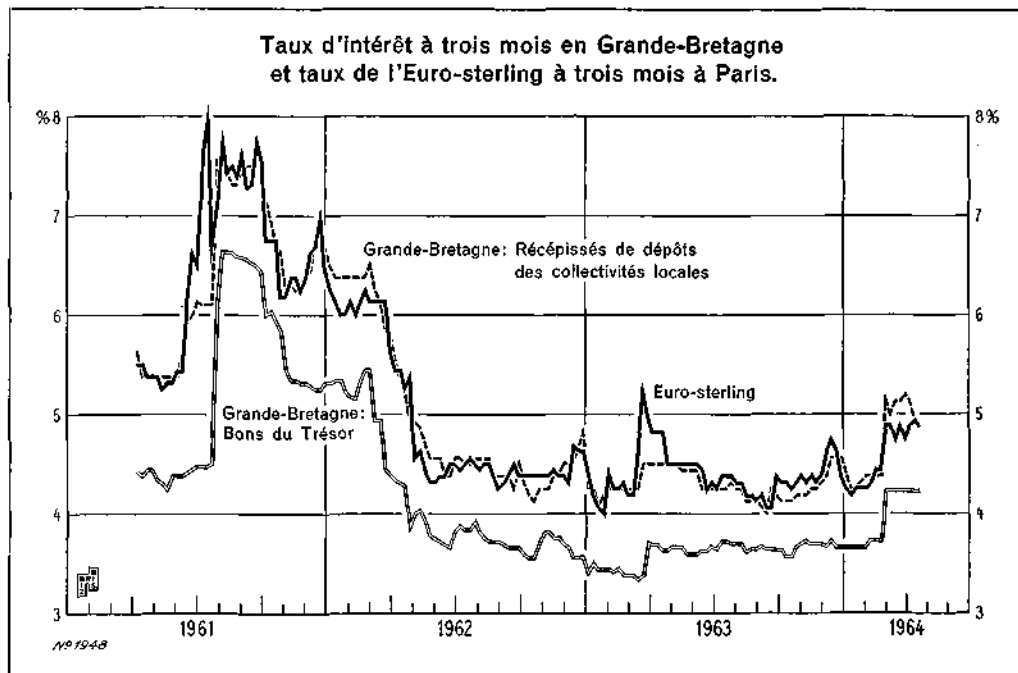
Taux d'intérêt des autres Euro-devises.

Les taux d'intérêt pratiqués sur les dépôts en d'autres Euro-devises sont fonction du profit net que laisse un swap en dollars. Par exemple, si le deutsche mark ou le franc suisse à trois mois se traite contre dollar avec un report de $\frac{1}{2}\%$ l'an, le taux d'intérêt pour les dépôts à trois mois en deutsche marks ou en francs suisses à Londres tendra à être inférieur d'environ $\frac{1}{2}\%$ à celui des dépôts en dollars à trois mois. En effet, le marché opère sur des fonds liquides, quelle que soit la monnaie dans laquelle ils sont libellés, et les taux d'intérêt sur les différentes monnaies doivent tenir compte du coût de la couverture à terme.

Pour montrer à quel point les taux des Euro-devises peuvent être indépendants de ceux du marché monétaire national, on peut prendre comme exemple l'évolution de l'Euro-deutsche mark pendant les années 1960 et 1961. Au cours des trois premiers trimestres de 1960, les taux d'intérêt sur le marché monétaire allemand ont fortement monté (le taux de l'escompte ayant été relevé de 4 à 5%); toutefois, le taux de l'Euro-deutsche mark à trois mois, à Londres, est passé d'un maximum de $4\frac{1}{2}\%$ au début de l'année à environ $2\frac{1}{2}\%$ à l'automne, parce que les taux d'intérêt du dollar ont baissé tant à New York qu'à Londres et que, simultanément, le cours du deutsche mark à terme s'est raffermi, alors que le marché monétaire allemand n'était pas librement accessible aux non-résidents.

A partir du second semestre de 1961, alors que les taux d'intérêt en Allemagne étaient en légère baisse, le taux du deutsche mark (ainsi que ceux du franc suisse et du florin) sur le marché des Euro-devises a commencé de monter; en fait, la hausse a atteint deux points entiers, le taux passant de 1 à 3%. Elle a été due en partie au changement de tendance du taux de l'Euro-dollar, qui a commencé de monter — le swap en sterling étant devenu plus attrayant depuis la majoration du taux de l'escompte en Grande-Bretagne —, mais surtout au fait que le déport du dollar par rapport aux monnaies du continent européen a diminué: dans le cas du mark, il est passé de $2\frac{1}{2}\%$ à un peu plus de $\frac{1}{2}\%$.

Quant au sterling, on sait que le marché monétaire britannique offre une gamme particulièrement vaste de possibilités d'investissement. Aussi les taux de l'Euro-sterling ne sont-ils pas déterminés simplement par les taux de l'Euro-dollar et par le coût du swap sterling-dollar. Ce facteur est sans doute le plus important. Mais en outre, les taux de l'Euro-sterling doivent aussi faire concurrence aux rendements réalisables sur des placements comparables en Grande-Bretagne, et le coût du swap, à son tour, subit l'influence de ces taux. Il existe donc, entre ces divers éléments, des liens réciproques de cause à effet. Le graphique de la page suivante montre que le taux de l'Euro-sterling à trois mois et celui des emprunts à trois mois des collectivités locales en Grande-Bretagne ont suivi une évolution étroitement parallèle. La



relation entre ces deux taux est double: ils entrent directement en concurrence (pour les détenteurs étrangers de sterling) et ils sont liés par l'intermédiaire du coût du swap dollar-sterling.

Le taux de l'Euro-sterling n'a dépassé sensiblement celui des emprunts des collectivités locales qu'à des époques de spéculation contre le sterling – en juillet 1961 et à certains moments au cours du premier trimestre de 1963.

Réglementation des changes, contrôle bancaire et marché des Euro-devises.

Le développement des opérations sur Euro-devises dépend non seulement des écarts qui existent entre les taux d'intérêt, mais encore de la marge de liberté dont disposent les banques dans le domaine des opérations de change. Une grande liberté leur a été accordée au cours des dix dernières années, généralement avant même que ne soit rétablie la convertibilité extérieure en Europe occidentale à la fin de 1958. Toutefois, dans la plupart des pays européens, les banques comme les secteurs non bancaires sont restés soumis à certaines restrictions de change, les banques étant en outre assujetties à d'autres contrôles qui visaient à exercer une influence sur leur position nette à l'égard des non-résidents.

En Grande-Bretagne, l'activité des banques en matière d'opérations sur monnaies étrangères a reçu une forte impulsion à la fin de l'été de 1957, lorsque des restrictions temporaires ont été apportées aux prêts en sterling à l'étranger, notamment

pour les transactions entre les non-résidents. Ce sont surtout les banques de la catégorie des «overseas banks» et les maisons d'acceptation qui ont donné de l'extension à ces opérations sur monnaies étrangères, car elles ont toujours, par tradition, joué le rôle principal dans les activités bancaires internationales de la «City». Peut-être convient-il également de remarquer à ce propos que ces banques ne sont pas assujetties aux obligations imposées aux «clearing banks» londoniennes en matière de liquidité.

Comme on l'a déjà signalé, la Grande-Bretagne est devenue emprunteuse nette d'Euro-devises parce que les banques se sont procuré de cette manière des ressources pour consentir, après swap en sterling, des prêts à divers emprunteurs, notamment aux collectivités locales. Dans ce pays, les résidents non banquiers n'ont pas le droit d'emprunter directement à l'étranger sans autorisation. Il a été annoncé, à l'automne de 1963, que les collectivités locales pourraient, à l'avenir, recourir au Trésor pour satisfaire une partie de leurs besoins financiers, et que leurs dettes à moins d'un an d'échéance ne devraient pas dépasser une certaine proportion de leur endettement total. Cette réglementation aura tendance à limiter les possibilités d'expansion de ce genre de prêts à court terme.

En Suisse, le «gentleman's agreement», conclu à l'origine en août 1960 entre la Banque Nationale Suisse et les autres banques, a encouragé la constitution de dépôts en monnaies étrangères en interdisant qu'un intérêt soit servi sur les nouveaux dépôts en francs suisses de non-résidents. Cette mesure a également favorisé l'extension des opérations sur Euro-francs suisses à l'étranger. Dans le programme de lutte contre l'inflation mis en œuvre par le gouvernement au printemps de 1964 figurait une mesure invitant les banques à investir à l'étranger, en monnaies étrangères, la contrepartie des nouveaux dépôts en francs suisses des non-résidents, ou à la stériliser à la banque centrale.

En Allemagne et aux Pays-Bas, la loi ne limite pas les opérations des banques avec l'étranger. En revanche, ces dernières années, les mesures prises par les pouvoirs publics dans le cadre de leur politique monétaire ont, à plusieurs reprises, amené les banques à placer des fonds sur le marché des Euro-devises (ainsi qu'aux Etats-Unis). De la fin de 1959 jusque vers le milieu de 1962, les autorités allemandes se sont efforcées d'encourager les sorties et de décourager les entrées de capitaux, et, depuis le début de 1964, leur politique a été de nouveau orientée vers cet objectif. Outre les facilités spéciales en matière de swap, la Bundesbank a utilisé deux catégories principales de mesures: elle a d'abord interdit que des intérêts soient servis sur les dépôts de non-résidents; elle a ensuite relevé le minimum des réserves que les banques doivent détenir en contrepartie de leurs engagements à l'égard de l'étranger.

Aux Pays-Bas, les autorités ont restreint le crédit à l'économie interne en 1961, puis de nouveau en 1963/64, en limitant le taux mensuel d'accroissement souhaitable du total des crédits bancaires aux résidents néerlandais. Si ce total est dépassé, les banques responsables du dépassement sont tenues de constituer auprès de la banque centrale des dépôts non productifs d'intérêt d'un montant égal à leur dépassement. Cette mesure les incite à conserver des avoirs liquides à l'étranger.

En Italie, les banques ont été invitées à équilibrer leur position en monnaies étrangères à l'égard des non-résidents à partir de janvier 1961, mais cette réglementation a été suspendue en novembre 1962. Normalement, les banques ne sont pas autorisées à convertir des monnaies étrangères en liras; quant aux résidents non bancaires, ils ne sont pas libres d'emprunter directement des devises à l'étranger. Il convient également de signaler, à ce propos, que les obligations de réserves minima auxquelles les banques italiennes sont assujetties ne s'appliquent pas à leurs engagements en monnaies étrangères.

Enfin, la réglementation des changes en France, dans son état actuel, est semblable dans ses grandes lignes à celle de l'Italie. Les banques ont seules le droit d'avoir une position extérieure en devises débitrice nette, mais elles ne peuvent convertir en monnaie nationale les fonds empruntés en monnaies étrangères. Les résidents peuvent se faire consentir des avances en devises pour le financement du commerce extérieur; toutefois, on n'a pas enregistré, ces dernières années, d'expansion anormale de ces prêts. Le coefficient de trésorerie auquel les banques françaises sont assujetties s'applique à tous leurs engagements. En avril 1963, les autorités françaises ont suivi l'exemple de la Suisse et de l'Allemagne, en interdisant le versement d'intérêts sur les dépôts en francs français des non-résidents; mais jusqu'à présent, les opérations sur Euro-francs sont restées très limitées.

L'Euro-dollar et la balance des paiements des Etats-Unis.

C'est d'abord le déficit de base de la balance des paiements des Etats-Unis qui a contribué au développement du marché de l'Euro-dollar en permettant à des étrangers de disposer de quantités considérables de dollars. Mais ce marché a ensuite attiré, directement ou indirectement, des ressources supplémentaires provenant d'entreprises situées aux Etats-Unis et de leurs filiales à l'étranger. Ces mouvements de fonds se sont traduits (dans la mesure où ils n'ont pas servi à financer des exportations américaines supplémentaires) par un accroissement des engagements liquides des Etats-Unis à l'égard des étrangers, c'est-à-dire, selon la conception actuelle des statistiques américaines, par une aggravation du déficit

de la balance des paiements des Etats-Unis. Toutefois, on ne sait pas très bien dans quelle mesure les problèmes de financement extérieur de ce pays s'en sont trouvés compliqués.

Tout d'abord, lorsque des fonds américains sont placés sur le marché de l'Euro-dollar, il en résulte une augmentation des engagements liquides des Etats-Unis, mais celle-ci n'est que la contrepartie d'un accroissement des créances exigibles de ce pays. Tant que les dollars restent sur le marché, c'est-à-dire tant qu'il y a engagement des Etats-Unis à l'égard d'un créancier étranger autre qu'une institution officielle, ces dollars n'ont aucune incidence sur le stock d'or des Etats-Unis. Mais ils peuvent manifestement en avoir une s'ils vont en définitive grossir les réserves officielles de quelque autre pays. En revanche, comme le marché des Euro-devises permet aussi une utilisation plus aisée des dollars appartenant à des étrangers, il tend à empêcher les ventes de ces dollars aux autorités de devenir trop importantes. En outre, dans la mesure où le marché de l'Euro-dollar a simplement relayé les banques de New York pour le financement du commerce international, il n'a aucune incidence sur la balance des paiements des Etats-Unis.

Ainsi, il n'est pas possible de dire quel a été l'effet net résultant de la combinaison de ces divers facteurs. Le marché de l'Euro-dollar a peut-être aggravé le problème de la balance des paiements des Etats-Unis; mais il n'a pas pu avoir d'incidence déterminante à ce propos, car le problème existait de toute façon.

* * *

Le marché des Euro-devises a pris rapidement de l'extension en l'espace de quelques années et constitue aujourd'hui une source importante de crédit international. Il s'est facilement adapté aux importants changements qui ont affecté l'origine ou l'emploi des fonds. Ce marché met en présence de nombreux prêteurs et emprunteurs qui y trouvent, les uns comme les autres, des conditions plus favorables que celles qu'ils auraient pu avoir ailleurs; de plus, considérée dans une plus large perspective, l'impulsion qu'il a donnée au mouvement d'uniformisation des taux de l'argent a utilement contribué à l'équilibre monétaire international.

En même temps, le marché des Euro-devises a fait l'objet de certaines critiques; il lui a été reproché notamment de gêner les efforts déployés pour lutter contre l'inflation, et de conduire à des pratiques bancaires imprudentes, qui pourraient se révéler dangereuses en cas d'un important retrait de fonds par les déposants. En ce qui concerne le premier point, les emprunts sur le marché des Euro-devises peuvent permettre au secteur privé d'un pays donné d'échapper au resserrement du crédit à l'économie interne; de même, ce procédé peut offrir aux autorités un moyen de retarder les mesures destinées à remédier à un déficit extérieur. Pour

ce qui est du reproche concernant les pratiques imprudentes, il se peut que certaines banques aient considéré les Euro-devises comme relevant essentiellement du domaine des opérations de change, et n'aient pas toujours examiné d'assez près le standing et la solvabilité des emprunteurs individuels. Ce point a attiré l'attention en 1963 quand certaines banques ont subi des pertes, dues à quelques créances irrécouvrables, à l'occasion de leurs opérations sur monnaies étrangères. En outre, on prétend que de longues chaînes d'opérations de banque à banque peuvent conduire à un allongement excessif des périodes pour lesquelles les emprunteurs définitifs obtiennent des fonds par rapport aux échéances auxquelles les premiers déposants les placent; ceci est imputable en partie à l'étroitesse des écarts entre les taux d'intérêt, qui peut inciter les banques à chercher des rendements plus élevés en accordant des prêts à plus long terme.

Ces arguments contiennent une part de vérité, mais c'est une part dont on risque facilement d'exagérer l'importance. En particulier, il n'est pas établi qu'à l'occasion des opérations sur les Euro-devises, les banques en général se soient départies de leur règles de prudence traditionnelles. En outre, les arguments concernant la lutte contre l'inflation et le risque de non-recouvrement des créances pourraient s'appliquer pour l'essentiel non seulement aux prêts en Euro-devises, mais au crédit international en général. Certaines des critiques qui ont été formulées à l'encontre de ce marché sont dues sans doute au fait qu'il s'agit d'un phénomène nouveau, et à l'importance croissante qu'ont prise les Euro-devises dans les mouvements de capitaux à court terme depuis quelques années. En fait, jusqu'à présent, il ne semble pas que ce marché ait posé, au point de vue de la politique monétaire et financière, des problèmes d'un autre ordre que les autres mouvements de fonds à court terme.

VI. ACCORD MONÉTAIRE EUROPÉEN.

L'Accord Monétaire Européen est entré en vigueur le 27 décembre 1958. L'Organisation de Coopération et de Développement Economiques, qui a succédé en septembre 1961 à l'Organisation Européenne de Coopération Economique, en assure l'exécution. L'Accord Monétaire Européen comporte deux éléments principaux: le Fonds européen et le Système multilatéral de règlements.

Lorsque le Comité directeur a procédé, conformément à l'article 32 de l'Accord, à l'examen du fonctionnement de ce dernier, il a jugé inopportun d'y apporter actuellement des changements substantiels. Adoptant les recommandations formulées par le Comité, le Conseil a décidé, à la fin de 1963, de proroger l'Accord jusqu'au 31 décembre 1964 et de procéder à un nouvel examen de son fonctionnement dans le courant de l'année 1964.

La première partie du présent chapitre sera consacrée à la description des quelques modifications apportées au fonctionnement de l'Accord en 1964; dans la seconde et la troisième partie seront examinées les opérations et la gestion du Fonds européen ainsi que du Système multilatéral de règlements jusqu'en mars 1964.

1. Prorogation de l'Accord.

La seule modification apportée aux dispositions de l'Accord à l'occasion de son renouvellement concerne le nombre des membres du Comité, qui a été porté de sept à huit; la règle de la majorité a été modifiée en conséquence, et prévoit que les décisions seront prises soit à la majorité de cinq membres, soit à la majorité de quatre membres, si l'un de ceux-ci est le Président.

Peu après le renouvellement de l'Accord, le Conseil, sur la recommandation du Comité directeur, a institué une nouvelle méthode de calcul des versements semestriels d'intérêts sur les contributions. La nouvelle méthode, dont l'adoption n'a pas amené de changement au texte de l'Accord, a été appliquée pour la première fois au versement de l'intérêt relatif au second semestre de 1963. Dans le système précédent, l'intérêt était payé sur la base d'un taux annuel uniforme pour le semestre considéré. L'inconvénient de cette méthode était que les divers pays recevaient des fractions inégales de leur part totale du revenu chaque fois que leur participation relative au capital variait, par exemple lorsque les contributions faisaient l'objet d'ajustements, ou à la suite de l'appel d'une contribution précédemment

différée. Afin d'éviter ces inconséquences, les versements semestriels d'intérêt seront désormais déterminés de façon que le montant cumulatif de l'intérêt versé à chaque pays représente un pourcentage uniforme de la part totale du revenu à laquelle il aurait droit si le Fonds était liquidé à la fin du semestre en cause.

2. Opérations effectuées au titre de l'Accord.

Fonds européen.

A. Octroi et utilisation des crédits. On trouvera dans le tableau ci-contre la récapitulation des crédits accordés par le Fonds européen, avec l'indication des intérêts et commissions de service. Les versements correspondant aux tirages effectués et les remboursements de crédits sont faits en or.

A la fin du mois de mars 1963, les crédits consentis s'élevaient à un total de \$100 millions* en faveur de deux pays, et ce montant avait été utilisé à concurrence de \$95 millions.

Le crédit de \$5 millions consenti à l'Islande à partir du 1^{er} avril 1962 a été annulé avec effet au 1^{er} avril 1963 sans avoir donné lieu à aucun tirage.

La Turquie a remboursé à échéance au Fonds européen, le 30 juin 1963, la troisième et dernière tranche, d'un montant de \$15 millions, du second crédit qui lui avait été accordé. A la même date, ce pays a tiré la seconde tranche, d'un montant de \$15 millions, de son quatrième crédit; le total des crédits utilisés et non remboursés est donc resté au niveau de \$95 millions auquel il se maintient depuis mars 1963. Le troisième crédit, d'un montant total de \$45 millions, consenti en mars 1962, comportait deux tranches, utilisables chacune dans un délai de trois ans. La première, de \$20 millions, disponible à partir du 1^{er} avril 1962, a été tirée intégralement le 12 juin 1962, et la deuxième, de \$25 millions, disponible à partir du 1^{er} août 1962, a été tirée intégralement le 9 octobre 1962.

Le quatrième crédit, accordé en mars 1963, et s'élevant à \$50 millions, a lui aussi été mis à la disposition de la Turquie en deux tranches: la première, d'un montant de \$35 millions, utilisable à partir du 15 mars 1963, a été tirée en totalité le 21 du même mois, et la seconde, d'un montant de \$15 millions, disponible à partir du 30 juin 1963, a été intégralement tirée à la même date. Le quatrième crédit doit être remboursé en quatre versements: un, de \$10 millions, le 31 octobre

* Pour plus de commodité, le signe \$ est utilisé tout au long du présent chapitre, que le montant en cause soit libellé en dollars E. U., en or ou en unités de compte A. M. E.

A.M.E.: Crédits accordés par le Fonds européen.

	Montant accordé	Période d'utilisation du crédit	Intérêt sur les montants utilisés	Commission de service sur les montants non utilisés
	en millions d'unités de compte		en pourcentage annuel	
Crédits remboursés ou annulés				
Grèce	15,0	16 février 1959 au 16 décembre 1959	3,50	0,25
Turquie (1er crédit)	21,5	16 février 1959 au 15 février 1961	3,50	0,25
Espagne	75,0	1er août 1959 au 16 février 1961	3,75	0,25
	25,0	15 février 1960 au 9 août 1961		
Islande (1er crédit)	7,0	20 février 1960 au 19 février 1962	4,00	0,25
	5,0	1er août 1960 au 1er avril 1962		
Turquie (2ème crédit)	15,0	1er janvier 1961 au 31 décembre 1962	3,75	0,25
	20,0	15 février 1961 au 14 février 1963		
Islande (2ème crédit)	15,0	1er juillet 1961 au 30 juin 1963	3,75	0,25
	5,0	1er avril 1962 au 1er avril 1963		
Crédits disponibles				
Turquie (3ème crédit)	20,0	1er avril 1962 au 31 mars 1965	3,75	0,25
	25,0	1er août 1962 au 31 juillet 1965		
Turquie (4ème crédit)	35,0	15 mars 1963 jusqu'aux dates ci-dessous*	3,50	0,25
	15,0	30 juin 1963 jusqu'aux dates ci-dessous*		
Crédit accordé et non encore disponible à la fin de mars 1964				
Turquie (5ème crédit)	20,0	10 avril 1964 jusqu'aux dates ci-dessous*	3,00	0,25

* Remboursement du quatrième crédit: 10 millions le 31 octobre 1964, 15 millions le 15 mars 1966, 15 millions le 31 octobre 1966 et 10 millions le 15 mars 1967— Remboursement du cinquième crédit: en quatre échéances de 5 millions chacune, respectivement le 30 novembre 1964, le 31 décembre 1964, le 31 janvier 1965 et le 28 février 1965.

1964, deux, de \$15 millions chacun, les 15 mars et 31 octobre 1966 respectivement, et le dernier, de \$10 millions, le 15 mars 1967. Sauf celle de \$10 millions, remboursable en octobre 1964, chaque tranche est utilisable pour des tirages dans un délai de trois ans.

A.M.E.: Utilisation des crédits consentis.

Au terme des opérations du mois	Grèce	Turquie		Espagne		Islande		Totaux		
	Disponible et non utilisé	Disponible et non utilisé	Utilisé et non remboursé	Disponible et non utilisé	Utilisé et non remboursé	Disponible et non utilisé	Utilisé et non remboursé	Disponible et non utilisé	Utilisé et non remboursé	Total des crédits accordés
en millions d'unités de compte										
1959										
février	15,0	21,5	—	—	—	—	—	36,5	—	36,5
juin	15,0	20,5	1,0	—	—	—	—	35,5	1,0	36,5
juillet	15,0	19,5	2,0	51,0	24,0	—	—	85,5	26,0	111,5
août	15,0	13,5	8,0	51,0	24,0	—	—	79,5	32,0	111,5
octobre	15,0	2,5	19,0	51,0	24,0	—	—	68,5	43,0	111,5
novembre . . .	15,0	1,5	20,0	51,0	24,0	—	—	67,5	44,0	111,5
décembre . . .	—	0,5	21,0	51,0	24,0	—	—	51,5	45,0	96,5
1960										
février	—	0,5	21,0	76,0	24,0	2,0	5,0	78,5	50,0	128,5
mars	—	—	21,5	76,0	24,0	2,0	5,0	78,0	50,5	128,5
juin	—	—	21,5	76,0	24,0	—	7,0	76,0	52,5	128,5
juillet	—	—	21,5	76,0	24,0	5,0	7,0	81,0	52,5	133,5
décembre . . .	—	15,0	21,5	76,0	24,0	5,0	7,0	96,0	52,5	148,5
1961										
janvier	—	15,0	21,5	100,0	—	5,0	7,0	120,0	28,5	148,5
février	—	13,0	22,0	25,0	—	5,0	7,0	43,0	29,0	72,0
juin	—	15,0	35,0	25,0	—	5,0	7,0	45,0	42,0	87,0
juillet	—	—	50,0	25,0	—	5,0	7,0	30,0	57,0	87,0
août	—	—	50,0	—	—	5,0	7,0	5,0	57,0	62,0
décembre . . .	—	—	50,0	—	—	7,0	5,0	7,0	55,0	62,0
1962										
janvier	—	—	50,0	—	—	9,5	2,5	9,5	52,5	62,0
février	—	—	50,0	—	—	5,0	—	5,0	50,0	55,0
mars	—	20,0	50,0	—	—	5,0	—	25,0	50,0	75,0
juin	—	—	70,0	—	—	5,0	—	5,0	70,0	75,0
juillet	—	25,0	70,0	—	—	5,0	—	30,0	70,0	100,0
octobre	—	—	95,0	—	—	5,0	—	5,0	95,0	100,0
décembre . . .	—	—	80,0	—	—	5,0	—	5,0	80,0	85,0
1963										
février	—	—	60,0	—	—	5,0	—	5,0	60,0	65,0
mars	—	—	95,0	—	—	—	—	—	95,0	95,0
1964										
mars	—	—	95,0	—	—	—	—	—	95,0	95,0

Entre juin 1959, époque à laquelle a été effectué le premier tirage, et mars 1964, dix-huit tirages d'un montant total de \$199,5 millions ont été effectués sur les divers crédits consentis par le Fonds; d'autre part, les remboursements ont atteint \$104,5 millions. Le montant net utilisé et non remboursé était donc, après les opérations de mars 1964, de \$95 millions. Un nouveau crédit, d'un montant de \$20 millions, a été octroyé à la Turquie avec effet au 10 avril 1964.

Le tableau relatif à l'utilisation des crédits consentis indique la situation à la clôture des opérations, pour chacun des mois au cours desquels des modifications sont intervenues.

B. Appel du capital. Depuis janvier 1962, l'Agent n'est plus tenu de procéder automatiquement à un appel de capital dès que le montant des avoirs liquides du Fonds européen tombe au-dessous de \$100 millions. Il appartient désormais au Comité directeur de déterminer le niveau variable auquel ces avoirs liquides doivent être maintenus.

Le mécanisme prévu pour les appels de capital a été appelé à jouer, pour la première fois, le 3 août 1959, et utilisé depuis à trois reprises; le dernier appel remonte au 7 mars 1960. Au total, \$38 millions ont été appelés sur les contributions non différées des pays membres.

Système multilatéral de règlements.

En l'espace de cinq ans et trois mois, les paiements faits au Fonds européen ou par lui dans le cadre des règlements multilatéraux se sont élevés à \$37,1 millions. Les règlements se rapportant à chaque mois ont lieu le cinquième jour ouvrable du mois suivant.

Aucun tirage effectué au titre du financement intérimaire n'a été inclus dans les règlements mensuels puisque toutes les avances accordées ont été remboursées avant la fin du mois. Un seul pays a utilisé largement la possibilité d'obtenir ainsi des avances d'autres pays membres; il s'en est servi pour la dernière fois en mars 1963. Le taux d'intérêt perçu sur ces avances est de 3%, après avoir été de 2% jusqu'en juillet 1959, puis de 2½% jusqu'en février 1960.

Les montants inclus dans les règlements, en dehors des trois cas relatés ci-après, ont été entièrement constitués par des soldes résultant d'accords bilatéraux de paiements conclus entre des pays membres; sur les sept accords qui avaient, à l'origine, fait l'objet de notifications, un seulement restait en vigueur en mars 1964.

A trois reprises, les soldes de comptes enregistrant d'autres opérations entre banques centrales ont été inclus dans les règlements. Les montants en question peuvent être notifiés par le détenteur soit en fin de mois, soit encore, comme ce fut

**A.M.E.: Paiements effectués dans le cadre du Système multilatéral de règlements,
de janvier 1959 à mars 1964.**

Période comptable	Paiements effectués par le Fonds à (+) ou reçus par le Fonds de (-)									Total des paiements effectués par le Fonds et reçus par lui
	Autriche	Danemark	Grèce	Islande	Italie	Norvège	Pays-Bas	Suède	Turquie	
en milliers de dollars E.U.										
1959 premier exercice	+ 10.527	+ 10	-	-	+ 243	+ 44	+ 1.400	-	+ 2.350	14.574
	-	- 67	- 10.707	-	-	- 876	- 1.378	- 243	- 1.304	
1960 second exercice	+ 8.676	+ 207	-	-	-	+ 343	-	-	+ 2.202	11.428
	-	- 83	- 9.283	-	-	- 1.045	-	-	- 1.016	
1961 troisième exercice	+ 5.880	+ 23	+ 262	-	-	+ 274	-	-	+ 654	7.093
	-	-	- 4.924	- 23	-	- 251	-	-	- 1.895	
1962 quatrième exercice	-	-	-	-	-	+ 97	-	-	+ 2.539	2.636
	-	-	- 2.314	-	-	- 323	-	-	-	
1963										
janvier . . .	-	-	- 4	-	-	+ 4	-	-	- 0	4
février . . .	-	-	+ 116	-	-	- 10	-	-	- 105	116
mars . . .	-	-	+ 18	-	-	+ 19	-	-	- 37	37
avril . . .	-	-	- 65	-	-	+ 108	-	-	- 42	108
mai . . .	-	-	- 55	-	-	-	-	-	+ 55	55
juin . . .	-	-	- 35	-	-	-	-	-	+ 35	35
juillet . . .	-	-	+ 152	-	-	-	-	-	- 152	152
août . . .	-	-	- 32	-	-	-	-	-	+ 32	32
septembre . . .	-	-	- 89	-	-	-	-	-	+ 89	89
octobre . . .	-	-	- 158	-	-	-	-	-	+ 158	158
novembre . . .	-	-	- 211	-	-	-	-	-	+ 211	211
décembre . . .	-	-	- 88	-	-	-	-	-	+ 88	88
1964										
janvier . . .	-	-	- 133	-	-	-	-	-	+ 133	133
février . . .	-	-	- 121	-	-	-	-	-	+ 121	121
mars . . .	-	-	- 57	-	-	-	-	-	+ 57	57
Total des paiements effectués par le Fonds (+) ou reçus par lui (-)	+ 25.083	+ 240	+ 547	-	+ 243	+ 889	+ 1.400	-	+ 8.723	37.126
	-	- 150	- 28.274	- 24	-	- 2.505	- 1.378	- 243	- 4.552	
Montant net des règlements	+ 25.083	+ 90	- 27.727	- 24	+ 243	- 1.616	+ 22	- 243	+ 4.171	-

le cas en ces trois circonstances, lorsque sont modifiés les cours acheteur ou vendeur de la monnaie dans laquelle le compte est tenu. Des soldes de cette nature ont donc été notifiés à la suite de la modification des marges des cours de change intervenue en Suède au mois de novembre 1959, puis, après les deux dévaluations de la couronne islandaise, en février 1960 et en août 1961; les montants ainsi notifiés, d'ailleurs peu importants, ont été réglés sur la base du cours vendeur fixé pour le dollar E.U. par les deux pays en cause avant la modification.

3. Gestion du Fonds européen et du Système multilatéral de règlements.

Le Comité directeur de l'A.M.E. veille à l'exécution de l'Accord et donne son avis au Conseil de l'O.C.D.E. sur toutes les questions ayant trait à son fonctionnement. En outre, il suit attentivement l'évolution de la situation financière et économique générale des pays membres sur la base des rapports présentés par le Secrétariat, par les différents comités de l'Organisation et, occasionnellement, par des missions spéciales. Le Comité, pour s'acquitter de ses fonctions, se réunit chaque fois qu'il est nécessaire; il se réunit maintenant environ sept fois par an. Sa présidence est toujours assurée par M. Hay qui a succédé au Dr von Mangoldt en janvier 1962.

L'Agent présente un rapport mensuel sur les opérations et les investissements du Fonds européen ainsi que sur le fonctionnement du Système de règlements; la Banque des Règlements Internationaux fournit aussi chaque mois au Comité une documentation sur les marchés internationaux de l'or, des changes et des capitaux, ainsi que sur l'évolution des réserves des banques centrales en fonction de la situation des balances des paiements.

Les opérations du Fonds, telles qu'elles sont décrites dans les pages précédentes, ressortent clairement du résumé de la situation des comptes reproduit ci-après.

Les crédits et créances en cours, qui étaient, à l'ouverture des comptes, de \$35 millions (montant des créances sur la Norvège et la Turquie transférées de l'Union Européenne de Paiements), se sont élevés à \$87,8 millions à la fin de l'année 1961 par suite des tirages opérés sur les crédits accordés. Ce montant a ensuite légèrement diminué en raison des remboursements effectués par l'Islande en janvier et en février 1962, puis s'est de nouveau relevé pour atteindre un maximum de \$127,8 millions en octobre 1962, après que la Turquie eut tiré la totalité de son troisième crédit. Les remboursements auxquels la Turquie a procédé sur le second crédit, et le second paiement effectué par la Norvège et la Turquie au titre de l'amortissement des dettes mentionnées ci-dessus, ont réduit de nouveau ce total, mais le tirage par la Turquie de la première tranche de son quatrième crédit l'a porté à \$125,5 millions à fin mars 1963. Le tirage par la Turquie de la seconde tranche de ce même crédit, en juin 1963, n'a fait que remplacer la troisième tranche, d'un montant de \$15 millions, du second crédit, qui venait à échéance à la même date, et à fin mars 1964, après le troisième versement d'amortissement de la Norvège et de la Turquie, le total des crédits et créances en cours s'élevait à \$123,1 millions.

Pour faire face aux tirages, on a recouru d'abord aux avoirs liquides transférés de l'U.E.P., jusqu'à ce que ceux-ci se trouvent ramenés aux alentours de

A.M.E.: Résumé de la situation des comptes du Fonds européen.

Après les opérations mensuelles	Actif				Total de la situation	Passif	
	Avoirs liquides	Compte auprès du Trésor américain	Capital non appelé des pays membres	Crédits et créances en cours		Capital	Compte de profits et pertes
en millions d'unités de compte							
A l'origine	113,0	123,5	328,4	35,0	600,0	600,0	—
1959 décembre	104,4	123,5	302,9	80,0	610,9	607,5	3,4
1960 décembre	106,4	123,5	297,9	87,5	615,3	607,5	7,8
1961 décembre	109,2	123,5	297,9	87,8	618,4	607,5	10,9
1962 décembre	90,4	123,5	297,9	110,5	622,3	607,5	14,8
1963 janvier	90,5	123,5	297,9	110,5	622,4	607,5	14,9
février	110,1	123,5	297,9	90,5	622,0	607,5	14,5
mars	75,2	123,5	297,9	125,5	622,1	607,5	14,6
avril	75,3	123,5	297,9	125,5	622,2	607,5	14,7
mai	75,4	123,5	297,9	125,5	622,3	607,5	14,8
juin	76,9	123,5	297,9	125,5	623,8	607,5	16,3
juillet	76,6	123,5	297,9	125,5	623,5	607,5	16,0
août	76,7	123,5	297,9	125,5	623,6	607,5	16,1
septembre	76,8	123,5	297,9	125,5	623,7	607,5	16,2
octobre	76,9	123,5	297,9	125,5	623,8	607,5	16,3
novembre	76,9	123,5	297,9	125,5	623,8	607,5	16,3
décembre	82,1	123,5	297,9	129,1	626,6	607,5	19,1
1964 janvier	82,2	123,5	297,9	123,1	626,7	607,5	19,2
février	82,1	123,5	297,9	123,1	626,6	607,5	19,1
mars	81,6	123,5	297,9	123,1	626,2	607,5	18,7

\$100 millions, en juillet 1959. Entre cette date et janvier 1962, ils ont été maintenus à ce niveau grâce à des appels de contributions adressés aux pays membres, ce que traduit la réduction du capital non appelé. Depuis janvier 1962, le capital n'étant plus automatiquement appelé, on a laissé les ressources liquides descendre au-dessous du niveau de \$100 millions.

Dans le courant de la période d'un an s'achevant en mars 1964, le total de la situation des comptes s'est accru de \$4,1 millions, ce qui est dû entièrement à une nouvelle progression des revenus non distribués.

Les contributions versées à la suite des appels adressés aux pays membres produisaient, jusqu'à présent, un intérêt dont le taux était fixé semestriellement et qui était réglé par prélèvement sur les revenus du Fonds européen. Il y a eu neuf distributions, dont huit, se rapportant à la période janvier 1959-juin 1963, ont été faites sur la base d'un taux annuel de 2%. Pour la neuvième distribution, qui concerne le second semestre de 1963; la nouvelle méthode de calcul des intérêts, décrite dans la section I du présent chapitre, a été appliquée pour la première

fois; conformément à une décision du Comité directeur, le versement d'intérêts effectué au titre de ce semestre a porté le montant cumulatif des intérêts versés à \$3,5 millions, ce qui représente 90% de la part totale qui serait attribuée à chaque pays membre sur le revenu du Fonds si celui-ci était liquidé à la fin du semestre en question.

* * *

C'est maintenant la sixième année que l'Accord Monétaire Européen est en vigueur; l'examen de son fonctionnement, auquel il a été procédé en 1963, n'a pas entraîné de changement important de ses dispositions. Dans le domaine de la coopération monétaire internationale, la procédure instituée au début de 1963 pour la notification des opérations de soutien conclues entre les banques centrales des pays membres a été utilisée; ainsi s'est trouvé renforcé le rôle du Comité directeur en tant qu'instance permettant aux pays membres de se consulter et d'échanger des renseignements.

TROISIÈME PARTIE.

OPÉRATIONS DE LA BANQUE.

1. Activité du Département bancaire.

Le bilan de la Banque au 31 mars 1964, contrôlé par les vérificateurs aux comptes, figure à la fin du présent Rapport. La présentation comptable des postes n'a subi aucune modification.

* * *

Le total de la première partie du bilan au 31 mars 1964 s'élève à 5.777.990.295 francs* contre 4.950.068.854 au 31 mars 1963.

Le tableau ci-contre permet d'apprécier l'évolution du total du bilan à la fin de chacun des cinq derniers exercices.

B. R. I.: Bilans annuels.
(1ère partie).

Exercice clos le 31 mars	Total du bilan	Différences
1960	3.430	— 98
1961	3.973	+ 543
1962	4.732	+ 759
1963	4.950	+ 218
1964	5.778	+ 828

Ne sont pas inclus dans le bilan: l'or sous dossier, les effets et autres titres détenus en garde pour le compte de banques centrales ou d'autres déposants, les actifs (or sous dossier, avoirs en banque, effets et autres titres) détenus par la Banque en sa qualité d'Agent de l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques (Accord Monétaire Européen), de Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Haute Autorité de la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier, ainsi que de mandataire-trustee ou d'agent financier d'emprunts publics internationaux. Comme au 31 mars 1963, les montants dont il s'agit sont indiqués au bas de la colonne des actifs du bilan sous la rubrique *Comptes d'ordre b)*. Ils s'établissent comme suit:

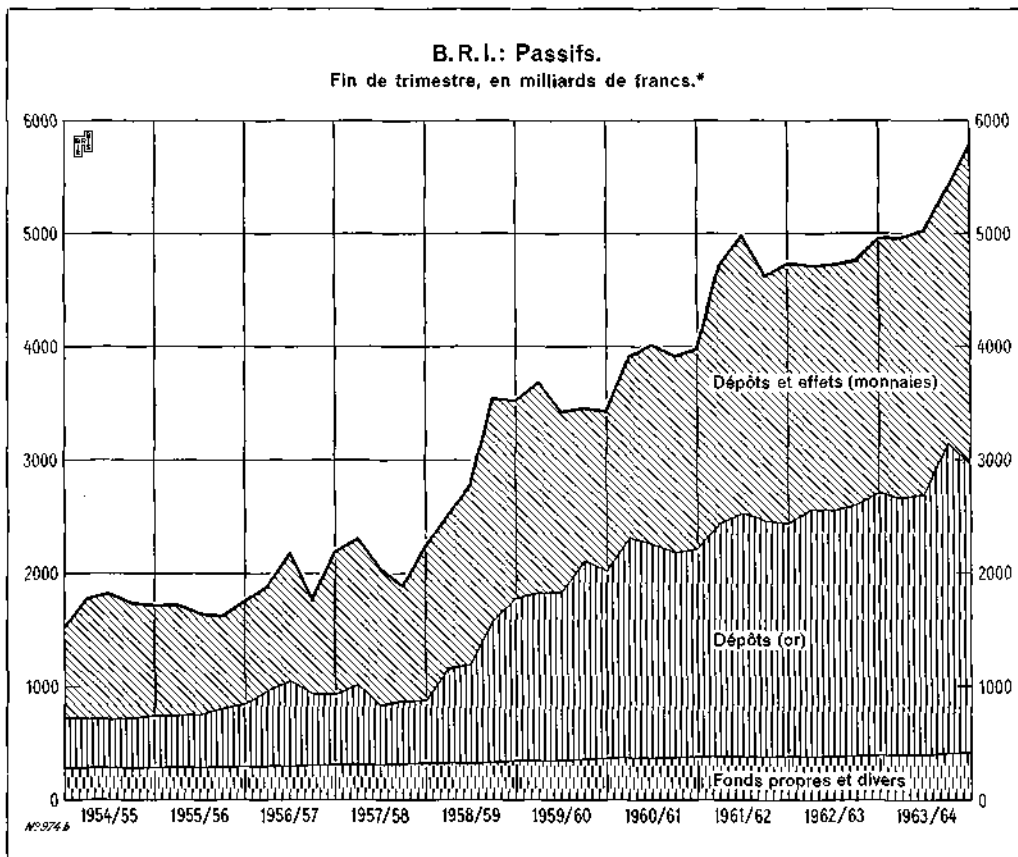
* Sauf indications contraires, l'expression «francs», dans le texte ci-après, signifiera francs or. La méthode de conversion en francs or (unité de 0,29032258... gramme d'or fin - article 5 des Statuts) des diverses monnaies figurant au bilan est la même que les années précédentes: elle se fonde sur le cours de conversion de ces monnaies en dollars et sur le prix de vente de l'or par la Trésorerie des Etats-Unis en fin d'exercice.

B. R. I.: Comptes d'ordre b).

Postes	Exercice clos le 31 mars	
	1963	1964
	en millions de francs	
Or sous dossier	1.338	1.370
Avoirs en banque	33	36
Effets et autres titres sous dossier	1.086	901
Total hors bilan	2.457	2.307

Le total de la première partie de la situation mensuelle est revenu, du 31 mars au 30 avril 1963, de 4.950 millions de francs à 4.890 millions, chiffre le plus faible de l'exercice. Au 31 août, il dépassait le cap des 5 milliards, pour atteindre 5.536 millions le 30 novembre, fléchir à 5.398 millions le 31 décembre et s'accroître par la suite jusqu'à 5.778 millions le 31 mars 1964, chiffre le plus élevé atteint depuis la création de la Banque.

Composition des ressources (Passifs).



* Non compris les passifs liés à l'exécution des Accords de La Haye.

A. Fonds propres.

Le capital-actions n'a pas subi de changements; il est resté fixé à 500 millions de francs, dont 125 millions versés.

Les réserves de la Banque (Fonds de réserve légale et Fonds de réserve générale) passent, du 31 mars 1963 au 31 mars 1964, de 24,8 à 25,4 millions de francs. Il ressort des opérations de l'exercice (voir ci-après, section 5, «Résultats financiers») que le solde du compte de Profits et Pertes, qui comprend le bénéfice pour l'exercice social clos le 31 mars 1964 et le report de l'exercice précédent, s'établit à 25,1 millions au 31 mars 1964 contre 21,3 millions un an auparavant. La *Provision pour charges éventuelles* s'est accrue, du 31 mars 1963 au 31 mars 1964, de 196,5 à 204 millions. Le poste *Divers* passe, entre ces deux dates, de 21,4 à 28,8 millions.

A fin mars 1964, les fonds propres de la Banque (poste *Divers* inclus) s'établissaient ainsi à 408 millions de francs, soit environ 8% des fonds empruntés (5.370 millions) et environ 7% du total du bilan à la même date (5.778 millions).

Le tableau suivant montre quels étaient ces chiffres à la fin de chacun des cinq derniers exercices.

B.R.I.: Composition des ressources.

Exercice clos le 31 mars	Fonds propres	Fonds empruntés	Total	Fonds propres, en pourcentage	
	en millions de francs			des fonds empruntés	du bilan
1960	361	3.069	3.430	12	11
1961	370	3.603	3.973	10	9
1962	379	4.353	4.732	9	8
1963	389	4.561	4.950	9	8
1964	408	5.370	5.778	8	7

B. Fonds empruntés.

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

B.R.I.: Dépôts d'après leur origine.

Origine	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1963	1964	
	en millions de francs		
Banques centrales	4.057	4.590	+ 533
Autres déposants	504	780	+ 276
Total	4.561	5.370	+ 809

Les dépôts des banques centrales se sont accrus de près de 13 %, tandis que ceux des autres déposants augmentaient de quelque 55 %. La proportion de ces derniers par rapport au total des dépôts est plus forte à fin mars 1964 qu'à fin mars 1963.

B.R.I. : Dépôts d'après leur nature et leur durée.

Durée	Dépôts en or			Dépôts en monnaies		
	Exercice clos le 31 mars		Différences	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1963	1964		1963	1964	
en millions de francs						
A vue	1.976	1.938	— 38	42	44	+ 2
A 3 mois au maximum .	302	583	+ 281	1.512	2.243	+ 731
De 3 à 6 mois	—	—	—	525	455	— 70
De 6 à 9 mois	38	21	— 17	79	—	— 79
De 9 à 12 mois	—	20	+ 20	3	21	+ 18
A plus d'un an	—	—	—	84	45	— 39
Total	2.316	2.562	+ 246	2.245	2.808	+ 563

Au cours de l'exercice, les dépôts en or ont augmenté de plus de 10 % et ceux en monnaies d'environ 25 %. Dans l'un et l'autre cas, on peut relever une très forte augmentation des comptes à 3 mois au maximum, les comptes à plus de 6 mois, soit 41 millions pour les dépôts en or et 66 millions pour les dépôts en monnaies, ne constituant, dans un cas comme dans l'autre, qu'une très faible proportion du total. Dans l'ensemble, les dépôts en or représentaient, au début de l'exercice, 51 % du total et les dépôts en monnaies 49 %. Au 31 mars 1964, ces proportions étaient inversées et de 48 et 52 % respectivement.

En ce qui concerne plus particulièrement les dépôts en or, les comptes à vue se sont un peu réduits, et l'importance relative des comptes à 3 mois au maximum par rapport au total est nettement plus élevée à la fin de l'exercice qu'au début: 23 % au lieu de 13 %. En fait, on a enregistré, à diverses reprises au cours de l'année, une transformation des dépôts à vue en dépôts à terme, intervenue de temps en temps sur l'initiative de la Banque afin de permettre à celle-ci de disposer de ressources à terme fixe appropriées à des financements d'opérations à terme contre monnaies. Au fur et à mesure du dénouement des transactions, les comptes à terme avaient moins de raisons d'être et l'or non utilisé était retransféré à des comptes à vue susceptibles d'être transformés à nouveau, le cas échéant, en comptes à terme.

L'évolution des dépôts en monnaies s'analyse très simplement: stabilité des comptes à vue — au reste proportionnellement très peu importants —, augmentation de près de moitié des dépôts à 3 mois au maximum et, à l'exception d'un accroissement du faible montant des dépôts de 9 à 12 mois, réduction importante — et même disparition complète dans le cas des dépôts de 6 à 9 mois — des autres catégories de dépôts.

Les chapitres du passif au début et à la fin de l'exercice ne montrent, comme ressources empruntées par la Banque, que des dépôts. Toutefois, un poste *Effets à 3 mois au maximum* a figuré à la situation mensuelle, de fin juin 1963 (pour 104 millions) à fin février 1964 (78 millions), avec un maximum de 140 millions le 30 novembre. Ces effets ont été émis et vendus par la Banque à des banques commerciales importantes en accord avec la banque centrale intéressée en vue de l'aider dans sa politique monétaire. L'objet de cette opération a été de réduire la liquidité du marché en question. C'est la première fois que la Banque a effectué une opération de cette nature.

Utilisation des ressources (Actifs).

Le tableau ci-après montre la répartition des actifs de la Banque par nature.

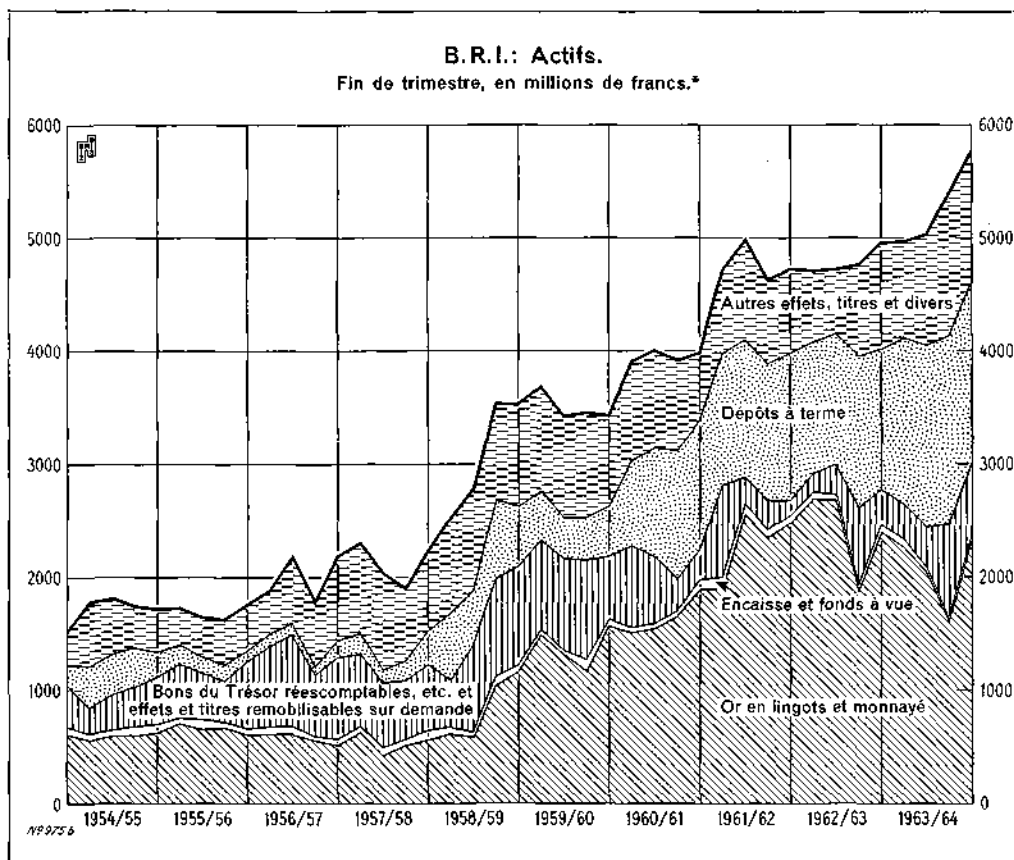
B.R.I.: Encaisse et placements totaux.

Nature	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1963	1964	
en millions de francs			
Encaisse			
Or	2.396	2.318	— 78
Monnaies	56 2.452	48 2.366	— 8 — 86
Placements			
Or	247	313	+ 66
Monnaies	2.182 2.429	3.030 3.343	+ 848 + 914
Total			
Or	2.643	2.631	— 12
Monnaies	2.238 4.881	3.078 5.709	+ 840 + 828

Quant à l'évolution de la position or de la Banque, elle est donnée au tableau suivant, qui fait ressortir, pour chaque colonne et aux dates correspondantes, le maximum et le minimum de l'exercice.

B.R.I.: Position or.

Fin de mois	Position au comptant				Opérations à terme (solde net)	Position nette finale
	Or en lingots et monnayé	Placements en or	Dépôts en poids d'or	Avoirs nets		
en millions de francs						
1963 mars	2.396	247	2.316	327	— 27	300
juin	2.259	248	2.267 (min.)	240	53	293 (min.)
juillet	2.519 (max.)	242 (min.)	2.286	475 (max.)	— 179 (min.)	296
novembre	1.998	275	2.510	—237	545	308
décembre	1.603 (min.)	275	2.733	—855 (min.)	1.162 (max.)	307
1964 février	2.489	313 (max.)	2.822 (max.)	— 20	332	312
mars	2.318	313	2.562	69	245	314 (max.)



* Première partie de la situation.

Au cours de l'exercice, l'encaisse or s'est réduite de 78 millions. L'augmentation des placements en or ayant atteint 66 millions, l'or figurant à l'actif (encaisse et placements) a, par solde, diminué de 12 millions.

L'examen du tableau relatif à l'évolution de la position or fait ressortir à certains moments des fluctuations étendues, aussi bien de l'encaisse or que du solde net des opérations à terme, principalement dans le second semestre de 1963 et au début de 1964. Au 31 juillet, par exemple, à un maximum de 2.519 millions de l'encaisse correspondait un solde négatif (or à livrer) de 179 millions - minimum de l'exercice - des opérations à terme; au 31 décembre, la situation se trouvait inversée avec un minimum de 1.603 millions pour l'encaisse et un maximum de 1.162 millions (or à recevoir) du solde des opérations à terme. Ces deux éléments de la position or ont normalement varié en sens inverse selon le déroulement et l'échéancier des opérations à terme sur or.

La répartition des actifs par durée appelle les commentaires suivants:

A. Avoirs et placements à vue ou remobilisables sur demande.

Les mouvements du poste *Or en lingots et monnayé* (il s'agit exclusivement d'or en barres) ont été commentés ci-dessus à l'occasion de l'analyse du tableau montrant la position or de la Banque.

Le chiffre du poste *Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue* était de 56 millions en début d'exercice et de 48 millions au 31 mars 1964. Son minimum a été de 36 millions et son maximum de 77 millions. Le solde moyen accusé par ce poste a été de 49 millions, contre 50 millions pour l'exercice précédent.

L'ensemble des encaisses or et monnaies représentait, au 31 mars 1964, 41 % du total de la première partie du bilan, contre 50 % un an auparavant.

Le portefeuille de *Bons du Trésor réescomptables* a enregistré des variations très étendues. Son chiffre était, au début de l'exercice, de 306 millions de francs or. Il est, par la suite, demeuré constamment inférieur à ce chiffre, revenant, le 31 juillet, à son minimum de l'exercice, soit 198 millions. Il s'est élevé régulièrement au cours des mois suivants, atteignant 729 millions le 31 décembre, maximum de l'exercice, pour revenir à 573 millions en fin d'exercice. Ces mouvements ont été dus, la plupart du temps, à des placements effectués à la suite d'opérations de swap ou d'opérations de change que la Banque a traitées avec des banques centrales.

Les fluctuations des *Effets et titres remobilisables sur demande* ont été encore plus accentuées que celles du poste précédent. En effet, de 9 millions en début d'exercice, leur chiffre a enregistré son minimum avec 6 millions le 30 septembre 1963, pour atteindre son maximum de 99 millions le 30 novembre, le chiffre en fin d'exercice étant de 69 millions. Sous cette rubrique sont comptabilisés des placements autres qu'en Bons du Trésor réescomptables, mais comportant la faculté de mobilisation à vue.

Le total des actifs à vue ou remobilisables sur demande de la Banque, qui englobe les divers postes de l'actif analysés jusqu'à présent, était ainsi, au début de l'exercice, de 2.767 millions de francs et représentait 56 % de la première partie du bilan. Le 31 mars 1964, les chiffres correspondants étaient de 3.009 millions et de 52 %. Durant cette même période, le pourcentage des dépôts à vue figurant au passif était revenu de 41 à 34 %. Le coefficient de liquidité de la Banque demeure donc à un niveau particulièrement élevé.

B. Avoirs et placements à terme.

D'une manière générale, une fraction notable des avoirs en monnaies créés par des transactions de swap or contre monnaies et par des achats d'or à terme de

la Banque a été investie sous la forme de dépôts à terme et avances ou d'autres effets et titres; ces postes ont fluctué en conséquence.

Le total des *Dépôts à terme et avances*, qui était de 1.245 millions le 31 mars 1963, s'était abaissé à 1.205 millions à la fin du mois suivant. Il s'est accru jusqu'à 1.666 millions le 31 décembre; au 31 mars 1964, il atteignait encore 1.594 millions.

Les chiffres des *Autres effets et titres* ont varié dans une mesure approximativement correspondante: 869 millions le 31 mars 1963, minimum de 782 millions le 31 mai, maximum de 1.194 millions le 31 décembre, 1.106 millions en fin d'exercice.

Le tableau ci-après donne la répartition par durée du total des placements à terme au début et à la fin de l'exercice.

B.R.I.: Dépôts à terme et avances, autres effets et titres.

Echéances	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1963	1964	
en millions de francs			
A 3 mois au maximum	1.313	1.774	+ 461
De 3 à 6 mois	567	742	+ 175
De 6 à 9 mois	126	63	- 63
De 9 à 12 mois	34	57	+ 23
A plus d'un an	74	64	- 10
Total	2.114	2.700	+ 586

De même que dans le cas des dépôts confiés à la Banque, les placements à 3 mois au maximum se sont accrûs dans une mesure appréciable. On enregistre d'autre part un volume plus important de placements de 3 à 6 mois; il convient toutefois de noter que l'échéancier des placements qui viennent d'être mentionnés comporte un degré élevé de liquidité. Parmi les placements comptabilisés sous les rubriques à 3 mois au maximum et de 3 à 6 mois figurent en effet des fonds à très court préavis de mobilisation.

Les investissements à terme supérieur à 6 mois se sont par contre réduits, non seulement en montants, mais également en proportion des totaux du tableau ci-dessus; ils n'en représentent plus en effet que 7% au 31 mars 1964 contre 11% au 31 mars 1963.

* * *

En dehors de l'augmentation importante des ressources confiées à la Banque par les banques centrales et d'autres déposants au cours de l'exercice, la caractéristique principale de ce dernier a été le développement constant des transactions de swap en monnaies et en or contre monnaies. Ce développement a été facilité par l'accroissement des dépôts en or reçus par la Banque.

L'objet de diverses opérations de swap traitées entre la Banque et des banques centrales a été, à certaines époques de l'année, de remettre sur des marchés tiers des fonds qui avaient été rapatriés de ces marchés par l'intermédiaire de banques commerciales.

La reprise de l'activité de la Banque dans le domaine des transactions sur or, amorcée au cours de l'exercice précédent, s'est largement développée par la suite. En dehors des opérations courantes et normales d'achats et de ventes au comptant, ainsi que d'échanges et de transports, la Banque a procédé, comme il a été relevé à diverses reprises déjà dans ce Rapport, à des achats assez considérables d'or à terme et à d'autres opérations impliquant pour la Banque des ventes à terme de monnaies contre or. Toutes ces opérations ont été conduites, comme par le passé, en conformité avec les intentions et la politique monétaire des banques centrales.

Il est enfin à noter que le volume total des opérations de la Banque pour l'exercice écoulé dépasse de plus de moitié celui de l'exercice 1962/63.

En ce qui concerne les résultats, l'accroissement de l'excédent résulte de divers facteurs dont les principaux sont l'augmentation des dépôts confiés à la Banque, le développement des transactions sur or à terme et un recours accru des banques centrales aux facilités que la Banque est en mesure d'offrir en matière de règlements financiers internationaux à court terme.

La deuxième partie du bilan comprend uniquement, comme les années précédentes, les actifs et passifs liés à l'exécution des Accords de La Haye de 1930. Le total en demeure sans changement à 297.200.598 francs.

2. La Banque comme Mandataire (Trustee) et Agent financier d'emprunts publics internationaux.

Conformément aux accords en vigueur, la Banque a continué à exercer les fonctions d'Agent financier des Trustees pour les nouvelles obligations de l'Emprunt extérieur allemand 1924 (Emprunt Dawes) et de Trustee pour les nouvelles obligations de l'Emprunt international 1930 du Gouvernement allemand (Emprunt Young), émises par le Gouvernement de la République fédérale d'Allemagne en exécution de l'Accord de Londres du 27 février 1953 sur les dettes extérieures allemandes.

L'exercice 1963/64 a été clôturé pour l'Emprunt Dawes le 15 avril 1964 et pour l'Emprunt Young le 1^{er} juin 1964. Les intérêts au titre de l'exercice 1963/64

Emprunt extérieur allemand 1924.
(Emprunt Dawes).

Tranche	Monnaie	Valeur nominale			
		Obligations émises	Obligations rachetées ou sorties au tirage en vue de leur amortissement au titre des exercices		Solde
			1958/59 à 1962/63	1963/64	
Obligations de conversion					
américaine . . .	\$	44.073.000	7.564.000	1.743.000	34.766.000
belge	£	583.100	74.200	15.300	493.600
britannique . . .	£	8.275.800	1.054.100	218.500	7.003.200
française	£	1.927.200	241.900	50.500	1.634.800
néerlandaise . . .	£	1.308.700	147.400	36.000	1.125.300
suédoise	KRS	14.208.000	1.630.000	364.000	12.215.000
suisse	£	1.130.500	140.200	29.500	960.800
suisse	FS	8.251.000	916.000	211.000	7.124.000
Obligations de consolidation					
américaine . . .	\$	8.199.000	1.215.000	214.000	6.770.000
belge	£	157.700	24.400	4.100	129.200
britannique . . .	£	2.231.600	338.600	58.700	1.834.300
française	£	496.300	76.500	13.200	408.600
néerlandaise . . .	£	288.300	36.500	7.900	243.900
suisse	£	115.000	16.800	3.000	95.200
suisse	FS	415.000	57.000	11.000	347.000

Emprunt International 1930 du Gouvernement allemand.
(Emprunt Young).

Tranche	Monnaie	Valeur nominale*			
		Obligations émises	Obligations rachetées ou sorties au tirage en vue de leur amortissement au titre des exercices		Solde
			1958/59 à 1962/63	1963/64	
Obligations de conversion					
allemande	DM	14.458.000	795.000	181.000	13.482.000
américaine . . .	\$	55.388.000	3.087.000	709.000	51.592.000
belge	FB	202.603.000	11.387.000	2.539.000	188.677.000
britannique . . .	£	17.700.000	982.100	221.500	16.496.400
française	FF	444.636.000	24.645.000	5.573.000	414.418.000
néerlandaise . . .	Fl.	51.981.000	2.729.000	718.000	48.534.000
suédoise	KRS	92.763.000	5.182.000	1.160.000	86.421.000
suisse	FS	58.375.000	3.270.000	733.000	54.372.000
Obligations de consolidation					
allemande	DM	411.000	24.000	5.000	382.000
américaine . . .	\$	8.989.000	519.000	108.000	8.362.000
belge	FB	45.622.000	2.666.000	554.000	42.402.000
britannique . . .	£	4.223.100	244.700	50.800	3.927.600
française	FF	97.970.000	5.515.000	1.172.000	91.283.000
néerlandaise . . .	Fl.	8.360.000	452.000	120.000	7.788.000
suédoise	KRS	6.014.000	350.000	72.000	5.592.000
suisse	FS	1.405.000	81.000	17.000	1.307.000

* Valeur nominale établie le 1er mai 1964 conformément aux dispositions de l'Accord de Londres du 27 février 1953 sur les dettes extérieures allemandes, mais sans tenir compte de la réévaluation du deutsche mark en mars 1961.

se montent à l'équivalent d'environ 13,2 millions de francs pour l'Emprunt Dawes et à l'équivalent d'environ 37,8 millions de francs pour l'Emprunt Young; ils ont été dûment versés à la Banque qui les a répartis entre les Agents-payeurs. L'amortissement des deux emprunts au titre de l'exercice 1963/64 a été assuré, pour partie, par rachats de titres en bourse et, pour partie, par tirages au sort.

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 de la réévaluation du deutsche mark intervenue en mars 1961 n'a pas encore été réglée. L'examen de l'affaire a été confié aux gouvernements des pays dans lesquels les tranches de l'Emprunt ont été émises.

La situation actuelle des Emprunts Dawes et Young est résumée dans les tableaux de la page 197.

La Banque est également Trustee pour les obligations certifiées de l'Emprunt international de la République fédérale d'Autriche 1930. Le montant des intérêts dus au titre de l'exercice qui a pris fin le 31 décembre 1963 s'élève à l'équivalent d'environ 700.000 francs; ce montant a été dûment versé à la Banque, qui l'a réparti entre les Agents-payeurs. L'amortissement au titre de l'exercice 1963 a été assuré par rachats de titres en bourse et par tirages au sort. La situation actuelle de cet emprunt est résumée dans le tableau suivant:

Emprunt international de la République fédérale d'Autriche 1930.

Tranche	Monnaie	Valeur nominale			Solde
		Obligations certifiées	Obligations rachetées ou sorties au tirage en vue de leur amortissement au titre des exercices		
			1959 à 1962	1963	
américaine . . .	\$	1.667.000	261.000	55.000	1.351.000
anglo-néerlandaise	£	856.600	125.600	33.100	697.900
suisse	FS	7.102.000	870.000	238.000	5.994.000

Les coupons de l'Emprunt international de la République fédérale d'Autriche 1930 dont la République fédérale d'Allemagne s'est engagée à assurer le paiement à raison de 75% de la valeur nominale sont tous arrivés à échéance et peuvent être présentés au paiement jusqu'au 1^{er} juillet 1967. Les versements effectués au titre de ces coupons au cours de l'exercice sous revue ont été d'un montant négligeable.

3. La Banque comme Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Haute Autorité de la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier.

Conformément à un Contrat de nantissement qu'elle a conclu le 28 novembre 1954 avec la Haute Autorité de la Communauté Européenne du Charbon et de

Emprunts de la Haute Autorité de la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier, garantis conformément au Contrat de nantissement.

Séries de titres garantis de la Haute Autorité	Date de l'émission	Pays d'émission	Bailleurs de fonds	Montant initial des emprunts	Montant non remboursé au 1 ^{er} avril 1964	Taux d'intérêt %	Année de la dernière échéance
1 ^{re}	1954	Etats-Unis	Gouvernement des Etats-Unis	\$ 100.000.000	80.500.000	3 ¹ / ₂	1979
2 ^e	1955	Belgique	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Bruxelles	FB 200.000.000	167.000.000	3 ¹ / ₂	1982
3 ^e	1955	Allemagne	Rheinische Girozentrale und Provinzialbank, Düsseldorf	DM 25.000.000	19.714.000	3 ¹ / ₂	1981
			Landesbank für Westfalen (Girozentrale), Münster	DM 25.000.000	19.714.000	3 ¹ / ₂	1981
4 ^e	1955	Luxembourg	Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg	FB 20.000.000 FLUX 5.000.000	16.700.000 —	3 ¹ / ₂ —	1982 —
5 ^e	1956	Sarre	Landesbank und Girozentrale Saar, Sarrebruck	DM 2.977.450 ¹	2.334.321	4 ¹ / ₂	1977
6 ^e	1956	Suisse	Emission publique	FS 50.000.000	42.500.000	4 ¹ / ₂	1974
7 ^e ²	1957	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	21.200.000	5 ¹ / ₂	1975
10 ^e	1957	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	94.487.558	5 ¹ / ₂	1982
11 ^e ²	1958	Etats-Unis	Emission publique	\$ 35.000.000	35.000.000	5	1978
13 ^e	1960	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	25.000.000	5 ¹ / ₂	1980
14 ^e			Emission publique	\$ 3.300.000	—	—	—
			Emission publique	\$ 3.300.000	3.300.000	4 ¹ / ₂	1964
			Emission publique	\$ 3.400.000	3.400.000	5	1965
15 ^e	1961	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	100.000.000	5 ¹ / ₂	1986
16 ^e	1961	Pays-Bas	Emission publique	Fl. 50.000.000	50.000.000	4 ¹ / ₂	1981

¹ 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. ² Les titres garantis des 8^e, 9^e et 12^e séries ont été entièrement remboursés.

l'Acier, la Banque a continué à exercer les fonctions de Tiers convenu à l'égard des emprunts de la Haute Autorité qui sont garantis en conformité avec les dispositions du Contrat de nantissement.

Le montant total de ces emprunts garantis s'élevait, à l'origine, à l'équivalent d'environ 817 millions de francs. Les remboursements effectués par la Haute Autorité jusqu'au 1^{er} avril 1964 atteignent l'équivalent d'environ 174 millions de francs, de sorte que le montant total restant dû représente l'équivalent d'environ 643 millions de francs. Les modalités de ces emprunts sont indiquées dans le tableau de la page 199.

La Haute Autorité a affecté le produit de ces emprunts à l'octroi de prêts dans les pays membres de la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier.

Au cours de l'exercice 1963/64, la Banque a reçu et réparti entre les Agents-payeurs, au titre des intérêts, l'équivalent d'environ 34 millions de francs et, au titre de l'amortissement, l'équivalent d'environ 47 millions de francs.

La Haute Autorité a également contracté des emprunts qui ne sont pas garantis conformément au Contrat de nantissement. La Banque n'assume aucune fonction à l'égard de ces emprunts.

4. La Banque comme Agent de l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques (Accord Monétaire Européen).

L'entrée en vigueur et le fonctionnement de l'Accord Monétaire Européen ont été décrits dans les précédents Rapports annuels de la Banque et le chapitre VI de la Deuxième Partie du présent Rapport en a donné une description mise à jour.

La Banque a continué d'exercer les fonctions d'Agent pour l'exécution des opérations financières de l'A.M.E. dans le cadre de l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques. Les dépenses encourues par la Banque en cette qualité se sont élevées à 378.966 francs pour les douze mois se terminant en mars 1964; ce montant a été dûment remboursé par l'Organisation, comme le montre le compte de Profits et Pertes de l'exercice clos le 31 mars 1964.

5. Résultats financiers.

Les comptes du trente-quatrième exercice social clos le 31 mars 1964 ont fait apparaître un excédent de 27.417.055 francs. Les comptes de l'exercice précédent faisaient apparaître un excédent de 21.210.271 francs.

Sur l'excédent de l'exercice, le Conseil d'administration a décidé de prélever un montant de 400.000 francs pour amortir le prix d'un immeuble acheté en cours d'année. Il a décidé en outre qu'il était nécessaire de transférer 2.000.000 de francs à la provision pour frais d'administration exceptionnels et 7.500.000 francs à la provision pour charges éventuelles; le bénéfice net de l'exercice atteint ainsi 17.517.055 francs.

Après affectation au Fonds de réserve légale, conformément aux Statuts, de 402.141 francs, c'est-à-dire de la fraction de 5% du bénéfice net nécessaire pour que ce Fonds atteigne 10% du montant du capital effectivement versé, et après addition du solde de 7.629.978 francs reporté de l'exercice précédent, le montant disponible s'élève à 24.744.892 francs.

Le Conseil d'administration propose à la présente Assemblée générale la distribution, comme l'an dernier, d'un dividende de 37,50 francs par action, la somme totale nécessaire à cette fin s'établissant à 7.500.000 francs. Le Conseil propose également qu'à titre exceptionnel une somme forfaitaire soit consacrée, cette année encore, à la réduction du montant du dividende cumulé non déclaré. Cette somme, qui a été fixée à 8.500.000 francs, représentera une distribution extraordinaire de 42,50 francs par action. Dans ces conditions, la distribution totale atteindra cette année la somme de 80 francs, payable le 1^{er} juillet 1964, à raison de 114,30 francs suisses par action. Pour les actions dont le dividende ne pourra être payé à cette date, la conversion en francs suisses sera effectuée à la date du paiement. Le «Report à nouveau» sera de 8.744.892 francs.

A la suite de la distribution visée ci-dessus, le montant du dividende cumulé non déclaré sera ramené de 241,97 à 199,47 francs par action. Il est rappelé que les dispositions des Statuts concernant le dividende cumulé donnent aux actionnaires l'assurance qu'aucune rémunération ne sera attribuée aux dépôts à long terme faits au titre des Accords de La Haye de 1930 par les gouvernements créanciers et le gouvernement allemand, avant que les actionnaires n'aient reçu intégralement le dividende visé à l'article 53 (b) et (c) des Statuts.

Les comptes de la Banque et son trente-quatrième bilan ont été dûment vérifiés par Messieurs Price Waterhouse & Co., Zurich. Le bilan, le rapport des commissaires-vérificateurs et le compte de profits et pertes sont reproduits à la fin du présent Rapport.

6. Modifications dans la composition du Conseil d'administration.

M. Maurice Frère, dont le mandat de membre du Conseil venait à expiration le 7 août 1963, a été nommé de nouveau à ce poste en juillet 1963 par M. Hubert

Ansiaux, Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, conformément à l'article 28(2) des Statuts, pour une nouvelle période de trois ans qui prendra fin le 7 août 1966.

Le Dr Donato Menichella, dont le mandat de membre du Conseil venait à expiration le 7 novembre 1963, a été nommé de nouveau à ce poste en octobre 1963 par le Dr Guido Carli, Gouverneur de la Banque d'Italie, conformément à l'article 28(2) des Statuts, pour une nouvelle période de trois ans qui prendra fin le 7 novembre 1966.

Son mandat de membre du Conseil venant à expiration le 31 mars 1964, le Dr M. W. Holtrop a été réélu, conformément à l'article 28 (3) des Statuts, à la séance du Conseil qui s'est tenue le 9 mars 1964, pour une nouvelle période de trois ans qui prendra fin le 31 mars 1967.

Au cours de l'exercice, Lord Cromer, Gouverneur de la Banque d'Angleterre, a désigné Mr. M. H. Parsons et, dans le cas où celui-ci serait empêché, Mr. R. G. Raw, comme ses suppléants, au lieu et place de Mr. J. M. Stevens et de Mr. J. St. J. Rootham respectivement.

En janvier 1964, M. Jacques Brunet, Gouverneur de la Banque de France, a désigné M. Bernard Clappier pour être son suppléant au lieu et place de M. Pierre Calvet.

La Banque tient à exprimer sa gratitude à MM. Stevens, Rootham et Calvet pour les précieux services qu'ils lui ont rendus pendant plusieurs années.

CONCLUSION

Pour la première fois depuis quelques années, un changement majeur s'est produit, au cours des douze derniers mois, dans la physionomie de l'économie mondiale. Le fait essentiel est que le centre des difficultés s'est déplacé des Etats-Unis vers les pays continentaux de l'Europe de l'Ouest et que l'opposition entre considérations d'ordre intérieur et d'ordre extérieur, qui compliqua, des années durant, le choix des décisions de la part des autorités tant en Europe qu'aux Etats-Unis, s'est sensiblement atténuée.

Aux Etats-Unis, les motifs de confiance envers la croissance de l'économie et la restauration de l'équilibre de la balance des paiements se sont renforcés. Sur ces deux points, les mesures plus énergiques prises pendant l'année écoulée ont été un facteur d'amélioration d'une importance majeure.

Le rythme de l'expansion économique s'est accéléré depuis le début de 1963, et le mouvement ascendant s'est poursuivi sans qu'apparaissent des distorsions significatives dans la structure de la demande. La modération des augmentations de salaires et le maintien de la stabilité des prix ont contribué à allonger de façon inhabituelle la phase de haute conjoncture en cours. Les dégrèvements fiscaux considérables décidés au début de cette année devraient, en stimulant la demande, permettre à ce mouvement de se prolonger et ils offrent la perspective de pouvoir contribuer à la réduction du chômage excessif. Bien qu'aucune tension inflationniste ne se soit manifestée, les autorités sont sensibles à cette éventualité.

A la suite des mesures prises en juillet 1963, la balance des paiements a enregistré une amélioration vivement souhaitée et la confiance dans le dollar s'est accrue. Les comptes extérieurs pour le premier trimestre de 1964 atteignaient presque l'équilibre, avec l'aide, il est vrai, de certains facteurs temporaires; les résultats pour l'ensemble de l'année devraient laisser apparaître une réduction notable du déficit par comparaison avec 1963. Un ferme équilibre n'a toutefois pas encore été atteint, et les efforts tendant à l'obtenir ne peuvent donc se relâcher. Dans l'immédiat, il importe de s'attacher à réduire les dépenses gouvernementales à l'étranger, objectif annoncé dans le programme de juillet dernier; il faut de plus poursuivre l'effort d'adaptation progressive aux conditions de l'équilibre extérieur, afin d'être à même de se passer, dans un délai raisonnable, des mesures de protection envisagées à titre temporaire, comme la taxe de péréquation des taux d'intérêt.

En Grande-Bretagne, demande et production ont été en forte progression au cours de l'année écoulée. Bien que l'équilibre n'ait pas été foncièrement menacé, des mesures ont été prises au printemps de 1964 pour maintenir l'accroissement de la demande en harmonie avec l'expansion du potentiel de production. La hausse des salaires a été assez modérée, et il est encourageant que la nécessité de recourir à une politique de revenus puisse paraître plus largement acceptée. Bien que la marge de capacité inutilisée se soit trouvée fortement réduite et qu'il faille s'attendre à un certain déficit de la balance des comptes, les perspectives pour les mois qui viennent ne semblent pas devoir être assombries par des difficultés sévères.

Pour l'avenir plus lointain, le fait qu'après un peu plus d'un an d'expansion un certain freinage de la demande se soit déjà révélé nécessaire suggère que, pour permettre à l'économie de faire des progrès comparables à ceux d'autres pays, une attitude plus dynamique et orientée vers le développement de la productivité s'impose, de la part du patronat comme des salariés.

Sur le continent européen, bien que certains pays aient eu une position assez harmonieuse, force est de constater, plus généralement, que les tensions apparues il y a un an se sont aggravées et que le déséquilibre en puissance d'alors est devenu réalité. Hausse des prix, montée en flèche des importations, détérioration de la balance des paiements courants et, dans le cas de l'Italie, un large déficit de la balance des comptes, en sont la preuve. Motif en fut généralement un excès de la demande totale, générateur de tensions sur le marché de la main-d'œuvre, et imputable moins aux investissements ou aux dépenses publiques qu'à un accroissement des revenus et des dépenses des consommateurs. Les tensions apparues dans un pays se répercutant rapidement sur un autre, il en est résulté, dans le cas de l'Allemagne, un large et indésirable surplus de la balance des paiements.

Dans de telles conditions, la plupart des pays ont changé, dans le sens d'une plus grande rigueur, l'orientation de leur politique. Dans certains cas, les mesures prises ont été assez énergiques, mais, d'une façon générale, l'intention a plutôt été d'écarter les excès inflationnistes sans trop ralentir l'expansion sous-jacente du revenu réel. S'il est pensable qu'un objectif aussi séduisant soit accessible, il y a davantage lieu de craindre que les dispositions restrictives adoptées aient été trop douces et non trop sévères. En particulier, comme les mesures monétaires offrent des possibilités d'action plus rapides, crainte peut être exprimée que les dépenses de consommation se trouvent insuffisamment freinées par des moyens fiscaux.

Pour un pays dont la balance des comptes a enregistré un grave déficit, comme ce fut le cas de l'Italie, il importe que la situation donne des signes de redressement sans trop tarder. L'expérience prouve que des remèdes appropriés produisent des

résultats rapides; la pierre de touche sera la possibilité d'arriver à un prompt nivellement des importations. La prudence à l'égard des augmentations de salaires doit être un élément essentiel du rétablissement de la stabilité monétaire; en outre, il est évident que le système d'ajustement automatique des salaires aux variations du coût de la vie a fortement contribué à l'évolution de la spirale inflationniste et demeure un obstacle à cette stabilité.

Outre le déséquilibre entre pays, la balance des paiements de l'Europe continentale fait apparaître dans son ensemble un accroissement des importations nettes de capitaux. C'est un problème pour lequel aucune solution générale n'existe, car les conditions varient considérablement de pays à pays. Les mesures récemment prises dans quelques-uns d'entre eux se sont avérées utiles, mais il y a encore lieu de poursuivre les efforts tendant à créer sur les marchés financiers des facilités et conditions plus favorables aux exportations de capitaux.

Événement heureux de l'année écoulée, les recettes d'exportations des pays en voie de développement se sont accrues comme conséquence de la demande plus forte de matières premières et de la hausse des cours. Cette amélioration devrait renforcer les possibilités de développement de ces pays à l'aide de leurs propres ressources et leur permettre d'utiliser au mieux les capitaux reçus de l'étranger. L'assistance financière et l'élargissement des débouchés offerts par les pays industrialisés n'en restent pas moins indispensables; il faut espérer que dans ce domaine des progrès pourront être réalisés par la Conférence sur le commerce et le développement réunie à Genève. Quelques pays suivent, toutefois, des politiques tellement inflationnistes qu'un déficit excessif de la balance des paiements devient un trait permanent de leur économie. En pareil cas, l'aide extérieure peut difficilement jouer un rôle utile. L'inflation persistante rend non seulement quasi impossible tout programme de développement; elle constitue même une menace pour la stabilité politique.

Au cours de l'année écoulée, le fonctionnement du système monétaire international et l'éventuelle nécessité d'un accroissement des liquidités ont fait l'objet d'études approfondies. S'il est difficile de savoir comment le système évoluera à long terme, l'expérience récente a au moins mis deux faits importants en lumière: le premier est que les autorités monétaires peuvent, par leur coopération, efficacement contribuer au maintien de conditions ordonnées sur les marchés des changes; le second est qu'il est illusoire de chercher à remédier aux désordres nés de l'inflation par la création de liquidités; il faut agir contre l'inflation elle-même.

Le Directeur Général

GABRIEL FERRAS

BILAN ET COMPTE DE PROFITS ET PERTES

AU 31 MARS 1964

BILAN AU

ACTIF

EN FRANCS OR (UNITÉS DE 0,290 322 58 ...)

		%
Or en lingots et monnayé	2.318.123.181	40,1
Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue	47.659.507	0,8
Bons du Trésor réescomptables	573.365.062	9,9
Effets et titres remobilisables sur demande	68.831.905	1,2
Dépôts à terme et avances		
A 3 mois au maximum	1.173.460.865	20,3
» 3 » » (or)	3.405.463	0,1
De 3 à 6 mois	401.826.881	6,9
De 9 à 12 mois	15.419.903	0,3
	1.594.113.112	
Autres effets et titres		
Or		
A 3 mois au maximum	146.445.240	2,5
De 3 à 6 mois	88.317.811	1,5
De 6 à 9 mois	42.450.607	0,7
De 9 à 12 mois	32.158.343	0,6
Monnaies		
A 3 mois au maximum	450.195.417	7,8
De 3 à 6 mois	252.222.817	4,4
De 6 à 9 mois	20.751.029	0,4
De 9 à 12 mois	9.922.397	0,2
A plus d'un an	63.819.930	1,1
	1.106.283.590	
Actifs divers	1.322.714	0,0
Immeubles et installations	1	0,0
Fonds propres utilisés en exécution des Accords de La Haye de 1930 pour placements en Allemagne (voir ci-dessous)	68.291.223	1,2
	<u>5.777.990.295</u>	<u>100</u>
Exécution des Accords		
Fonds placés en Allemagne (voir Note 2)		
Créances sur la Reichsbank et la Golddiskontbank; effets de la Golddiskontbank et de l'Administration des chemins de fer et bons de l'Administration des postes (échus)	221.019.558	
Effets et bons du Trésor du Gouvernement allemand (échus)	76.181.040	
	<u>297.200.598</u>	
COMPTES D'ORDRE		
a) Opérations à terme sur or:		
Solde net: or à recevoir (monnaies à livrer)	245.380.187	
b) Fonds, effets et autres titres gérés ou détenus par la Banque pour le compte de tiers:		
Or sous dossier	1.370.111.521	
Avoirs en banque	35.527.882	
Effets et autres titres sous dossier	901.062.622	

A MESSIEURS LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET ACTIONNAIRES DE LA BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX A BÂLE.

Conformément à l'article 52 de ses statuts, nous avons examiné les livres et les comptes de la Banque, pour l'exercice explications que nous avons demandées. Sous réserve de la valeur des fonds placés en Allemagne, nous sommes donner une vue exacte et correcte de la situation des affaires de la Banque, exprimée en francs or définis des livres mis à notre disposition et des explications ou renseignements qui nous ont été donnés.

ZURICH, le 5 mai 1964

31 MARS 1964

GRAMME D'OR FIN — ART. 5 DES STATUTS)

PASSIF

		%
Capital		
Autorisé et émis 200.000 actions de 2.500 frs. or chacune	500.000.000	
libérées de 25%		125.000.000 2,2
Réserves		
Fonds de Réserve Légale	12.097.959	
Fonds de Réserve Générale	13.342.650	
		25.440.509 0,4
Dépôts (or)		
Banques centrales		
De 9 à 12 mois	20.670.682	0,4
De 6 à 9 mois	20.777.510	0,4
A 3 mois au maximum	513.990.491	8,9
A vue	1.819.747.478	31,5
Autres déposants		
A 3 mois au maximum	68.890.913	1,2
A vue	118.010.389	2,0
		2.562.087.463
Dépôts (monnaies)		
Banques centrales		
A plus d'un an	45.006.175	0,8
De 9 à 12 mois	20.572.755	0,4
De 3 à 6 mois	411.897.593	7,1
A 3 mois au maximum	1.720.223.327	29,8
A vue	16.564.092	0,3
Autres déposants		
De 3 à 6 mois	43.475.112	0,7
A 3 mois au maximum	522.276.408	9,0
A vue	27.454.401	0,5
		2.807.469.863
Divers		28.845.427 0,5
Comptes de profits et pertes		
Report de l'exercice social clos le 31 mars 1963 ...	7.629.978	
Bénéfice de l'exercice social clos le 31 mars 1964 ...	17.517.055	
		25.147.039 0,4
Provision pour charges éventuelles		204.000.000 3,5
		<u>5.777.990.295</u> <u>100</u>

de La Haye de 1930

Dépôts à long terme		
Dépôts des Gouvernements créanciers au Compte de Trust des Annuités (voir Note 3)		152.606.250
Dépôt du Gouvernement allemand		76.303.125
		228.909.375
Fonds propres utilisés en exécution des Accords (voir ci-dessus)		68.291.223
		<u>297.200.598</u>

NOTE 1 — Les éléments d'actif et de passif en monnaies diverses ont été portés au bilan après avoir été convertis en francs or sur la base de cours de change cotés ou officiels ou conformément à des accords spéciaux applicables aux monnaies respectives.

NOTE 2 — Aux termes d'une Convention en date du 9 janvier 1953, conclue entre le Gouvernement de la République fédérale d'Allemagne et la Banque et qui fait partie de l'Accord sur les dettes extérieures allemandes du 27 février 1953, il a été convenu que la Banque ne réclamerait pas avant le 1^{er} avril 1966 le remboursement en principal de ses placements en Allemagne qui sont indiqués ci-dessus, y compris les intérêts arriérés y afférents à la date du 31 décembre 1952.

NOTE 3 — La Banque a reçu de Gouvernements dont les dépôts s'élèvent à l'équivalent de 149.920.380 francs or, confirmation qu'ils ne pourront lui demander, au titre de tels dépôts, le transfert de montants supérieurs à ceux dont elle pourra elle-même obtenir le remboursement et le transfert par l'Allemagne dans les monnaies agréées par la Banque.

social ayant pris fin le 31 mars 1964, et nous déclarons que nous avons obtenu toutes les informations et toutes les d'avis que le bilan et les comptes d'ordre ci-dessus, avec les notes s'y rapportant, sont établis de manière à ci-dessus pour la contre-valeur des diverses monnaies utilisées, pour autant que cette situation ressort de l'examen

PRICE WATERHOUSE & Co.

COMPTE DE PROFITS ET PERTES

pour l'exercice social clos le 31 Mars 1964

	Francs or
Revenu net provenant de l'utilisation des fonds propres de la Banque et des dépôts qui lui ont été confiés	33.115.350
Commission en qualité de Mandataire (Trustee), etc.	711.691
	33.827.041
Frais d'administration:	
Conseil d'administration — indemnités et frais de voyage	230.498
Direction et personnel — traitements, contributions pour pensions et frais de voyage	5.535.150
Loyer, assurance, chauffage, électricité	40.496
Aménagement et réparation des immeubles, entretien du matériel	80.113
Fournitures de bureau, livres, périodiques, frais d'impression	262.058
Téléphone, télégraphe et frais postaux	166.220
Rémunération d'experts (commissaires-vérificateurs, interprètes, économistes, etc.)	56.168
Imposition cantonale	35.295
Contribution à la Fondation Per Jacobsson	97.696
Divers	285.258
	6.788.952
 Moins: Montants récupérables pour frais de la Banque en tant qu'Agent de l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (Accord Monétaire Européen)	378.966
	6.409.986
	27.417.055
 Le Conseil d'administration a décidé qu'il est nécessaire de verser:	
à la provision pour amortissement sur immeubles ...	400.000
à la provision pour frais d'administration exceptionnels	2.000.000
à la provision pour charges éventuelles	7.500.000
	9.900.000
 BÉNÉFICE NET de l'exercice clos le 31 mars 1964	17.517.055
à ajouter: Solde reporté de l'exercice précédent	7.629.978
Montant disponible	25.147.033
 que le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale annuelle convoquée pour le 8 juin 1964 d'affecter comme suit:	
Transfert au Fonds de Réserve Légale	402.141
Dividende de 37,50 francs or, augmenté d'un montant de 42,50 francs or, dont l'effet est de porter à 80,— francs or la répartition par action et de réduire le montant du dividende cumulé non déclaré de 241,97 francs or à 199,47 francs or par action	16.000.000
Report à nouveau	8.744.892
	25.147.033

CONSEIL D'ADMINISTRATION

Dr M. W. Holtrop, Amsterdam Président du Conseil d'administration,
Président de la Banque
Sir Otto Niemeyer, Londres Vice-Président

Hubert Ansiaux, Bruxelles
Karl Blessing, Francfort-sur-le-Main
Dr Rudolf Brinckmann, Hambourg
Jacques Brunet, Paris
Dr Guido Carli, Rome
The Earl of Cromer, Londres
Henri Deroy, Paris
Maurice Frère, Bruxelles
Dr Donato Menichella, Rome
Dr Walter Schwegler, Zurich
Per Åsbrink, Stockholm

Suppléants

Dr Paolo Baffi, Rome, ou
Prof. Pietro Stoppani, Rome
Bernard Clappier, Paris, ou
Julien Koszul, Paris
M. H. Parsons, Londres, ou
R. G. Raw, Londres
Cecil de Strycker, Bruxelles

DIRECTION

Gabriel Ferras	Directeur Général
F. G. Conolly	Directeur
Dr Milton Gilbert	Conseiller Economique, Chef du Département Monétaire et Economique
Dr Antonio d'Aroma	Secrétaire Général, Chef de Département
Dr Hans H. Mandel	Chef du Département Bancaire
D. H. Macdonald	Directeur
Georges Janson	Directeur
Henri Guisan	Conseiller juridique

Georges Royot	Directeur Adjoint
Malcolm Parker	Directeur Adjoint Administratif
Dr Antonio Rainoni	Directeur Adjoint du Département Monétaire et Economique
Jan Knap	Sous-Directeur