

**BANQUE DES  
RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX**

**TRENTE-CINQUIÈME RAPPORT ANNUEL**

**1<sup>ER</sup> AVRIL 1964 — 31 MARS 1965**

**BÂLE**

**14 JUIN 1965**

## TABLE DES MATIÈRES

	Page
<b>Introduction</b> . . . . .	1
<b>Première Partie - Tendances générales de la politique économique en 1964/65</b> . . . . .	3
<p>Le dollar (p. 3); la livre sterling (p. 11); l'évolution dans les pays continentaux d'Europe de l'Ouest (p. 19); Europe orientale (p. 27): U.R.S.S. (p. 28), Tchécoslovaquie (p. 28), Pologne (p. 29), Allemagne de l'Est (p. 29), Roumanie (p. 30), Bulgarie (p. 30), Hongrie (p. 30), Yougoslavie (p. 30); la controverse sur le système monétaire international (p. 31): le mécanisme d'ajustement (p. 34), les liquidités internationales (p. 38); les problèmes des pays en voie de développement (p. 41)</p>	
<b>Deuxième Partie - Examen de l'évolution économique et monétaire</b> . .	47
<p><b>I. Évolution du crédit et politique financière</b> . . . . . 47</p> <p>Evolution comparée du crédit et des marchés des capitaux (p. 48): changements dans la structure de l'épargne et de l'investissement (p. 48), marchés des capitaux et taux d'intérêt à long terme (p. 52), crédit bancaire et formation de liquidités (p. 57); politique du crédit dans divers pays (p. 62): Grande-Bretagne (p. 62), Etats-Unis (p. 66), France (p. 71), Italie (p. 74), Pays-Bas (p. 77), Belgique (p. 80), Allemagne (p. 82), Suisse (p. 85), Autriche (p. 87), Suède (p. 88), Danemark (p. 89), Norvège (p. 90), Finlande (p. 91), Espagne (p. 92), Canada (p. 93), Japon (p. 94)</p>	
<p><b>II. Echanges et paiements internationaux</b> . . . . . 96</p> <p>Balances des paiements (p. 101): Etats-Unis (p. 101), Canada (p. 105), pays européens de l'O.C.D.E. (p. 107), Grande-Bretagne (p. 110), Italie (p. 115), Allemagne (p. 118), France (p. 121), Pays-Bas (p. 124), Belgique (p. 125), Autriche (p. 126), Suisse (p. 127), pays scandinaves (p. 127), Japon (p. 129); politique commerciale (p. 130)</p>	
<p><b>III. Or, réserves monétaires et changes</b> . . . . . 133</p> <p>Production et marchés de l'or (p. 134); réserves monétaires (p. 137): encaissements-or (p. 137), avoirs en devises (p. 140); Fonds Monétaire International (p. 142); la position extérieure de liquidité des Etats-Unis (p. 145); réserves monétaires des pays européens (p. 149): Grande-Bretagne (p. 152), France (p. 154), Italie (p. 155), Benelux (p. 156), Allemagne (p. 156), Suisse (p. 157), autres pays d'Europe (p. 158); changes (p. 158): livre sterling (p. 159), franc suisse (p. 161), deutsche mark (p. 162), autres monnaies européennes (p. 163), dollar canadien (p. 163), autres modifications dans le domaine des changes (p. 163)</p>	

	Page
<b>IV. Le marché des «Euro-Devises» . . . . .</b>	<b>166</b>
Variations des positions globales (p. 170); l'évolution dans les divers pays qui communiquent des renseignements (p. 172); fournisseurs et utilisateurs d'Eurodollars (p. 176); taux d'intérêt (p. 178)	
<b>V. Accord Monétaire Européen . . . . .</b>	<b>181</b>
Opérations effectuées au titre de l'Accord (p. 181); Fonds européen (p. 181), Système multilatéral de règlements (p. 184); gestion du Fonds européen et du Système multilatéral de règlements (p. 185)	
<b>Troisième Partie - Opérations de la Banque . . . . .</b>	<b>187</b>
Activité du Département bancaire (p. 187): composition des ressources (p. 188), utilisation des ressources (p. 191); la Banque comme Mandataire (Trustee) et Agent financier d'emprunts publics internationaux (p. 195); 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. 198); la Banque comme Agent de l'O.C.D.E. (Accord Monétaire Européen) (p. 199); développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales (p. 200); résultats financiers (p. 200); modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction (p. 201)	
<b>Conclusion . . . . .</b>	<b>204</b>

\* \* \*

Bilan au 31 mars 1965 et compte de profits et pertes de l'exercice clos le 31 mars 1965.

## LISTE DES TABLEAUX ET DES GRAPHIQUES

(Les graphiques sont indiqués par un astérisque)

	Page
<b>Première Partie - Tendances générales de la politique économique en 1964/65</b>	
Etats-Unis:	
Prix et salaires dans l'industrie* . . . . .	5
Transactions internationales . . . . .	8
Grande-Bretagne: Budget . . . . .	18
Production industrielle* . . . . .	20
Produit national brut et ses composantes . . . . .	22
Prix et salaires . . . . .	24
Economies planifiées à l'échelon central:	
revenu national, production et productivité . . . . .	29
<b>Deuxième Partie - Examen de l'évolution économique et monétaire</b>	
<b>I. Évolution du crédit et politique financière</b>	
Épargne nationale brute et investissements intérieurs bruts . . . . .	49
Marché des capitaux: Montant net des émissions . . . . .	53
Taux d'intérêt* . . . . .	56
Système bancaire: Evolution de la situation monétaire . . . . .	58
Monnaie, quasi-monnaie et produit national brut* . . . . .	61
Grande-Bretagne: Epargne et investissement . . . . .	65
Etats-Unis:	
Origines et utilisations des capitaux fournis aux sociétés . . . . .	68
Excédents de réserves et réserves empruntées des banques membres du Federal Reserve System* . . . . .	70
Taux d'escompte officiels . . . . .	76
<b>II. Echanges et paiements internationaux</b>	
Commerce international . . . . .	96
Exportations, par zones* . . . . .	97
Pays en voie de développement: Volume du commerce extérieur, prix des produits exportés et termes de l'échange* . . . . .	98
Balance mondiale des paiements . . . . .	99
Etats-Unis:	
Balance des transactions normales . . . . .	102
Mouvements de capitaux privés . . . . .	104
Canada: Balance des paiements . . . . .	106
Pays européens de l'O.C.D.E.: Balances des paiements . . . . .	109

	Page
Grande-Bretagne:	
Balance des paiements* . . . . .	111
Balance des paiements . . . . .	113
Italie: Balance des paiements . . . . .	117
Allemagne: Balance des paiements . . . . .	119
France: Balance des paiements . . . . .	122
Pays-Bas: Balance des paiements . . . . .	124
Japon: Balance des paiements . . . . .	129

### III. Or, réserves monétaires et changes

Production mondiale d'or . . . . .	134
Origines et emplois de l'or (évaluations) . . . . .	135
Prix de l'or sur le marché de Londres* . . . . .	136
Liquidité internationale . . . . .	138
Avoirs en dollars . . . . .	141
Opérations en devises du F.M.I. . . . .	142
Avoirs du Fonds dans les monnaies de certains pays membres . . . . .	143
Financement du déficit de la balance des paiements des Etats-Unis . . . . .	145
Pays européens: Situation des réserves . . . . .	151
Grande-Bretagne: Mouvements monétaires . . . . .	153
Italie: Mouvements monétaires . . . . .	155
Cours du dollar E.U. en livres sterling et en francs suisses* . . . . .	161

### IV. Le marché des «Euro-Devises»

Engagements et avoirs à court terme des banques commerciales en certaines monnaies étrangères à l'égard de non-résidents . . . . .	168
Engagements et avoirs à court terme des banques commerciales en certaines monnaies étrangères à l'égard de non-résidents, non compris les positions à l'égard du pays d'émission de la monnaie en cause . . . . .	169
Positions à court terme en dollars, envers des non-résidents, des banques qui communiquent des renseignements . . . . .	171
Variations des positions en dollars, à l'égard de non-résidents, des pays publiant des renseignements . . . . .	173
Positions en dollars des banques européennes déclarantes en dehors de leurs zones monétaires respectives . . . . .	177
Taux d'intérêt pratiqués à Londres et à New York* . . . . .	178

### V. Accord Monétaire Européen

Fonds européen:	
Crédits accordés . . . . .	182
Utilisation des crédits consentis . . . . .	183
Situation des comptes . . . . .	186

**Troisième Partie - Opérations de la Banque**

Bilans annuels . . . . .	187
Comptes d'ordre . . . . .	188
Passifs* . . . . .	188
Composition des ressources . . . . .	189
Ressources d'après leur origine . . . . .	190
Ressources d'après leur nature et leur durée. . . . .	190
Encaisse et placements totaux . . . . .	191
Position-or . . . . .	192
Actifs* . . . . .	192
Dépôts à terme et avances, autres effets et titres . . . . .	194
Emprunt extérieur allemand 1924 (Emprunt Dawes) . . . . .	196
Emprunt international 1930 du Gouvernement allemand (Emprunt Young) . . . . .	196
Emprunt international de la République fédérale d'Autriche 1930 . . . . .	197
Emprunts garantis de la Haute Autorité de la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier . . . . .	198

# TRENTE-CINQUIÈME RAPPORT ANNUEL

soumis à

**L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE**

de la

**BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX**

tenue à

**Bâle, le 14 juin 1965.**

Messieurs,

J'ai l'honneur de vous soumettre le Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif au trente-cinquième exercice, commencé le 1<sup>er</sup> avril 1964 et clos le 31 mars 1965. 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 1965.

Le trente-cinquième exercice s'est clos par un excédent de recettes de 34.519.144 francs or, contre 27.417.055 francs or pour l'exercice précédent. Après déduction de 1.500.000 francs or transférés à la provision pour frais d'administration exceptionnels et de 10.500.000 francs or transférés à la provision pour charges éventuelles, le bénéfice net s'élève à 22.519.144 francs or, contre 17.517.055 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 cumulatif non déclaré. Cette somme, qui a été fixée à 14.000.000 de francs or, représentera une distribution extraordinaire de 70 francs or par action. Dans ces conditions, le montant de la distribution totale atteindra cette année la somme de 107,50 francs or, payable en francs suisses, à raison de 153,60 francs suisses par action.

La Première Partie du présent Rapport traite des tendances générales de la politique économique en Europe et aux États-Unis en 1964 et durant les premiers

mois de 1965. La Deuxième Partie passe en revue l'évolution en ce qui concerne le crédit, 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. Elle concerne également le rôle joué par la Banque dans le développement de la coopération entre les banques centrales, de même que ses rapports avec d'autres institutions internationales.



## PREMIÈRE PARTIE.

### TENDANCES GÉNÉRALES DE LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE EN 1964/65.

Dans les pays industrialisés du monde occidental, les principaux problèmes de politique économique posés aux autorités pendant l'année écoulée ont été la lutte contre des tensions inflationnistes dans les pays du continent européen, la crise monétaire en Grande-Bretagne et la vive accélération des sorties de capitaux des Etats-Unis. A ces divers égards, la situation actuelle s'est améliorée par rapport à il y a six mois, mais on ne saurait affirmer pour autant que les difficultés ont été entièrement surmontées. Au nombre des aspects positifs de la situation actuelle, on relève que la production et l'emploi se sont établis, dans l'ensemble, à des niveaux élevés et, à cet égard, les perspectives sont encourageantes. Le redressement des finances extérieures des pays en voie de développement, constaté l'année précédente, n'a pas pu être entièrement maintenu l'an dernier, et un nouvel effort s'impose, en apparence, pour obtenir un taux de croissance satisfaisant en l'absence d'inflation. Les pays d'Europe orientale ont remporté, semble-t-il, quelques succès dans l'assouplissement de leurs systèmes de planification et dans l'appui accru donné aux forces du marché pour assurer la répartition des ressources disponibles.

#### Le dollar.

Les principaux événements qui ont marqué l'évolution récente de l'économie des Etats-Unis ont été trois initiatives hardies des pouvoirs publics: la taxe de péréquation de l'intérêt, la réduction d'impôts et la campagne de limitation volontaire des exportations de capitaux. Ces mesures, dont l'objectif était de favoriser la croissance appropriée de l'économie et le retour à l'équilibre de la balance des comptes, ont donné des résultats appréciables: l'activité économique n'a plus subi l'alternance de brèves périodes de prospérité et de marasme, et la position du dollar s'est beaucoup améliorée.

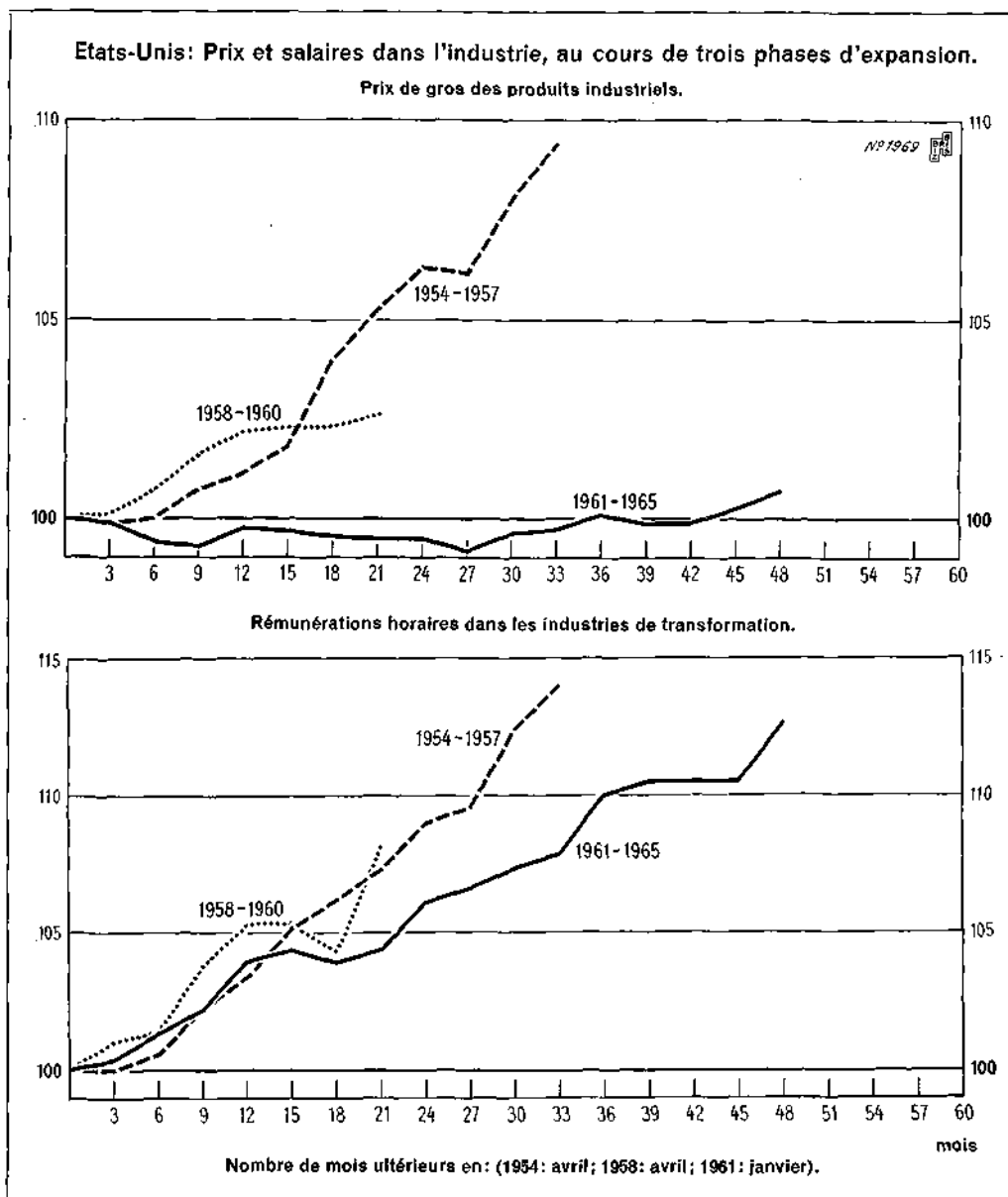
Rappelons qu'en 1961, le gouvernement a cherché en tout premier lieu à relancer l'économie du pays; c'est l'augmentation des dépenses publiques qui a donné l'impulsion à un mouvement de reprise sensible de l'activité. Mais, à mesure que leur effet stimulant s'atténuait en 1962, le rythme de l'expansion s'est ralenti. Les autorités ont alors décidé de modifier sensiblement la structure des finances

fédérales, afin que le secteur privé ne se trouve pas freiné dans sa croissance par un excédent budgétaire avant d'avoir atteint un niveau d'activité correspondant au plein emploi. A cette fin, il a été proposé en janvier 1963 de réduire sensiblement le taux des impôts. Bien que l'année se soit écoulée sans que ce projet prenne forme de loi, la perspective d'une atténuation prochaine de la fiscalité a contribué à accroître la confiance, tant parmi les milieux d'affaires que chez les consommateurs.

La loi fiscale de février 1964, dans le cadre de laquelle cette mesure a été prise, prévoyait une diminution notable des impôts sur le revenu des personnes physiques et des sociétés; aussi les dépenses de consommation privée, de même que les dépenses d'investissement, ont-elles pris un essor remarquable. Une disposition originale de cette loi stipulait que, contrairement aux autres revenus des personnes physiques, pour lesquels l'allégement fiscal était réparti sur les années 1964 et 1965, les traitements et salaires bénéficiaient dès mars 1964 de la totalité de la réduction sur l'impôt retenu à la source. La mesure a donc eu immédiatement son plein effet sur le revenu disponible; entre la date de sa promulgation et la fin de l'année, on estime à \$7,7 milliards le revenu supplémentaire qu'elle a libéré — soit près de 2% du revenu disponible total — et à environ \$9 milliards l'augmentation des dépenses de consommation qui en est résultée directement ou indirectement. En conséquence, on a assisté à une progression des ventes au détail, dont le volume a dépassé de 8% en décembre le chiffre atteint un an auparavant, et l'industrie automobile a de nouveau connu une année d'activité record malgré le ralentissement dû aux grèves survenues au cours du quatrième trimestre.

En outre, l'investissement intérieur brut du secteur privé, stimulé par la réduction des impôts sur les sociétés et par les dépenses accrues des consommateurs, a enregistré une forte expansion, portant surtout sur les biens d'investissement durables, avec une progression double de celle de 1963.

Favorisés par ces influences, les résultats de l'activité économique en 1964 ont été bons. Le produit national brut, en termes réels, s'est accru de 4,5%, alors qu'il n'aurait, estime-t-on, gagné probablement que 3% sans les réductions d'impôts. Le pourcentage des chômeurs, dont la moyenne était de 5,7% en 1963, n'a cessé de baisser, s'établissant à environ 4,7% ces derniers mois, et cela malgré une forte augmentation de la population active. Le mouvement ascendant s'est poursuivi en 1965 et ne semble guère devoir se ralentir. Il y a maintenant quatre ans et demi que l'économie se maintient constamment dans une phase de reprise cyclique. Sauf la période 1938-1945, où l'activité intense était due à la guerre, c'est la plus longue phase d'expansion de la période de 110 ans pour laquelle le Bureau National de Recherches Economiques a analysé les mouvements du cycle économique.



Si l'on considère les éléments constitutifs de l'expansion actuellement en cours, on relève plusieurs caractères particuliers qui expliquent sa durée. Tout d'abord, le secteur privé a réagi sainement, sans que des distorsions se manifestent comme autrefois. Les entreprises ont fortement accru leurs investissements sous forme d'installations et de matériel afin de faire face aux besoins croissants de capacité productive, mais ce mouvement a en général suivi une cadence régulière, exempte de l'accélération excessive qui avait marqué par exemple l'expansion de 1955-57. Les industries productrices de biens d'équipement ont donc assez aisément fait face

au courant croissant de la demande, sans qu'apparaissent goulots d'étranglement ou pressions inflationnistes. L'investissement sous forme de stocks, qui avait plus souvent accentué qu'atténué les fluctuations de l'activité générale, a été, au cours de cette reprise, moins irrégulier et mieux adapté aux nécessités du moment que durant les autres périodes d'expansion de l'après-guerre.

En outre, c'est peut-être l'évolution des salaires et des prix qui a le mieux exprimé le caractère sain de la croissance de l'économie américaine. Les relèvements de salaires se sont généralement maintenus dans les limites autorisées par l'amélioration de la productivité, et les coûts de main-d'œuvre par unité produite ont même légèrement fléchi. Les salaires ne pesant pas sur les prix et les entreprises réalisant des bénéfices confortables en se contentant de profiter de l'accroissement des ventes et des réductions d'impôts, les prix industriels sont restés très stables.

A tous ces égards, par conséquent, les écueils qui risquaient d'abrégier la durée de l'expansion ont été évités.

Néanmoins, l'actuelle période de reprise a surtout été caractérisée par une politique de stabilisation plus imaginative que celles qui avaient été expérimentées jusqu'alors aux Etats-Unis. A chacune des précédentes reprises qui se sont produites depuis la fin de la guerre, un excédent — parfois très important — apparaissait au budget fédéral à mesure que l'expansion progressait; il en résultait un prélèvement de moyens d'achat sur le secteur privé qui tendait à imposer une limite au dynamisme de l'économie — à moins qu'un boom de l'investissement privé ne permit de la franchir. Cette tendance s'est manifestée en 1963, quand les finances fédérales, d'après les données de la comptabilité nationale, se sont trouvées en fait en léger excédent pendant le quatrième trimestre. Il n'est pas possible de dire avec précision ce qui serait arrivé sans les réductions d'impôts, mais il est évident que l'expansion n'aurait pu se poursuivre sans surmonter un sérieux obstacle. Les mesures fiscales ont supprimé cet obstacle et renversé, en faveur de l'expansion, l'influence du budget.

Pour assurer encore mieux l'avenir, les pouvoirs publics ont pratiqué une politique monétaire visant, elle aussi, en priorité, à faciliter la croissance de l'économie en dépit de sorties persistantes de capitaux. Alors qu'au cours des précédentes périodes d'expansion, la progression de la masse monétaire s'était vite ralentie, elle a conservé cette fois-ci un rythme élevé et régulier — à part un fléchissement de courte durée en 1962. La liquidité des banques a été maintenue, elle aussi, à un niveau élevé. Depuis le début de 1961, le Federal Reserve System a fourni des réserves aux banques à concurrence d'environ \$10 milliards et, en 1962, une réduction du pourcentage de réserve obligatoire applicable aux dépôts à terme a en

autre libéré \$1 milliard de réserves. Le cinquième environ de ces réserves supplémentaires a servi à compenser les pertes résultant des sorties d'or, et à peu près la moitié à combler celles que l'accroissement rapide de la demande de billets a causées aux banques. En conséquence, \$4 milliards environ sont restés disponibles pour soutenir l'accroissement des crédits bancaires.

Simultanément, la politique pratiquée avait pour objectif la stabilité des prix en même temps que l'expansion. Les recommandations tendant à modérer les augmentations de salaires et l'action préventive contre la hausse de certains prix susceptible de déclencher une psychose d'inflation ont contribué au maintien de cette stabilité, sans laquelle il aurait été impossible de poursuivre la politique de détente fiscale et monétaire.

C'est dans ce climat d'expansion soutenue de l'économie interne qu'est apparue la nécessité de remédier à la fragilité persistante du dollar. Il fallait non seulement réduire le déficit de la balance des paiements, mais encore maîtriser le mouvement ascendant des importations, conséquence de l'accroissement de l'activité intérieure.

Pendant plusieurs années, le programme de redressement des finances extérieures a été limité aux mesures suivantes: lier l'octroi de l'aide économique extérieure à l'achat de marchandises américaines, de façon à réduire les disponibilités de dollars librement utilisables; économiser sur les dépenses militaires à l'étranger et les compenser en passant avec d'autres pays, notamment avec l'Allemagne, des marchés pour l'achat de matériel militaire aux Etats-Unis; comprimer les coûts de main-d'œuvre et baisser les prix de vente pour améliorer la position de l'industrie nationale face à la concurrence. En outre, on a essayé d'empêcher les sorties nettes de capitaux en soutenant, par divers moyens, les taux d'intérêt à court terme malgré la politique d'aisance monétaire. Ces mesures ont certes donné des résultats, mais il n'en reste pas moins que la courbe des variations de la conjoncture avait commandé l'évolution du déficit de la balance des comptes en 1961 et en 1962. La récession de 1960 conduisit à une réduction du déficit en 1961, tandis que la reprise de l'économie interne contribua à aggraver la situation des paiements en 1962.

A mesure que l'année 1963 s'écoulait, l'excédent commercial des Etats-Unis s'accroissait sensiblement, les prix intérieurs restant stables, tandis que l'inflation s'intensifiait en Europe. Cependant, la grande disparité de situation entre les Etats-Unis et les autres pays en ce qui concerne les taux d'intérêt d'une part, les conditions d'accès aux capitaux à long terme d'autre part, provoquait, pendant le premier semestre, une très forte sortie de capitaux sous forme d'investissements de portefeuille; à ce point, il s'avéra nécessaire de trouver des moyens efficaces de contenir ce mouvement. Comme les autorités orientaient leur politique fiscale et

**Transactions internationales des Etats-Unis.**

Rubriques	1960	1961	1962	1963	1964
	en millions de dollars E.U.				
<b>Transactions courantes</b>					
Balance commerciale (y compris les exportations financées au titre de l'aide économique à l'étranger) . . . . .	+ 2.820	+ 3.200	+ 2.080	+ 2.270	+ 3.740
Dépenses des touristes (nettes) . . . . .	- 870	- 860	- 1.020	- 1.140	- 1.090
Revenu des placements (net) . . . . .	+ 2.320	+ 2.960	+ 3.330	+ 3.270	+ 3.860
Dépenses militaires (nettes) . . . . .	- 2.730	- 2.560	- 1.910	- 1.910	- 1.820
Autres éléments invisibles (nets) . . . . .	- 600	- 550	- 1.060	- 970	- 710
<b>Total . . . . .</b>	<b>+ 940</b>	<b>+ 2.190</b>	<b>+ 1.420</b>	<b>+ 1.520</b>	<b>+ 3.980</b>
<b>Transactions en capital</b>					
Aide du gouvernement: sortie nette de dollars . . . . .	- 1.110	- 1.140	- 1.070	- 890	- 710
Investissements directs (nets) . . . . .	- 1.530	- 1.530	- 1.520	- 1.890	- 2.270
Placements en valeurs mobilières à long terme (nets) . . . . .	- 370	- 390	- 830	- 770	- 550
Autres investissements à long terme (y compris les prêts à moyen terme des banques) . . . . .	- 200	- 260	- 260	- 580	- 1.280
Mouvements de capitaux à court terme communiqués par les banques des Etats-Unis . . . . .	- 1.000	- 1.120	- 330	- 740	- 1.530
Autres mouvements de capitaux privés à court terme . . . . .	+ 150	+ 830	- 120	+ 580	+ 1.060
Divers (y compris erreurs et omissions) . . . . .	- 520	- 560	- 210	+ 440	- 30
<b>Total . . . . .</b>	<b>- 4.580</b>	<b>- 4.170</b>	<b>- 4.340</b>	<b>- 3.850</b>	<b>- 5.310</b>
Déficit financé par les transactions officielles . . . . .	- 3.640	- 1.980	- 2.920	- 2.330	- 1.330

monétaire vers des objectifs d'ordre interne, il devint nécessaire d'utiliser des moyens non orthodoxes pour chercher à remettre la balance des paiements en équilibre.

Ce sont ces considérations qui ont conduit les pouvoirs publics à prendre une seconde initiative en présentant, en juillet 1963, un projet de taxe de péréquation de l'intérêt. Cette taxe, applicable aux achats de valeurs étrangères nouvellement émises ou déjà en circulation, avait pour but d'augmenter d'un point environ le pourcentage des frais d'obtention de capitaux à long terme aux Etats-Unis. La taxe ayant un effet rétroactif, son résultat immédiat fut d'arrêter presque complètement les nouvelles émissions de valeurs étrangères sur le marché de New York, ainsi que les achats nets de valeurs en circulation.

Sauf pendant le troisième trimestre de 1963, la balance des mouvements de capitaux privés, considérée dans son ensemble, ne s'est toutefois pas ressentie de l'amélioration ainsi apportée à l'un de ses postes. Les investissements directs sont restés actifs et les sorties de capitaux à court terme ont, de même que les prêts bancaires à moyen terme, augmenté au cours du dernier trimestre de 1963 et se sont maintenus à des niveaux élevés en 1964. Les sorties nettes de capitaux privés ont été plus importantes pendant le premier trimestre de 1964 qu'au cours de la période

correspondante de 1963 et, pendant le second trimestre, elles sont seulement descendues un peu en dessous du chiffre qui avait déterminé les autorités, l'année précédente, à proposer l'institution de la taxe de péréquation de l'intérêt. Vers le milieu de 1964, il apparaissait donc nettement que la taxe n'avait pas réussi à enrayer le mouvement. L'occasion se présenta alors de recourir à la politique monétaire pour réduire les sorties nettes de capitaux. En effet, les allègements fiscaux étant déjà en vigueur depuis plusieurs mois, l'économie interne avait reçu de ce côté une impulsion suffisante et la politique monétaire pouvait être plus largement utilisée pour agir sur les mouvements internationaux de capitaux.

Aucune mesure ne fut cependant prise, peut-être parce que la balance générale pour le premier semestre de 1964 semblait évoluer de façon satisfaisante. Le déficit des transactions normales atteignait pendant cette période une cadence annuelle de \$1,8 milliard, soit à peine plus de la moitié du chiffre de l'année précédente, ceci en raison d'une forte amélioration de l'excédent des biens et des services, déjà apparue au cours du quatrième trimestre de 1963 et résultant, elle-même, principalement d'une augmentation des exportations, indice d'un progrès sensible de la capacité de concurrence de l'industrie américaine.

Si donc la taxe de péréquation de l'intérêt n'a pas réussi, au cours des trois premiers trimestres, à prévenir les sorties de capitaux privés, cet échec a été du moins compensé par des améliorations sur d'autres postes. Au quatrième trimestre, par contre, les sorties de capitaux privés sont devenues massives. D'importants achats de nouvelles valeurs étrangères ont eu lieu lorsque l'entrée en vigueur effective de la taxe conduisit à l'émission de valeurs (canadiennes pour la plupart) dont le lancement avait été préalablement différé. Ces nouvelles émissions se sont multipliées en octobre et sont restées très importantes pendant tout le trimestre, provoquant des sorties de capitaux de \$581 millions. Les prêts bancaires, tant à moyen qu'à court terme, ont enregistré une progression encore plus importante, leur volume ayant dépassé \$1 milliard pendant le quatrième trimestre. Alors que l'importante sortie due aux nouvelles émissions de valeurs mobilières était essentiellement un phénomène temporaire, il ressortait nettement des renseignements recueillis sur les ouvertures de crédit consenties que le gonflement des prêts bancaires n'aurait probablement pas un caractère passager. Ainsi, pendant l'année civile qui a suivi l'annonce du projet de taxe de péréquation de l'intérêt, les sorties de capitaux privés des Etats-Unis ont fait un bond considérable, passant de \$4.307 à \$6.360 millions; tout portait à croire qu'elles allaient se poursuivre à un rythme accru.

En présence de cette situation, le Président a pris une troisième initiative exposée dans un message adressé au Congrès en février 1965. La mesure la

plus importante de son programme consistait à demander aux banques de limiter volontairement leurs prêts à des étrangers. Il était recommandé que le montant des crédits bancaires accordés aux étrangers (crédits commerciaux compris) ne dépasse pas de plus de 5% à la fin de 1965 le niveau atteint à la fin de 1964. Cette limitation implique des sorties nettes de fonds bancaires d'environ \$500 millions pour 1965, contre près de \$2,5 milliards pour 1964.

Les compagnies d'assurances, les caisses de retraites et les sociétés de financement ont été invitées à ne pas accorder des prêts en dollars à l'étranger ou des moyens d'investissements à l'étranger déjà refusés par les banques. Ces établissements financiers ont été également invités à maintenir pour le moment leurs placements à court terme à l'étranger au niveau atteint à la fin de 1964, puis à les ramener progressivement au niveau de la fin de 1963. Il a été demandé aux sociétés n'ayant pas une activité essentiellement financière de réduire leurs avoirs à court terme dans les pays industrialisés et de s'efforcer d'améliorer de 15 à 20% le solde de leurs autres opérations en devises étrangères.

Dans son message, le Président a également demandé au Congrès de proroger la taxe de péréquation de l'intérêt jusqu'à la fin de 1967 et d'étendre son application aux crédits d'un an et au-delà accordés par le secteur non bancaire à des emprunteurs appartenant à des pays industrialisés. En vertu des lois en vigueur, la taxe a été immédiatement appliquée aux prêts bancaires à échéance de plus d'un an octroyés à des emprunteurs de pays ayant atteint un haut degré de développement.

Il semble donc qu'à présent les opérations en capital avec l'étranger ont été soumises dans une mesure suffisante à une réglementation ou à une surveillance des autorités, pour que les améliorations prévues sur chacun des postes de la balance des paiements se traduisent par une amélioration d'ensemble de celle-ci. De fait, l'effet immédiat de ces mesures a été satisfaisant. Dès la seconde moitié de février, on a constaté un renversement manifeste des mouvements de capitaux, facilité par de brusques retraits de fonds américains du marché de l'Euro-dollar; en mars, cette évolution s'est encore accentuée, la position du dollar s'améliorant par rapport à toutes les monnaies sur les marchés des changes et la balance globale des paiements accusant un excédent sensible. Il semble que le dollar doive consolider son redressement dans le proche avenir, au fur et à mesure de la mise en œuvre du programme par les institutions financières et les entreprises industrielles.

Les perspectives de l'économie des Etats-Unis semblent donc favorables tant en ce qui concerne la situation à l'intérieur que la balance des comptes. A l'intérieur, les facteurs qui stimulent l'expansion continuent d'agir. Les investissements privés suivent une courbe fortement ascendante et, selon l'enquête menée sur les projets de dépenses en capital, leur progression devrait être plus forte



que l'an dernier. Les ventes d'automobiles se maintiennent à un niveau élevé, ce qui montre que la demande de base dans ce secteur s'est nettement élargie par rapport aux dernières années de la décennie 1950-1959. Des réductions d'impôts indirects et un relèvement, en juillet, des prestations de sécurité sociale prolongeront l'influence favorable du budget sur l'expansion. En outre, diverses lois ont été promulguées, prévoyant de nouveaux programmes sociaux dans le domaine de la santé, de l'instruction et des conditions de vie, toutes mesures qui contribueront à maintenir un climat d'activité de la demande.

En ce qui concerne la position des Etats-Unis sur le plan international, la fermeté des nouvelles dispositions prises promet de donner de bons résultats dans les mois à venir. Si des doutes peuvent exister — et ils existent en effet — sur leur efficacité à plus long terme, cela tient à deux considérations. D'abord, pour rétablir totalement la confiance dans le dollar, après une longue série de déficits des paiements, les Etats-Unis ont besoin de renforcer la position de leurs réserves. Cela implique non seulement que la balance des comptes retrouve son équilibre, mais même que des excédents de paiements soient dégagés pendant un certain temps.

Ensuite il reste qu'à l'effort de limitation volontaire des sorties de capitaux s'oppose le désir de profiter de l'écart existant entre les Etats-Unis et le reste du monde au point de vue de l'accès aux capitaux à long terme et des taux d'intérêt. Outre que les forces du marché peuvent être amenées à jouer une fois de plus à la longue, il n'est pas réconfortant de constater qu'on laisse s'élargir des distorsions découlant de l'application de contrôles directs, ou que le poids du rajustement de la balance des paiements retombe principalement sur les mouvements de capitaux.

Le problème du retour à un équilibre plus fondamental reste donc posé.

### **La livre sterling.**

En présentant, en avril 1963, un budget d'expansion qui visait à tirer l'économie d'un état de stagnation relative et à lui assurer un taux de croissance suffisant, le Chancelier de l'Echiquier de l'époque avait déclaré :

« Je me refuse absolument à admettre qu'il y ait incompatibilité entre une économie vigoureuse et une monnaie solide. C'est grâce à une expansion saine, fondée sur l'amélioration de la productivité, et à un contrôle rigoureux des prix de revient, que le sterling gardera sa solidité. . . Il se peut évidemment que, dans les premières étapes d'un programme de relance de l'expansion, les importations progressent plus vite que les exportations. . . Dans la mesure où des stocks seront accumulés à la faveur de l'expansion. . . il sera tout à fait raisonnable et judicieux

de les financer au moyen de nos réserves ou en utilisant les facilités de crédit dont nous disposons au F.M.I. et ailleurs.»

En janvier 1964, le Premier Ministre, soulignant la nécessité, pour la Grande-Bretagne, d'accorder une priorité absolue à l'expansion de la production, déclarait:

«Si notre balance des paiements connaît des difficultés au cours des prochains mois, nous devons y faire face — ainsi que le gouvernement n'a cessé de le proclamer — en faisant appel à nos réserves . . . Nous ne devons pas craindre de le faire, ni même de faire usage, en cas d'urgence, des droits de tirage très importants que nous avons sur le F.M.I., sans parler des autres ressources qui peuvent être mobilisées en cas de besoin.»

La formule sur laquelle reposait la politique suivie en 1963 et 1964 était donc conforme aux conceptions économiques des deux partis politiques. Le budget de 1963 ne marquait pas un simple changement d'orientation de la politique de stabilisation; c'était le premier acte d'une nouvelle stratégie conçue pour assurer une croissance régulière tout en visant, à plus long terme, au renforcement de la monnaie. La thèse était la suivante: même si, pendant un certain temps, un déficit des paiements est pratiquement inévitable, l'expansion poursuivie avec vigueur nécessitera une accélération du rythme de la productivité qui, soutenue par une politique efficace des revenus, améliorera la capacité de concurrence de l'industrie britannique sur le marché mondial et assurera sans trop tarder la stabilité des finances extérieures. En faisant appel, entre-temps, aux réserves ou aux facilités de crédit, on disposera, en quelque sorte, de fonds de roulement plus abondants pour exploiter au maximum le potentiel économique.

Il est de fait que l'élan donné par le budget de 1963 et d'autres mesures prises antérieurement ont vivement stimulé la production. En l'espace d'un an, le produit national brut réel a augmenté de quelque 6% et le niveau de l'emploi de 1% environ, tandis que le taux du chômage diminuait approximativement de ½%. La production d'automobiles a progressé de plus du tiers et l'essor des dépenses consacrées aux biens d'équipement fixes a vite engendré un boom des investissements.

Comme prévu, la balance des paiements n'a pas tardé à se détériorer. A la fin du second semestre de 1963, la balance des opérations courantes, corrigée des variations saisonnières, était tout juste en équilibre, alors que pour le premier semestre, elle avait enregistré un excédent de £100 millions. Le léger progrès enregistré par les exportations était totalement éclipsé par la montée en flèche des importations. Ce mouvement s'étant poursuivi pendant le premier trimestre de 1964, la balance des opérations courantes s'est fortement dégradée et s'est soldée par un déficit considérable.

Au cours de ce même trimestre, la tendance à la surchauffe de l'économie est allée en s'accroissant. L'activité s'est accrue à un rythme rapide, le pourcentage du chômage s'abaissant nettement au-dessous de 2%. Les prévisions concernant les douze mois suivants indiquaient qu'elle continuerait de s'intensifier et que le déficit de la balance des comptes, pour les seules opérations courantes, serait très important. Dans ces conditions, il fut décidé de donner au budget présenté en avril une orientation restrictive, après que le taux officiel de l'escompte eut été relevé de 4 à 5% au début de l'année. L'intention était, non pas de renoncer à l'expérience de la croissance soutenue, mais de limiter l'expansion au potentiel de croissance réelle à plus long terme et, par là, de limiter également le déficit de la balance des comptes.

Il est de fait que pendant plusieurs mois, d'après certains indices de l'activité économique, l'emballement parut moins marqué. Le chômage n'en a pas moins continué de diminuer et les importations d'être élevées, aussi bien pendant le deuxième trimestre que pendant le suivant, tandis que les exportations fléchissaient. Cependant, jusqu'à la fin d'août 1964, le déficit de la balance des paiements n'a pas entraîné de pertes sensibles de réserves officielles. Les engagements en sterling ont augmenté et des Euro-devises ont été converties en livres pour un montant appréciable, ce qui a contribué à financer le déficit des comptes extérieurs.

En août, le crédit de confirmation de \$1 milliard accordé par le F.M.I. a été renouvelé. En raison de l'approche des élections générales en octobre, on n'a pas profité de cette occasion pour modifier à quelque égard que ce soit la politique suivie — en dépit du risque de difficultés auxquelles cette inaction pouvait donner naissance sur les marchés des changes. La politique monétaire elle-même a continué d'être caractérisée par une assez large aisance, en face d'une forte progression des avances enregistrée, contrairement aux tendances saisonnières, à la suite de l'expansion des investissements.

Quand le gouvernement issu des élections entra en fonctions, il s'est trouvé aux prises avec les dures réalités de la balance des paiements dont le déficit total, en 1964, allait manifestement se situer entre £700 et £800 millions — se répartissant à peu près également entre paiements courants et mouvements de capitaux à long terme. Il était bien conforme à la nouvelle conception économique d'admettre un certain déficit, mais celui-là dépassait évidemment les limites du possible, car il était de très loin supérieur à celui correspondant à des besoins de fonds de roulement. Il était indispensable d'intervenir, et des mesures ont été adoptées qui visaient à réduire directement le déficit extérieur par voie de surtaxes temporaires de 15% frappant les importations de produits manufacturés et en diminuant les impôts indirects en faveur des exportations. La surtaxe aux

importations devait réduire celles-ci d'environ £250 millions pour une année entière. En outre, de nouveaux impôts furent établis pour absorber des moyens d'achat qui, devant la raréfaction des produits importés, auraient pu servir à acheter des produits nationaux. Le projet de budget complémentaire présenté en novembre, tout en comportant divers ajustements fiscaux en même temps qu'une augmentation des dépenses de caractère social à couvrir par d'autres relèvements d'impôts, ne visait pas à limiter, de façon générale, l'expansion économique.

Le Livre blanc consacré à l'analyse de la situation économique déclarait ce qui suit :

« En dehors des problèmes particuliers à quelques régions et à un petit nombre de secteurs d'activité, il n'y a pas de pressions excessives sur les ressources qui justifieraient une intervention. En outre, le gouvernement se refuse à pratiquer une politique de coups de frein et de coups d'accélérateur successifs. »

C'est un effort concerté d'amélioration du rendement de l'économie et une action énergique dans le domaine de la politique des revenus qui devaient constituer les moyens à long terme à utiliser pour rétablir l'équilibre des paiements sans interrompre le mouvement régulier de croissance.

Cependant, depuis le début de l'été, un malaise croissant se manifestait sur les marchés des changes; l'approche des élections avait provoqué certains retraits de fonds de la place de Londres et le financement du déficit des paiements avait à être assuré. Les réserves officielles avaient commencé de fléchir en juin et, dès septembre, la Banque d'Angleterre avait obtenu d'autres banques centrales un crédit de \$1 milliard pour l'aider à soutenir le marché en cas de besoin. Ces crédits ont été remboursés en décembre à l'aide d'un tirage sur le crédit de confirmation du F.M.I. Pourtant, même après les élections, le marché demeura, dans l'ensemble, dans l'expectative. Lorsque l'ampleur du déficit des paiements pour l'année fut connue et en présence des controverses auxquelles le programme du gouvernement donnait lieu, le mouvement de vente de sterling s'intensifia, sans que la situation devienne toutefois critique. Rien n'indiquant nettement que le gouvernement allait consolider son programme par un durcissement de la politique monétaire, un véritable mouvement de fuite devant le sterling se déclencha finalement. Le marché estimait trop aventurée la thèse de la correction à long terme du déficit des paiements et cherchait une protection à court terme. Pour lutter contre le mouvement, la Banque d'Angleterre releva le taux officiel de l'escompte à 7% le 23 novembre et, deux jours plus tard, obtint de plusieurs banques centrales et de la B.R.I. une aide financière très importante, afin de montrer qu'elle disposait de ressources largement suffisantes pour maintenir la parité de la livre.

Abstraction faite des doutes possibles concernant la stratégie de base précédemment suivie par les pouvoirs publics au cours des deux années passées, la situation devait désormais être jugée en fonction de deux questions essentielles: l'excès de la demande globale et le boom des investissements.

Vers le quatrième trimestre de 1964, le chômage était tombé à 1,5%. A lui seul, ce chiffre donne à penser que la pression exercée sur les ressources était excessive, l'expérience enseignant que le plein emploi est pratiquement atteint quand le pourcentage des chômeurs se situe entre 1,8 et 2%. Un transfert progressif de main-d'œuvre aurait peut-être permis d'abaisser ce niveau sans qu'il en résultât de tension sur le marché du travail, mais en l'espèce, la diminution du chômage avait été trop rapide pour que d'importants mouvements de travailleurs en provenance de régions défavorisées aient eu le temps de se produire. Un niveau moyen de chômage de 1,5% pour l'ensemble du pays correspondait à une nette pénurie de main-d'œuvre dans la région londonienne, dans les Midlands et dans le sud de l'Angleterre.

En dehors de cette indication, la dégradation notable de la balance des paiements courants dénotait l'excès de la demande globale — excès qui, dans une économie largement ouverte sur l'extérieur, tend toujours à se manifester sur le volume des importations à mesure que la pression exercée sur les ressources intérieures s'intensifie. Les importations de la Grande-Bretagne en 1964 ont dépassé de 15% le niveau atteint l'année précédente. Tandis que les importations de denrées alimentaires, de combustibles et de matières premières ont augmenté de 8%, les achats à l'étranger de produits semi-finis et finis ont progressé de 28%. Dans le même temps, les exportations ne s'accroissaient que de 4,2%, les progrès se limitant même à 1,7% dans le cas des ventes des industries mécaniques. Le rythme de l'expansion affectait donc fortement l'évolution du commerce extérieur.

L'essor des importations de produits manufacturés, comme l'absence de dynamisme dans les exportations, peuvent être attribués en partie à un certain désavantage en matière de coûts et de prix qui handicape l'industrie britannique en face de la concurrence étrangère. Il est, toutefois, surtout vrai que la capacité de production et la main-d'œuvre étaient si pleinement utilisées qu'il n'y avait pas de marge de ressources disponibles permettant d'obtenir le supplément de production nécessaire pour combler le déficit des paiements. Pour atteindre ce niveau de production en vue de l'exportation ou en remplacement de produits importés, il eût fallu pouvoir réduire à 1% par exemple le pourcentage du chômage. Il était manifestement impossible d'atteindre ce stade qui dépasse celui du plein emploi, puisqu'il n'y avait plus de main-d'œuvre disponible dans les régions qui en auraient eu besoin. Dire que des efforts d'amélioration de la productivité permettraient,

à long terme, de remédier à cette situation, n'est pas nier pour autant l'apparition d'un excès de la demande. Cette façon de voir apparaissait implicitement dans le budget de novembre qui visait à éviter que le ralentissement des importations ne renforce la pression exercée par la demande sur le marché intérieur.

En analysant la situation du point de vue de la politique à suivre, il fallait également reconnaître que l'excès de la demande était une conséquence directe du boom des investissements dans le secteur nationalisé comme dans le secteur privé de l'industrie. L'investissement fixe s'était accru de 16 %, en termes réels, de 1963 à 1964 et les industries mécaniques, notamment, utilisaient au maximum leur capacité de production ; les retards dans l'exécution des commandes provenant tant de la clientèle nationale que de l'étranger étaient nombreux et s'allongeaient. La production de biens d'équipement se trouvait aussi freinée par l'essor de l'industrie automobile qui, en période de boom, a d'énormes besoins de main-d'œuvre et de matières premières. En outre, la demande intérieure d'investissements constituait un facteur crucial du déficit des paiements, car elle était à l'origine de la forte augmentation des importations de biens d'équipement et freinait l'exportation de ces produits. Malgré tout, il était considéré nécessaire d'éviter à tout prix les mesures susceptibles de ralentir le boom des investissements, car ceux-ci devaient être à la longue le facteur déterminant d'une productivité renforcée.

Les autorités ne manifestant pas clairement l'intention de freiner l'excès de la demande ou le boom des investissements, le marché des changes s'est évidemment montré pessimiste sur les chances d'un redressement de la balance des paiements intervenant assez tôt pour que le sterling conserve sa stabilité. Une fois obtenue l'aide massive des banques centrales, les ventes de sterling au comptant se réduisirent substantiellement, mais des tensions sporadiques persistèrent au cours des mois suivants et le marché à terme dut être soutenu. Cette situation fit ressortir la nécessité, pour pouvoir espérer un retour de confiance, de présenter en avril 1965 un budget restrictif.

Il semblait évident que la situation avait évolué bien au-delà de ce qu'envisageait la nouvelle théorie du renforcement de la position extérieure grâce à l'expansion. Cette conception reposait sur l'amélioration du pouvoir concurrentiel. Le gouvernement avait certes obtenu en janvier l'accord des employeurs et des salariés de l'industrie pour l'adoption d'une politique des revenus, mais celle-ci n'avait guère de chances de fonctionner efficacement en présence d'une demande excessive. D'octobre 1963 à octobre 1964, le taux des salaires horaires a progressé plus de deux fois plus vite qu'au cours des douze mois précédents, et la moyenne des gains horaires (même abstraction faite de l'influence des heures supplémentaires) a fait un bond de plus de 8 %, le phénomène de glissement des salaires ayant joué un rôle essentiel à cet égard. Dans ces conditions, l'amélioration tangible du pouvoir concurrentiel

ne pouvait être escomptée. De plus, bien que l'existence d'une demande active et d'un équipement suffisant soient deux conditions nécessaires à l'accroissement de la productivité, il y avait peu de chance que les ressources se portent vers les industries exportatrices si la demande interne excessive et le boom des investissements sur le marché intérieur n'incitaient pas à le faire.

On put croire, dans une certaine mesure, que les augmentations d'impôts prévues dans le budget complémentaire d'automne et la fixation à 7% du taux d'escompte officiel tendraient à modérer l'expansion économique et à amorcer une réduction de la demande excessive; en fait, la production a poursuivi son essor jusqu'à la présentation du nouveau budget et le niveau du chômage a encore diminué. En outre, il ressortait de l'enquête menée auprès des entreprises sur leurs intentions en matière d'investissement que la progression de cette catégorie de dépenses n'allait pas se ralentir. La balance commerciale, cependant, s'améliorait quelque peu. Les importations du premier trimestre de 1965, qui avaient été affectées par la grève des dockers new-yorkais ainsi que par la surtaxe de 15% sur les importations, sont tombées à 4% en dessous du niveau atteint au quatrième trimestre de 1964. En même temps, les exportations ont progressé de 1,5%. Ces mouvements ont eu pour effet de ramener le déficit de la balance commerciale à £186 millions au lieu de \$266 millions le trimestre précédent et de £272 millions au cours des trois premiers mois de 1964. Pour encourageants qu'aient été ces résultats, il était évident qu'un nouvel effort s'imposait pour améliorer la situation des comptes extérieurs.

Le projet de budget présenté en avril 1965 a indiqué un net changement d'orientation de la politique. En le présentant, le gouvernement a annoncé l'institution de nouveaux impôts sur la consommation, à l'effet de limiter cet élément de la demande, et l'annulation d'une commande de matériel militaire, réalisant ainsi une économie appréciable. Comme le total des dépenses courantes de l'État s'accroissait sensiblement, toutefois, il fut admis que l'augmentation de l'excédent du budget ordinaire ne dépasserait pas £100 millions, tandis que le déficit global escompté pour l'année financière actuelle apparaissait nettement supérieur au déficit effectif de l'exercice 1964/65. Pour éliminer l'excès de la demande, le budget impliquait donc que des ressources productives du secteur privé soient transférées au secteur public, et que la demande totale s'accroisse moins que le potentiel productif de l'économie.

Pour aider à résoudre le problème de la balance des paiements, des mesures furent prises en vue de réduire de £100 millions le déficit net de la balance des mouvements de capitaux à long terme. Ceci s'ajoute au ralentissement des exportations de capitaux escompté pour d'autres raisons.

Grande-Bretagne: Budget.

Rubriques	Années financières			
	1963-64	1964-65	1965-66	
	Résultats		Prévisions	
		initiales	révisées	
en millions de livres sterling				
<b>Recettes ordinaires</b>				
Recettes fiscales . . . . .	6.649	7.431	8.035	8.199
Autres recettes . . . . .	638	726	827	827
<b>Total des recettes . . . . .</b>	<b>7.287</b>	<b>8.157</b>	<b>8.862</b>	<b>9.026</b>
<b>Dépenses ordinaires</b>				
Dépenses de fonctionnement des services .	6 000	6.480	7.134	7.134
Service permanent du Fonds consolidé .	1.196	1.233	1.348	1.348
<b>Total des dépenses . . . . .</b>	<b>7.196</b>	<b>7.713</b>	<b>8.482</b>	<b>8.482</b>
Excédent ou déficit (-) total .	91	444	380	544
Prêts du Fonds consolidé (nets) . .	- 527	- 830	- 1.228	- 1.268*
<b>Déficit global (-) . . . . .</b>	<b>- 436</b>	<b>- 386</b>	<b>- 848</b>	<b>- 724</b>

\* Sur ce chiffre, un montant de £130 millions est attribuable à l'extension des facilités de crédit offertes par le Public Works Loan Board aux collectivités locales.

Le fait peut-être le plus important, au fond, est l'insistance avec laquelle il a été souligné, dans l'exposé budgétaire et dans d'autres déclarations officielles, que de nouvelles mesures seraient prises pour rétablir l'équilibre extérieur si la nécessité s'en faisait sentir. Pour appuyer cette attitude, la Banque d'Angleterre a fait un appel de dépôts spéciaux auprès des banques, tandis que le gouverneur demandait aux « clearing banks » de limiter l'accroissement de leurs avances à 5% pour l'année financière et invitait les autres banques à exercer un frein similaire. Au début de juin, le taux officiel d'escompte a été ramené à 6% et, en même temps, le versement initial sur les contrats d'achats à tempérament a été relevé. Il a été rendu clair, en outre, que des ressources disponibles étaient abondantes, qu'elles seraient utilisées au besoin pour maintenir la stabilité du taux de change; de nouveau un important tirage sur le F.M.I. fut effectué et en partie utilisé pour rembourser les crédits accordés par les banques centrales. De telles assurances ont eu immédiatement pour effet de renforcer la position du sterling sur le marché et, en vérité, jusqu'à présent, en 1965, les comptes extérieurs se sont améliorés par rapport à il y a un an. L'élimination du déficit n'est toutefois pas attendue avant les derniers mois de l'an prochain et il est bien difficile de prévoir comment d'ici là la situation évoluera.



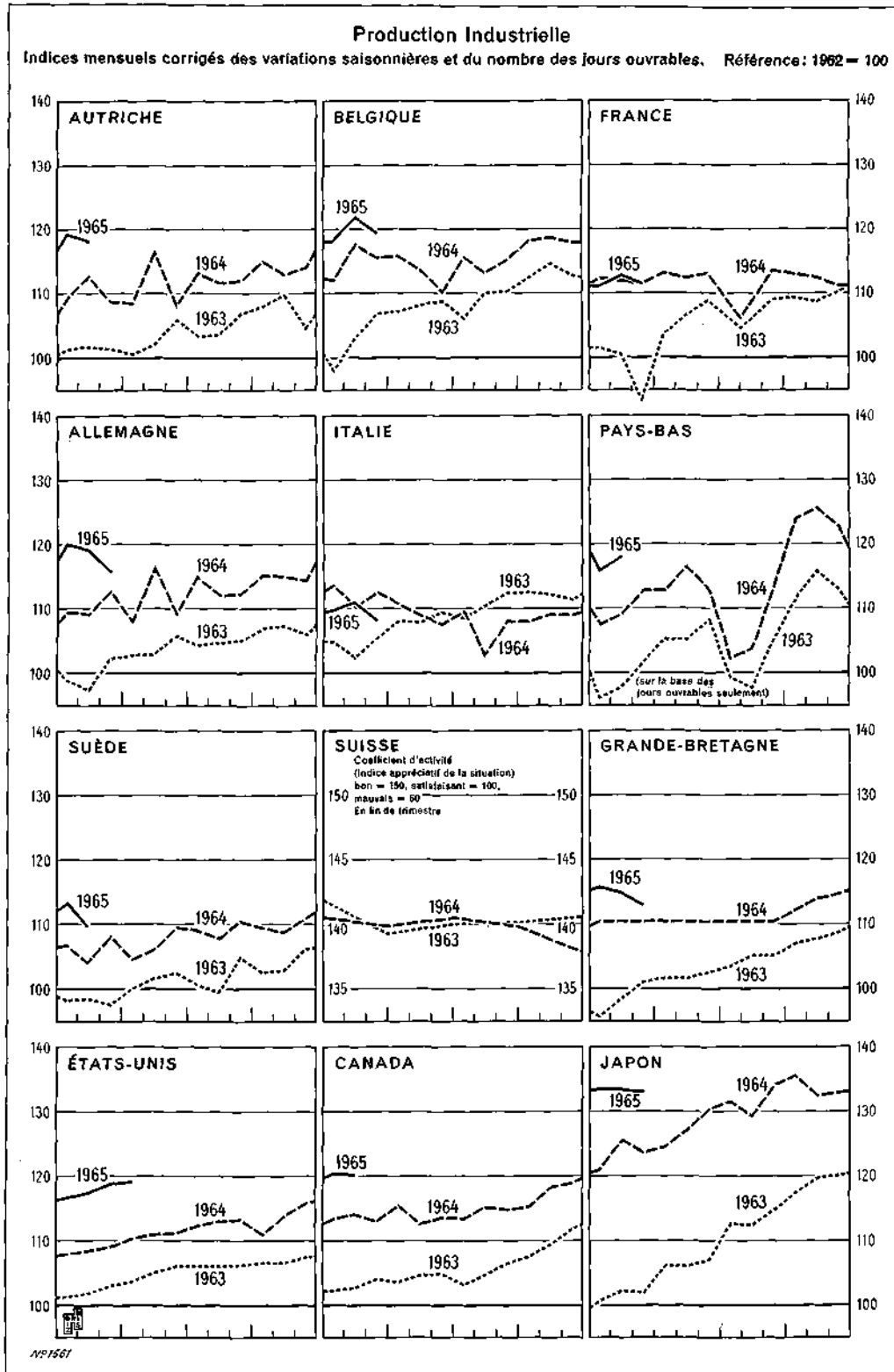
### **L'évolution dans les pays continentaux d'Europe de l'Ouest.**

La situation économique en Europe occidentale a été fortement influencée, l'an passé, par l'orientation généralement restrictive des politiques en vue de contenir l'inflation. Aussi, l'expansion économique, quand elle n'a pas marqué un temps d'arrêt, s'est-elle au moins ralentie dans la plupart des pays. Dans le même temps, les pressions inflationnistes ont été sensiblement atténuées, encore qu'il soit exagéré de dire qu'elles ont été entièrement maîtrisées.

Les symptômes de l'inflation se sont manifestés dès le début de 1963, avec une intensité particulière en Italie et en France, mais très clairement aussi dans plusieurs autres pays. Du fait de l'étroite interdépendance d'économies ouvertes sur le monde extérieur, le mouvement s'est propagé relativement vite tout au long de l'année et dès le début de 1964 l'économie était partout en état de surchauffe. Les prix et les salaires ont, en général, fortement monté, bien que l'Italie et les Pays-Bas aient été les seuls pays dont la balance des paiements se soit soldée par un déficit. Les pouvoirs publics ont modifié l'orientation de leur politique dans le sens d'une action correctrice. Des mesures destinées à modérer la demande globale ont été mises en vigueur dans les derniers mois de 1963, surtout sous forme de restrictions d'ordre monétaire; en France et en Italie, des plans plus vastes ont été mis en œuvre.

L'an dernier, la politique suivie a généralement consisté à renforcer les restrictions précédemment instituées. Comme auparavant, c'est la politique du crédit qui a joué le rôle principal en matière de stabilisation. Les taux d'intérêt ont eu tendance à s'élever dans tous les pays continentaux et, dans nombre d'entre eux, ce mouvement a été lié à des majorations du taux d'escompte officiel. Le resserrement de la politique monétaire s'est accompagné, dans plusieurs pays, de compressions des programmes d'investissement du secteur public et, parfois, d'un renforcement du contrôle direct sur les prix. Dans quelques pays, les impôts ont été relevés, et les recommandations formulées par la C.E.E. en avril 1964 reconnaissaient que la politique financière devait être un des facteurs contribuant à la stabilisation; les pays n'ont pas tous fait le même usage de cette possibilité.

Sous l'effet conjugué d'une capacité de production surchargée et de l'attitude restrictive des pouvoirs publics, la composition de la demande de ressources réelles a notablement changé l'an dernier. La demande aux fins de consommation du secteur privé et du secteur public s'est accrue moins rapidement qu'en 1963, année où elle avait été l'un des principaux moteurs de la croissance économique. Dans la plupart des pays, notamment en Allemagne et en Italie, la demande de ressources du secteur public a moins progressé qu'en 1963. Dans quelques-uns, par contre, à savoir l'Autriche, le Danemark, la Norvège et la Suisse, l'expansion de la consommation de ce secteur a été un peu plus forte. La consommation des particuliers a généralement, elle aussi, moins



augmenté l'an dernier qu'en 1963, sauf en Allemagne, en Belgique et au Danemark; dans le cas de l'Italie, le ralentissement du taux de croissance a été particulièrement marqué. En revanche, les dépenses d'investissement se sont développées davantage, la raison étant la pleine utilisation du potentiel existant et l'amélioration des conditions atmosphériques. Sauf en Italie et en Norvège, l'investissement intérieur brut en capital fixe a fait plus de progrès l'an dernier qu'en 1963 et son taux de croissance a continué de dépasser celui du produit national exprimé en termes réels. Dans certains pays, notamment aux Pays-Bas, au Danemark, en Belgique et en France, l'essor constaté dans ce secteur a été lié à un progrès sensible de la construction de logements. Dans tous les pays, sauf encore l'Italie et la Norvège, la progression annuelle de l'investissement en installations et équipement a été plus marquée.

En général, les hauts niveaux d'activité, obtenus tout particulièrement grâce aux réalisations des secteurs de la construction de logements et de l'agriculture, conduisirent en ce qui concerne le produit national brut à des gains plus forts que l'an dernier. Dans la plupart des cas, toutefois, il s'agissait plus d'une consolidation des positions atteintes à la suite de l'avance considérable prise l'année précédente que d'une dynamique propre à 1964. A mesure que l'année s'écoulait, l'effet des contraintes imposées par les pouvoirs publics sur la demande se faisait de plus en plus sentir. La production industrielle, par exemple, a atteint un palier dans les pays continentaux membres de l'O.C.D.E. au début de l'année et n'a amorcé une reprise qu'au quatrième trimestre. Cette stabilisation de la production industrielle rappelle, en moins prononcé, la pause intervenue pendant la récession de 1958. A cette époque, le ralentissement d'activité dans l'industrie avait duré treize mois, tandis que l'an dernier, les signes d'une reprise du mouvement ascendant sont apparus au bout de neuf mois. En outre, comme en 1958, ce qui s'est passé l'an dernier a été avant tout le résultat des efforts accomplis par les autorités pour réprimer les excès de la demande.

C'est en Italie et en France, où les mesures de stabilisation avaient été appliquées avec le maximum de vigueur, que la production industrielle a été le plus défavorablement touchée. Dans les autres pays, elle s'est seulement développée moins vite en règle générale, d'une part en raison des restrictions imposées à l'économie interne, d'autre part du fait que les mesures prises par les principaux partenaires commerciaux tendaient à réduire l'effet stimulant de la demande extérieure. L'incidence du ralentissement de l'activité industrielle et l'époque à laquelle il s'est produit ont notablement varié d'un pays à l'autre. L'effet de freinage des mesures restrictives s'est d'abord manifesté en Italie, où la production s'est stabilisée au cours du quatrième trimestre de 1963; elle a amorcé ensuite, à la fin de l'année, un mouvement descendant qui s'est poursuivi en 1964 jusqu'en septembre,

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

Pays	Années	Origins de la demande						Ressources disponibles	
		Consommation		Investissement intérieur brut en capital fixe			Exportations de biens et de services	Importations de biens et de services	Produit national brut
		Privée	Publique	Total	dont:				
					Installations et équipement	logements			
en pourcentage									
Allemagne . . . . .	1962	6,0	12,1	5,8	6,6	1,9	4,3	11,4	4,1
	1963	2,8	8,0	2,2	2,3	1,5	9,6	8,3	3,2
	1964	5,3	0,1	11,0	10,8	11,8	10,1	11,3	6,5
Autriche . . . . .	1962	5,3	1,9	-0,9	-1,5	2,0	8,1	5,0	1,6
	1963	5,0	5,6	2,4	2,1	3,4	8,9	9,8	4,4
	1964	3,6	6,0	9,1	8,0	10,5	7,9	9,2	6,0
Belgique . . . . .	1962	4,2	5,2	3,8	8,4	-9,5	9,2	8,0	4,3
	1963	4,6	6,7	1,6	4,6	-8,3	7,9	9,2	3,6
	1964	5,0	2,5	10,5	8,5	17,5	10,0	11,0	5,5
Danemark <sup>1</sup> . . . . .	1962	6,8	12,1	8,3	8,3	8,0	5,4	14,0	5,5
	1963	0,4	4,6	-2,2	-1,8	-4,1	10,4	-1,3	1,8
	1964	6,0	5,0	16,1	14,4	25,0	7,9	18,4	6,7
France . . . . .	1962	6,9	4,3	7,8	8,4	6,1	3,1	8,6	6,6
	1963	6,6	2,7	6,8	5,9	9,6	8,6	12,9	5,1
	1964	4,3	2,8	8,4	6,0	15,8	7,5	11,8	5,4
Italie . . . . .	1962	7,4	4,3	8,8	6,7	15,3	10,7	15,1	6,3
	1963	9,7	7,7	7,4	5,8	12,3	6,7	21,8	5,2
	1964	2,4	3,9	-9,2	-14,8	5,0	10,9	-5,9	2,7
Norvège <sup>1</sup> . . . . .	1962	3,7	5,4	5,5	6,5	-0,1	5,9	6,1	3,0
	1963	4,1	4,3	8,1	9,4	0,4	10,4	9,0	5,3
	1964	3,6	5,1	2,9	3,3	0,7	9,8	7,0	6,3
Pays-Bas . . . . .	1962	4,9	6,7	3,1	4,8	-5,5	6,3	7,5	2,6
	1963	7,1	2,8	3,9	3,4	6,4	6,4	9,6	3,6
	1964	6,0	0,1	15,0	12,7	26,9	11,0	13,9	7,4
Suède <sup>1</sup> . . . . .	1962	3,5	7,0	4,8	3,6	8,8	7,8	6,8	3,6
	1963	5,2	5,7	7,5	7,0	8,9	7,3	7,0	5,0
	1964	4,4	5,1	7,9	7,1	10,2	8,4	8,8	6,0
Suisse . . . . .	1962	6,6	8,9	10,7	15,7	-1,8	6,0	10,4	5,1
	1963	5,9	5,9	6,4	8,1	1,3	5,2	5,2	4,7
	1964	4,3	6,7	9,3	9,5	8,8	5,3	8,6	4,8
Total des pays ci-dessus . . . . .	1962	6,0	7,5	6,4	7,0	4,5	5,8	10,0	5,0
	1963	5,4	5,4	4,6	4,6	4,6	8,1	10,2	4,1
	1964	4,4	2,4	6,8	5,4	11,5	9,5	9,1	5,4
Grande-Bretagne . . . . .	1962	1,9	2,7	-1,0	-1,8	2,8	3,0	2,0	0,9
	1963	4,3	2,1	3,2	3,0	3,8	5,0	3,9	4,2
	1964	3,7	2,5	16,0	13,6	25,9	3,3	7,8	5,7
États-Unis . . . . .	1962	4,8	7,0	8,0 <sup>2</sup>	7,0	10,6	6,6	8,6	6,4
	1963	3,8	2,5	4,4 <sup>2</sup>	4,3	4,8	5,8	5,9	3,4
	1964	5,1	0,0	6,2 <sup>2</sup>	8,6	0,1	14,8	7,1	4,8

<sup>1</sup> Pour le Danemark, la Norvège et la Suède, les données officielles 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. <sup>2</sup> Investissement du secteur privé et nouvelles constructions civiles du secteur public.

date à laquelle elle a repris sa marche ascendante. En France, la production a cessé de progresser au cours du premier trimestre de 1964; elle a fluctué pendant le reste de l'année autour du niveau auquel elle était parvenue alors et s'est retrouvée en janvier 1965 en dessous du niveau atteint un an auparavant; des signes de reprise ont commencé d'apparaître en mars et en avril. En Belgique, la production s'est peu à peu stabilisée pendant le second trimestre, se maintenant pratiquement au même niveau jusqu'à la fin de 1964, tandis qu'en Suède, la production a poursuivi son expansion, mais à un rythme plus lent qu'en 1963. En Allemagne et aux Pays-Bas, au contraire, l'activité industrielle a continué de se développer vigoureusement.

Cependant que les mesures de restriction provoquaient une pause dans la progression de l'activité industrielle, elles parvenaient assez bien à atténuer les menaces constituées par l'excès de demande et à réduire ainsi les pressions exercées sur les prix et les salaires. En conséquence, le mouvement de hausse des prix et des salaires s'est ralenti l'an dernier. L'action modératrice sur les prix a fait des progrès malgré le relèvement des cours mondiaux de certaines matières premières essentielles importées en grandes quantités par l'Europe.

L'influence de la réduction de la demande sur le rythme d'augmentation des prix, comme sur la production, n'a pas eu la même portée et ne s'est pas fait sentir au même moment selon les pays. Comme il fallait s'y attendre, c'est en France et en Italie, dès les premiers mois de 1964, qu'elle s'est manifestée. Dans les deux pays, la hausse des prix de gros et de détail a été plus faible l'an dernier qu'en 1963. En France, le ralentissement de la hausse a été très fort, avec l'aide de larges interventions des pouvoirs publics pour bloquer les prix. En Italie, en revanche, bien que le mouvement ascendant ait été quelque peu freiné, le résultat obtenu a été relativement médiocre, eu égard au profond recul de la demande et de la production, un taux de hausse des prix de détail de plus de 6% par an n'est guère satisfaisant.

La Suisse est également parvenue, au début de 1964, à diminuer l'allure des augmentations de prix; celles-ci se sont pourtant poursuivies pendant toute l'année. En Belgique et aux Pays-Bas, c'est un peu plus tard que la courbe des prix s'est infléchi. En Belgique, les prix se sont mis à monter pendant le dernier trimestre de 1963 et les incitations à la hausse ont persisté pendant tout le premier semestre de 1964. Au cours des six autres mois de l'année, le mouvement ascendant des prix de gros s'est notablement atténué et, pendant le quatrième trimestre de 1964 et les trois premiers mois de 1965, la progression des prix de détail s'est également ralentie. Aux Pays-Bas, de même, les prix ont commencé de se relever fortement pendant le quatrième trimestre de 1963 et ont poursuivi leur essor pendant les premiers mois de 1964. Dès le second trimestre, toutefois, les prix de gros ne bougeaient plus que modérément et, au cours des trois mois suivants, le mouvement des prix

de détail s'est ralenti. En Suède et en Allemagne, les prix de détail et les prix de gros ont continué de monter en 1964 à peu près à la même allure que précédemment; depuis quelques mois, la pression à la hausse s'est quelque peu intensifiée. Ainsi, l'évolution des prix sur le continent semble beaucoup plus satisfaisante maintenant qu'il y a un an, bien que les symptômes d'inflation n'aient pas disparu dans tous les pays.

L'évolution des salaires en 1964 a été, par contre, beaucoup moins satisfaisante. En France et en Suisse seulement, la cadence des augmentations de salaires s'est ralentie, bien qu'atteignant encore, en France, un chiffre élevé: plus de 6%. En Allemagne, en Belgique et aux Pays-Bas, la montée des salaires s'est accélérée en 1964, tandis qu'en Italie et en Suède, elle a eu à peu près la même ampleur d'une année à l'autre. En Italie, le fait que les salaires poursuivent leur course rapide,

Prix et salaires.

Périodes	Prix de détail	Prix de gros	Taux des salaires horaires <sup>1</sup>	Prix de gros	Prix de détail	Taux des salaires horaires <sup>1</sup>
	Indices: 1962 = 100					
	Allemagne <sup>2</sup>			Italie		
1963 1er semestre . .	103,0	100,4	105,3	106,2	104,3	107,7
2ème » . .	103,0	100,6	108,0	108,7	106,2	113,7
1964 1er » . .	105,0	101,1	112,9	112,1	108,4	123,6
2ème » . .	105,8	102,1	116,9	115,5	109,0	130,0
1965 1er trimestre . .	107,2	103,3	.	117,7	109,7	134,1
	Autriche			Norvège		
1963 1er semestre . .	102,6	98,7	102,2	102,7	100,0	105,8
2ème » . .	103,0	98,1	108,9	102,5	101,0	104,6
1964 1er » . .	106,0	102,4	110,9	108,8	103,2	110,8
2ème » . .	107,5	104,9	110,9	110,0	106,4	111,4
1965 1er trimestre . .	108,5	104,9	115,9	111,7	106,6	.
	Belgique			Pays-Bas		
1963 1er semestre . .	101,4	102,1	106,2	103,8	101,3	107,1
2ème » . .	102,9	102,9	110,4	103,3	103,6	108,7
1964 1er » . .	105,1	106,5	116,6	109,7	108,3	122,4
2ème » . .	107,7	108,1	122,7	110,5	109,1	128,3
1965 1er trimestre . .	109,0	108,3	127,3	111,7	.	132,3
	Danemark			Suède		
1963 1er semestre . .	105,1	103,5	106,5	102,2	102,3	107,4
2ème » . .	105,7	103,0	109,4	103,5	104,2	109,7
1964 1er » . .	108,3	104,7	115,4	105,3	106,6	113,7
2ème » . .	110,5	106,0	.	107,5	109,6	117,4
1965 1er trimestre . .	113,2	108,2	.	108,9	111,5	124,6
	France			Suisse		
1963 1er semestre . .	103,6	102,9	106,8	102,5	103,7	104,9
2ème » . .	106,1	104,4	111,2	104,4	104,0	107,1
1964 1er » . .	107,6	105,1	115,1	106,0	105,6	111,0
2ème » . .	108,9	105,5	118,8	107,2	106,1	112,9
1965 1er trimestre . .	110,0	106,8	121,2	108,1	105,8	115,9

<sup>1</sup> Taux des salaires horaires de tous les salariés de l'industrie de transformation ou de l'ensemble de l'industrie (pour l'Italie, la Norvège et les Pays-Bas, main-d'œuvre masculine seulement; pour la Belgique, le Danemark, la Norvège et la Suède, rémunérations horaires). <sup>2</sup> Prix des produits industriels à la production.

malgré la réduction de la demande de main-d'œuvre, présente encore un problème pour la politique de stabilisation, bien qu'il puisse s'agir de la simple continuation, sur sa lancée, du mouvement déclenché par la montée en flèche antérieure.

L'augmentation persistante des salaires a contribué à alourdir le coût de la main-d'œuvre par unité produite sur le continent, malgré des améliorations de productivité. Cet alourdissement, joint à la hausse des cours des matières premières, alors que les prix de vente ne montaient que légèrement dans l'industrie, a déterminé un amenuisement des marges bénéficiaires des producteurs. Maintenant que les pays ont simplement un léger surplus dans leurs paiements, un tel processus pourrait conduire à des difficultés extérieures, dans l'avenir, du fait de la diminution de la capacité concurrentielle de l'industrie.

Au cours des derniers mois de 1964, les autorités se sont trouvées devant un problème délicat: en même temps que la production se stabilisait, les prix et les salaires continuaient de monter. La restriction de la demande agissait sur les prix et les salaires avec retard, si bien que leur mouvement ascendant n'était pas encore ralenti de façon entièrement satisfaisante. D'autre part, la production ne pouvait rester indéfiniment dans un état de pause, même au niveau relativement élevé atteint au début de 1964. Au cours des derniers mois de l'année et au début de 1965, les autorités avançaient graduellement vers la solution de ce problème en procédant avec prudence au desserrement progressif des contraintes imposées à l'économie. Comme à bien des égards, l'Italie a été la première à atteindre ce stade, car ce pays avait déjà pris, pendant l'été de 1964, des mesures préliminaires pour assouplir la rigueur de la politique monétaire. Les mesures de reflation ont été intensifiées au cours de l'année, et une reprise de l'activité industrielle est venue récompenser ces efforts pendant le quatrième trimestre. Au printemps de 1965, la France et la Belgique ont également entrepris de relâcher, dans une mesure plutôt symbolique d'ailleurs, les contraintes imposées au crédit.

L'attitude de l'Italie — et à un moindre degré de la France — atténuant leur politique de restriction avant que l'évolution des prix et des salaires ait donné toute satisfaction est symptomatique des difficultés avec lesquelles de nombreux pays du continent se trouvent aux prises. Malgré la large gamme de moyens d'action mis à leur disposition, les autorités ont éprouvé des difficultés à concilier la croissance de l'économie avec une stabilité raisonnable des prix et des salaires, même quand la demande globale a cessé d'être excessive. Il est hors de doute que l'instrument faisant défaut pour atteindre plus facilement ce double objectif, sur le plan intérieur, de même que pour concilier les préoccupations d'ordre intérieur avec l'équilibre extérieur, est une politique des revenus adéquate. La nécessité de telles politiques a déjà été reconnue dans plusieurs pays, et il faut

espérer que toutes les parties en cause — industriels, travailleurs et gouvernement — prendront conscience qu'il y va de leur intérêt bien compris d'assurer l'efficacité de cette politique.

En ce qui concerne les paiements internationaux, l'année 1964 a encore été marquée, pour les pays du continent, par d'importants excédents. Pour l'ensemble de la zone considérée, ceux-ci ont progressé de \$700 millions, atteignant presque \$3 milliards. Comme les années précédentes, ce sont surtout les pays de la C.E.E. qui ont renforcé leurs réserves, l'amélioration marquée de celles de l'Italie ayant plus que compensé le faible accroissement de celles de l'Allemagne. Le déficit des opérations courantes de l'ensemble des pays continentaux est tombé de \$970 millions en 1963 à \$500 millions l'an dernier. Là encore, cette amélioration a été imputable en grande partie à la balance des paiements courants de la C.E.E. et peut aussi être attribuée entièrement au vigoureux redressement de celle de l'Italie, qui a plus que compensé la détérioration de l'ensemble des balances courantes de ses partenaires de la C.E.E.

L'événement le plus remarquable de l'année dernière sur le continent, dans le domaine des paiements internationaux, a ainsi été la réaction rapide de la balance des paiements de l'Italie aux correctifs appliqués par les autorités de ce pays. Celles-ci, avec l'aide des moyens financiers mis à leur disposition par plusieurs autres pays et par le F.M.I., ont pu déjouer la spéculation contre la lire. L'élimination de la demande excessive qui pesait sur l'économie italienne a produit l'effet désiré sur la balance des comptes. Entre le deuxième et le quatrième trimestres de 1964, les importations ont baissé à une cadence annuelle de 10 %, tandis que les exportations se sont développées à une cadence de 20 %. Grâce à ce rétablissement rapide et considérable de la balance commerciale et aussi à une entrée de capitaux à long terme, la balance italienne des paiements s'est retrouvée en excédent. Un second événement notable de l'année dernière a été le retour de la balance allemande des paiements à une position pratiquement équilibrée, à la suite des mesures prises pour dissuader les capitaux de venir s'investir en Allemagne. Le succès de ces mesures a empêché l'apparition d'un important excédent, qui semblait imminent au début de 1964 et a, de ce fait, écarté un des principaux dangers de déséquilibre dans le système des paiements.

Au cours des derniers mois, le taux d'accroissement des réserves des pays du continent s'est ralenti, en relation avec les mesures prises aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne pour remédier à la situation de leur balance des paiements. Le changement ne semble toutefois pas encore décisif, en partie parce que le courant de fonds à destination des Etats-Unis provenait dans une large mesure du marché de l'Euro-dollar.



En résumé, par conséquent, les hausses de prix dans les pays du continent européen ont été, d'une façon générale, fortement réduites et la pression de la demande s'est notablement atténuée. Cette évolution s'est accompagnée d'un ralentissement dans l'expansion de la production — allant, dans quelques pays, notamment en Italie et en France, jusqu'à une situation proche de la stagnation. Il pourrait paraître opportun de prendre des mesures plus énergiques pour stimuler la demande dans ces pays, mais la tendance vers l'excès dans le domaine des augmentations de salaires gêne la mise en œuvre d'une politique résolument expansionniste.

En outre, le dosage des mesures prises par les autorités pour modérer la demande intérieure n'a pas été de nature à faciliter la correction de base du déséquilibre extérieur. En France, l'équilibre du budget a joué un rôle de premier plan dans les mesures restrictives; en Suède, et à un moindre degré aux Pays-Bas, les impôts indirects ont été majorés. En général, toutefois, on a surtout compté sur le resserrement de la politique monétaire, ce qui a eu pour résultat de relever sensiblement les taux d'intérêt, alors que les entrées de capitaux étrangers étaient déjà préoccupantes. En Allemagne, l'impôt sur le revenu a été réduit au début de cette année, malgré la surchauffe de l'économie, de sorte que la responsabilité incombant à la politique monétaire, en matière de stabilisation intérieure, s'est trouvée accrue. Aux Pays-Bas également, des réductions d'impôts sur le revenu sont prévues pour cette année — bien que la politique monétaire soit toujours restrictive. Dans quelques pays, le taux élevé de l'investissement du secteur public par rapport à l'épargne publique et les avantages spéciaux consentis en faveur de la construction de logements ont été depuis plusieurs années un facteur dominant du haut niveau des taux d'intérêt. Il subsiste donc un problème pour trouver le moyen d'aménager la demande interne en laissant la politique monétaire agir sur la situation extérieure.

### **Europe orientale.**

L'évolution de la situation économique dans cette zone a été en général favorable au cours de 1964. A certains égards, les progrès réalisés s'expliquent par l'amélioration des conditions atmosphériques par rapport à 1963, année pendant laquelle l'industrie et l'agriculture avaient été durement touchées par la rigueur de l'hiver.

Les résultats obtenus dans quelques pays de cette zone ont été toutefois inférieurs à ceux prévus dans les plans annuels. Certains pays tentent, semble-t-il, de passer d'un système de normes administratives rigides, à un régime d'encouragements présentant quelques rapports avec une économie de marché. Ils s'efforcent,

en d'autres termes, d'abandonner en partie la poursuite de buts de caractère quantitatif, en fixant des critères plus élevés au point de vue de la qualité des produits et du rendement financier des entreprises. Le déroulement de ce processus appelle un assouplissement des techniques de fixation des prix et une ouverture plus large vers le monde extérieur dans le domaine des échanges commerciaux.

Le développement du commerce avec l'étranger s'est poursuivi et s'est même accéléré, à l'intérieur de la zone et avec le reste du monde. Le taux d'expansion (entre 8 et 9%) est toutefois inférieur à celui noté dans la plupart des pays industriels de l'Ouest; cette constatation s'applique tout particulièrement à l'U.R.S.S., dont les échanges extérieurs ont augmenté de 5,5% seulement.

En U.R.S.S., le revenu national s'est accru de 7% en 1964, marquant ainsi une reprise par rapport à la tendance au fléchissement qui se manifestait depuis 1961. Ce résultat s'explique dans une large mesure par l'amélioration intervenue dans l'agriculture, dont la production a augmenté de 12% après avoir fléchi de 7% en 1963. Les résultats favorables obtenus en 1964 dans cette branche ont permis de réduire les importations de céréales, de reconstituer les stocks de grains et de compenser en partie les pertes de bétail subies l'année précédente. Tout en continuant de progresser à une cadence relativement élevée, la production industrielle donne des signes de ralentissement. De 1955 à 1960, son taux d'accroissement était de près de 11% l'an en moyenne; de 1961 à 1963, il a fléchi à 9% en moyenne, et a été ramené à 7,1% en 1964. L'an dernier, ce niveau d'ensemble a été largement dépassé dans l'industrie chimique. D'autres branches ont été loin de l'atteindre: industrie légère, et plus particulièrement industrie du vêtement, dont la production s'est effectivement inscrite en recul.

Les objectifs fixés par le plan pour 1965 sont assez ambitieux. Le revenu réel des ménages doit augmenter de 7,3%, la production industrielle de 8,1% et le revenu national de 8%. Ce dernier doit atteindre une valeur de 190 milliards de roubles, soit quelque \$210 milliards sur la base du taux de change officiel.

En Tchécoslovaquie, la production agricole s'est maintenue aux environs du niveau de 1963, l'insuffisance de la récolte de certains produits d'origine végétale, due à la sécheresse de l'été, ayant été compensée par une augmentation de l'offre de produits d'origine animale. L'industrie, dont la production s'est développée de plus de 4%, pourcentage supérieur à celui prévu dans le plan, a obtenu des résultats plus satisfaisants après le recul de 1963. Des correctifs continuent d'être appliqués pour mettre un terme aux distorsions provoquées par l'expansion désordonnée des investissements jusqu'en 1961. Cet effort de rajustement a exercé une influence sur le plan de 1965. Le plan prévoit en effet que la presque totalité de l'accroissement

Economies fonctionnant sous un régime de planification à l'échelon central:  
Revenu national - production industrielle et productivité.

Pays	Revenu national <sup>1</sup>			Production Industrielle <sup>2</sup>			Productivité <sup>3</sup>		
	1962	1963	1964	1962	1963	1964	1962	1963	1964
	augmentations annuelles, en pourcentage								
Allemagne orientale . .	2,1	2,7	4,7	6,2	4,3	6,7	6,6	4,8	6,5
Bulgarie . . . . .	6,2	7,3	6,0	11,0	10,0	11,1	7,9	4,6	8,1
Hongrie . . . . .	4,7	5,7	5,0	8,4	7,1	8,8	4,6	2,9	4,9
Pologne . . . . .	2,0	6,5	5,0	8,6	5,4	9,3	3,2	1,6	7,1
Roumanie . . . . .	4,5	10,0	10,0	14,8	12,3	14,1	6,7	7,1	10,0
Tchécoslovaquie . . .	1,4	-2,2	0,0	6,3	-0,6	4,1	3,2	-0,9	3,5
U.R.S.S. . . . .	5,7	4,2	7,0	9,7	8,1	7,1	6,2	4,9	4,0
Yougoslavie . . . . .	4,0	14,0	12,2	6,8	15,6	16,0	3,4	10,2	7,5

<sup>1</sup> Revenu net exprimé sous forme matérielle. <sup>2</sup> Production en volume brut. <sup>3</sup> Production par ouvrier dans l'industrie.

de production sera répartie entre les branches où l'existence de goulots d'étranglement empêche toujours une utilisation optimum des ressources du pays.

En 1964, l'augmentation de 9,3% de la production industrielle en *Pologne* a largement dépassé les objectifs fixés par le plan et les résultats de 1963. Dans une très large mesure, ce progrès s'explique par une amélioration de la productivité, les industries de biens de consommation ayant obtenu les plus brillants résultats. Tout autre a été la situation dans l'agriculture, dont la production a augmenté de moins de 1%, bien que cette branche absorbe une part croissante des dépenses totales d'investissement du pays. La nécessité de réduire les coûts de production conduit depuis quelque temps les entreprises à se rationaliser, mais cet effort a provoqué l'apparition du chômage dans les villes et du sous-emploi dans les zones rurales. Pour résoudre ce problème, les autorités s'attachent à développer les exportations, notamment à destination des pays de l'Ouest, de produits incorporant une forte quantité de main-d'œuvre.

En *Allemagne orientale* la pénurie de main-d'œuvre persiste, mais elle s'est quelque peu atténuée, semble-t-il, en 1964. Après une diminution en 1962 et en 1963, l'effectif des travailleurs occupés dans l'industrie a légèrement augmenté en 1964. Ce renforcement de la main-d'œuvre, combiné avec une augmentation de 6,5% du rendement par travailleur, a provoqué un accroissement de 6,7% environ de la production industrielle. Dans l'agriculture également, les résultats ont été en apparence satisfaisants, de sorte que le revenu national s'est accru de 4,7% - niveau le plus élevé depuis 1959. Après le fléchissement enregistré en 1963, le revenu des particuliers a augmenté de plus de 4%.

De tous les pays situés dans la partie méridionale de l'Europe de l'Est, la Roumanie accuse les taux de croissance les plus élevés: revenu national + 10%, production industrielle + 14,1%. Les résultats obtenus en agriculture ont été, semble-t-il, satisfaisants. La production industrielle a doublé depuis 1959 et les progrès réalisés s'expliquent, à concurrence des deux tiers environ, par l'amélioration de la productivité. Citons, parmi les branches ayant fait preuve de plus de dynamisme, l'industrie chimique et électrique et les industries de constructions mécaniques. Le plan de 1965 prévoit que l'industrie doit accroître sa production de 13% et que la productivité de la main-d'œuvre doit augmenter de 9%.

Le revenu national de la Bulgarie a augmenté de 6% seulement, niveau inférieur à celui prévu dans le plan et aux résultats effectivement obtenus l'année précédente. Il se situe néanmoins au-dessus de la moyenne de l'ensemble des pays de l'Est. Des conditions climatiques favorables, des améliorations techniques et la mise en culture de terres marginales ont permis d'accroître très sensiblement le volume de la production agricole brute; en revanche, la valeur nette de cette production a beaucoup moins augmenté. Le vigoureux mouvement d'expansion s'est poursuivi dans l'industrie; en 1964 la production industrielle totale a augmenté de 11,1% par rapport à 1963, et le rendement par ouvrier s'est accru de 8% grâce à l'entrée en service d'usines modernes dans le secteur des biens de production.

En Hongrie, le pourcentage d'augmentation de la production industrielle a été de 8,8% en 1964, contre 7,1% en 1963, mais ces progrès ont été compensés par la diminution de la production agricole provoquée par la sécheresse exceptionnelle de l'été. Aussi le revenu national a-t-il augmenté de 5% seulement, contre 5,7% en 1963 et 6,7% prévus dans le plan.

Le plan de 1965 prévoit une augmentation du revenu national de 3%. La fixation de ce pourcentage à un niveau assez modeste reflète vraisemblablement l'évolution un peu moins favorable des ventes de biens d'équipement à d'autres zones du bloc oriental et aussi le désir d'appliquer la majeure partie des efforts sur les rajustements devenus nécessaires dans diverses branches d'industrie.

L'économie de la Yougoslavie a été soumise, en 1964, à des tensions excessives, et il a fallu, au cours de cette année, renverser à peu près complètement la politique de «relance» appliquée à partir de la seconde moitié de 1962 et poursuivie en 1963. Ce revirement n'a pas manqué d'exercer une profonde influence sur les objectifs prévus dans le plan de 1965.

Du côté de l'offre, la situation en 1964 s'est présentée, dans l'ensemble, sous un aspect favorable. Après une augmentation de 9% en 1963, la production agricole s'est de nouveau accrue de 4,5% environ en 1964. L'industrie a obtenu des

résultats impressionnants, avec une augmentation de 16% de sa production l'an dernier, après un accroissement de 15,6% en 1963. Les progrès ont été les plus rapides dans le secteur des industries de base. Le taux de croissance des principales industries de biens de consommation, tout en demeurant rapide par rapport aux normes en vigueur partout ailleurs, a été inférieur à la moyenne. Pour l'ensemble de l'industrie, le taux de croissance a atteint, semble-t-il, son niveau maximum vers le milieu de 1964; à partir de cette époque, un ralentissement a commencé de se manifester.

La demande s'est développée à une cadence encore plus rapide, sous l'effet d'un nouveau bond en avant des investissements, qui accusaient, pendant le premier semestre de 1964, une augmentation de plus de 40% par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Cette évolution était la suite logique des diverses mesures d'encouragement appliquées en 1962 et en 1963; elle a reflété également les dépenses massives engagées pour la reconstruction de la ville de Skoplje.

La demande de biens de consommation a été, elle aussi, beaucoup plus active. Avec une augmentation (entre 25 et 30%) des revenus des particuliers, à la suite de l'amélioration de la situation de l'emploi et de la distribution de salaires plus élevés, on ne saurait s'étonner que le coût de la vie ait augmenté de 15% entre le dernier trimestre de 1963 et le dernier trimestre de 1964, et que la situation de la balance commerciale se soit aggravée de \$160 millions d'une année à l'autre, de sorte que cette dernière a accusé, l'an dernier, un déficit de \$430 millions.

Depuis le second semestre de 1964, les autorités appliquent une série de mesures restrictives: fixation de conditions plus rigoureuses dans le domaine des crédits à la consommation, limitation de la liberté dont les banques jouissaient naguère pour octroyer des crédits d'investissement, stérilisation d'une partie des ressources de prêts des banques. Les dispositions du budget fédéral pour 1965 ont également pour but d'exercer un effet modérateur sur l'économie.

Tout en prévoyant une augmentation de 9 et de 11% respectivement du produit national brut et de la production industrielle, et un accroissement de 11% de la consommation des particuliers, le plan de 1965 est effectivement caractérisé par une réduction des investissements, investissements productifs en particulier. En revanche, le rythme de la construction de logements doit continuer de s'accroître.

#### **La controverse sur le système monétaire international.**

Après douze mois d'études approfondies, trois rapports sur le système monétaire international ont été publiés au cours de l'été 1964. Ces documents ont contribué à mieux faire comprendre les mécanismes de paiements, mais tout en précisant

une série de points de vue, ils ont également avivé la controverse sur les insuffisances du système actuel et sur les remèdes à y apporter.

Le rapport préparé par un groupe d'économistes ne faisant pas partie de services gouvernementaux a contribué à mettre en relief les hypothèses et jugements de valeur existant à l'arrière-plan des divergences doctrinales. Ce rapport n'avait toutefois pas pour objet l'élaboration concertée de propositions touchant l'orientation future du système.

Les services du Fonds Monétaire s'attachent, dans leur étude, à rechercher les possibilités d'expansion des facilités offertes par cette institution en vue de dégager des ressources liquides permettant de couvrir aussi bien les besoins globaux du système que ceux des pays en difficulté. Les idées exprimées sont fort intéressantes, mais elles ne revêtent pas la forme de propositions concrètes destinées à préparer une action immédiate.

Le rapport du Groupe des Dix présente une série de points de vue officiels sur la question. Si ce rapport traite ostensiblement des besoins quantitatifs du système pour un avenir distant, l'existence de déficits de paiements aux Etats-Unis empêchait d'établir pour l'avenir des engagements qui auraient risqué d'avoir des implications pratiques pour le présent. Le ton de compromis adopté dans sa rédaction reflète en outre, envers le fonctionnement actuel du système, des attitudes divergentes qui ont été mises encore en lumière par les déclarations faites à Tokyo lors de l'Assemblée du Fonds Monétaire ou ultérieurement. Les rédacteurs affirment que le système a fait preuve d'une grande souplesse et que le volume des liquidités internationales est suffisant pour couvrir les besoins actuels. L'impression se dégage pourtant qu'un effort d'amélioration est nécessaire; l'accord est toutefois loin d'être réalisé sur la voie dans laquelle il faut s'engager.

Les propositions du Groupe des Dix représentent un compromis assez voisin d'une impasse. Il a été d'abord convenu que le Groupe de Travail No 3 de l'O.C.D.E. devrait, en s'appuyant sur les renseignements centralisés par la B.R.I. et sur les délibérations des gouverneurs des banques centrales, exercer une surveillance multilatérale sur le financement des déficits et excédents extérieurs. Cette décision peut être considérée comme une mesure positive qui devrait aider à centrer les débats sur les questions essentielles. Elle reconnaît que les procédés de financement de caractère bilatéral et la création de liquidités exercent une incidence sur l'ensemble du système et qu'il convient par conséquent de les soumettre à un examen multilatéral. Sans empiéter en aucune façon sur la souveraineté de chaque pays, la «surveillance» tend à faire porter un jugement collectif non pas simplement sur les moyens de financement utilisés, mais sur les déficits et les excédents qu'ils servent à couvrir. En un sens, cette décision devait faire le contrepois d'une seconde

proposition du Groupe des Dix : le relèvement des quotes-parts au F.M.I. Le relèvement général de 25% de ces quotes-parts représentait lui-même une moyenne entre les majorations, soit bien supérieures, soit bien inférieures, recommandées par divers Etats membres. Les Dix se sont enfin mis d'accord pour entreprendre deux études : l'une sur les mécanismes d'ajustement des déficits et excédents, l'autre sur les possibilités de création de nouveaux instruments de réserve ; cette décision revenait en fait à ajourner l'examen de questions qui n'avaient pu être résolues au cours de l'année précédente et que, dans les conditions actuelles, quelques mois de nouveaux débats ne permettront probablement pas de résoudre davantage.

Si l'attention publique se trouve surtout concentrée sur l'impasse existant à l'égard des changements à apporter au système monétaire international, le débat fondamental porte en définitive sur l'analyse des véritables problèmes posés par ce système. Faute d'un accord sur les problèmes posés, il est évidemment difficile de s'entendre sur leur solution. De fait, les diverses recommandations avancées s'orientent dans des directions assez opposées, de sorte que l'équilibre des forces tend à bloquer tout mouvement.

Le point central de la controverse a trait à la nature des déséquilibres de la balance des paiements, le déficit persistant des Etats-Unis constituant en quelque sorte le principal « casus belli ». D'une manière générale, au risque de simplifier peut-être à l'extrême, les thèses des deux camps en présence peuvent être exprimées comme suit. D'aucuns soutiennent que le renversement d'un déficit de la balance des comptes est une œuvre de longue haleine — notamment du fait que l'ajustement des surplus ne représente pas pour les pays créanciers une nécessité impérieuse. Ils jugent inappropriées les mesures de redressement entravant d'une façon exagérée l'expansion de l'économie, à plus forte raison si elles risquent d'entraîner la déflation ou le chômage. En outre, ils ont par le passé été hostiles à l'instauration de contrôles sur les mouvements de capitaux et ils écartent catégoriquement les manipulations de taux de change comme moyen d'ajustement, particulièrement pour les monnaies de réserve. Il leur paraît donc nécessaire de compléter les réserves internationales par d'amples facilités de crédit permettant d'obtenir un répit suffisant pour procéder à des ajustements de longue durée dans les économies intérieures.

Dans le camp opposé, toutes ces remarques sont considérées comme des excuses pour justifier le manque d'énergie dans l'application des correctifs. La thèse soutenue est que les mesures monétaires et budgétaires prises par les pays déficitaires pour faciliter leur redressement sont bien trop timides et que ces pays accordent une importance excessive aux considérations d'ordre intérieur. En conséquence, c'est aux pays excédentaires que le soin est laissé d'opérer les ajustements et ceci par

le mécanisme de l'inflation importée. Les tenants de cette opinion admettent qu'en cas de nécessité, un contrôle direct puisse être institué sur les mouvements de capitaux et ils estiment que, sauf pour le cas de sorties soudaines de fonds, l'aide internationale ne devrait pas être utilisée pour financer un déficit provoqué par ces mouvements. Bien que l'idée d'un aménagement des taux de change comme moyen de correction présente pour eux un caractère moins choquant, ils font naturellement preuve d'hésitation en pratique pour porter, dans des cas particuliers, un jugement attribuant un caractère fondamental aux déficits qui peuvent se manifester. Dans leur optique, les facilités d'emprunts devraient comporter des limites assez strictes. Si, en effet, les pays créanciers continuent à financer les pays en déficit, ces errements pourraient être sans fin.

Les deux principaux sujets de controverse portent donc, d'une part sur les mécanismes d'ajustement et, d'autre part, sur les liquidités internationales. Bien que pour trancher ces questions il faille plutôt s'en remettre à son jugement que vouloir recueillir des preuves incontestables, l'expérience accumulée par divers pays au cours des dix années écoulées permet d'apporter pas mal de clarté sur le sujet.

#### **Le mécanisme d'ajustement.**

En ce qui concerne les mécanismes d'ajustement, il est bien évident que les déséquilibres de paiements ne se corrigent pas d'eux-mêmes et avec le temps, et que des mesures de correction efficaces s'imposent. Il est toutefois tout aussi évident que les principaux obstacles à une action rapide et effective ne sont pas d'ordre économique, mais politique. Maintes fois des pays déficitaires ont été vus remettre à plus tard leurs interventions et se dépenser vainement en demi-mesures, par crainte de difficultés politiques, tandis que leurs réserves s'épuisaient et qu'il leur fallait emprunter à l'étranger. La raréfaction des moyens de financement et l'apparition de crises avaient d'une manière ou d'une autre raison des hésitations; les mesures jugées auparavant inacceptables et dépourvues d'efficacité devinrent possibles et donnèrent des résultats positifs. Dans les pays excédentaires également, les pouvoirs publics ont fréquemment évité de prendre, pour des raisons politiques, par exemple en matière budgétaire, les mesures financières qui s'imposaient. Le poids de la lutte contre l'inflation retombait ainsi sur la politique monétaire, au détriment de l'équilibre international. Pour saisir sur le vif l'importance du facteur politique, il suffit de rappeler la longue série de mesures sans logique qui ont proliféré pendant les années d'élections.

Certes, il n'est pas de stabilisation possible dans un vide politique, mais les pratiques actuelles devraient néanmoins être améliorées. C'est ainsi, par exemple, que le mécanisme des budgets annuels, reposant sur des prévisions économiques



portant sur une période d'un an à 18 mois et bloquant en grande partie la politique fiscale pour toute cette période, n'est plus adapté au rôle que les aménagements de politique financière devraient jouer dans la conduite de l'économie. Ce manque de souplesse devrait pouvoir être atténué en déléguant des pouvoirs bien délimités aux responsables des programmes de stabilisation, dont les interventions au jour le jour prendraient du même coup un caractère plus technique. Dans les circonstances actuelles, les entraves que les considérations politiques opposent au fonctionnement du processus d'ajustement donnent raison aux partisans de la rigueur dans les relations monétaires entre Etats — tant il semble fréquent que seul le défaut de liquidités soit de nature à pousser à l'action.

D'un autre côté, il y a bien eu ces dernières années des cas de déséquilibre qu'une action corrective, si prompte fût-elle, n'aurait pu surmonter sans un certain délai. Plein emploi, expansion économique et stabilité des prix méritent bien, eux aussi, de bénéficier de priorités, et il est évident que ni les pays déficitaires, ni les pays excédentaires ne sont prêts à sacrifier complètement ces objectifs à l'équilibre de leur balance des paiements. De fait, les difficultés rencontrées pour concilier les divers objectifs proviennent de ce que tous les pays désirent plus ou moins isoler leur économie de l'incidence des forces extérieures, en l'entourant d'une sorte de pare-chocs. Pour qu'un ajustement puisse s'opérer sous une forme ou sous une autre, il faut bien cependant que la priorité accordée aux considérations d'ordre interne ne soit pas absolue; les pouvoirs publics se doivent de modifier à temps l'orientation de leur politique pour promouvoir le rétablissement de l'équilibre extérieur.

Dans le domaine des paiements courants, une situation difficile se présente lorsque le niveau des prix de revient et des prix de vente commence à s'écarter quelque peu de la normale, mettant ainsi l'économie du pays en état d'infériorité par rapport à celle des pays concurrents. En pareil cas, les exportations restent à la traîne et l'accroissement des importations contribue à la détérioration de la balance des paiements courants. Les mécanismes d'ajustement exigent que les poussées des revenus distribués à l'intérieur, notamment celles des salaires, soient contenues pendant une période assez longue pour que l'accroissement régulier de la productivité ait le temps d'améliorer la capacité de concurrence de l'économie nationale. Dans un certain nombre de cas, la politique de modération des salaires et une certaine détente sur le marché du travail ont favorisé la progression vers cet objectif; dans d'autres cas, la modération a été bien trop faible pour donner des résultats appréciables. Pour corriger un déséquilibre de cette nature entre deux larges zones géographiques comme les Etats-Unis et l'Europe, il y a quelques années, un certain mouvement de hausse des prix dans les pays en excédent a aussi passablement contribué à l'ajustement.

En dernière analyse, un ajustement des coûts ne peut être opéré du jour au lendemain, mais les signes d'amélioration devraient cependant se manifester au bout d'un délai raisonnable. Si l'action entreprise ne donne aucun résultat, c'est ou bien parce qu'elle est un simulacre d'action, ou bien parce qu'on se trouve devant un problème de monnaie surévaluée. Il va de soi que si la valeur de la monnaie devient une question de prestige, les prix des denrées alimentaires une question politique et les rémunérations de la main-d'œuvre une question de monopole — avec en plus des prix de cartel par-ci par-là — le processus d'ajustement risque de se faire attendre fort longtemps.

Dans le domaine des mouvements de capitaux, l'exemple le plus marquant d'un déséquilibre dû à des transferts d'une ampleur excessive a été, depuis le rétablissement de la convertibilité, celui existant entre les Etats-Unis et l'Europe continentale, aggravé par le développement rapide du marché de l'Euro-dollar. La parade traditionnelle consistant à réduire l'écart entre les taux d'intérêt paraissait indiquée, et un certain progrès avait été accompli en un sens, vers 1963, dans le compartiment des taux à court terme. Les Etats-Unis hésitant pourtant à restreindre sérieusement le volume des liquidités internes et l'Europe occidentale s'orientant vers des resserrements monétaires pour combattre l'inflation, il a fallu recourir à des techniques spéciales, en Europe d'abord, et maintenant aux Etats-Unis, pour empêcher les mouvements de capitaux de prendre trop d'ampleur.

Pour laisser aux autorités une liberté de manœuvre suffisante dans l'application de la politique monétaire à des fins d'ordre interne, il semble bien que celles-ci doivent disposer de moyens de contrôle sur les flux de capitaux et exercer ainsi une certaine incidence sur leur balance des paiements. Le recours à de tels moyens, qui marque un pas en arrière par rapport au régime de convertibilité, comporte toutefois des dangers qui lui sont propres. Il serait regrettable que les responsables de la politique économique dans les pays déficitaires, comme dans les pays en excédent, cèdent totalement à l'attrait de cette solution de facilité, au lieu de se tourner vers les formules plus audacieuses d'un recours combiné aux politiques budgétaires et monétaires que la logique d'un régime de convertibilité implique. Il existe dans toute économie de marché un état d'équilibre véritable et les politiques nationales ne peuvent être considérées comme atteignant pleinement leur objectif si elles n'incitent pas les forces économiques à tendre vers cet équilibre. Il y a lieu de reconnaître, il est vrai, parallèlement, qu'un équilibre des taux d'intérêt et des flux de capitaux ne peut être que l'aboutissement d'un processus d'ajustement relativement lent et de modifications de structure, si l'on ne veut pas sacrifier radicalement d'autres objectifs.

En résumé, l'expérience prouve que dans la controverse sur les mécanismes d'ajustement, aucune des parties en présence n'est dépositaire de toute la vérité.

Peut-être la principale difficulté est-elle imputable à une certaine négligence des pays en face de leurs responsabilités pour rétablir l'équilibre, mais il est aussi clair que, dans les meilleures circonstances, certaines situations n'auraient pu être corrigées à bref délai. Il était essentiel de laisser aux pays la possibilité de recourir à des crédits internationaux pour faciliter le redressement, même si ce redressement eût dû se manifester plus tôt et plus rapidement. Pour améliorer le mécanisme d'ajustement, il faut que chacun cesse de chercher la paille dans l'œil du voisin et que tous les pays s'entendent pour apprécier de façon réaliste les responsabilités respectives que ces mécanismes exigent.

\* \* \*

C'est à propos des mécanismes d'ajustement qu'un courant d'opinion s'est manifesté récemment en faveur du retour à l'étalon-or par les principaux pays. L'argument est que l'étalon de change or permet de financer de façon peu visible les déficits en monnaies-clés jusqu'au moment où la situation devient critique; ces pays appliqueraient une politique plus énergique, s'ils étaient obligés, au tout premier stade, d'engager leurs réserves d'or. Cet argument contient une part de vérité et il est certes permis de dire que l'étalon de change or, ou plutôt l'usage relativement incontrôlé qui en a été fait, a eu des conséquences inflationnistes, encore que cet inconvénient n'eût été aucunement impossible à éviter. En tout état de cause, diverses considérations font perdre au système d'étalon-or une partie de son attrait.

L'incorporation aux réserves monétaires d'avoirs en devises n'a pas eu sa source dans une décision officielle des banques centrales, mais dans leur libre choix. Elles l'ont fait spontanément, en raison des avantages qu'elles tiraient de cette pratique. Abandonner l'étalon de change or serait également renoncer aux avantages que cette pratique peut offrir: possibilité de détenir dans les réserves des avoirs productifs et accès, en cas de besoin, à un grand centre financier international, dont la souplesse de fonctionnement serait considérablement réduite s'il était exposé à des pertes d'or à chaque émission d'un important emprunt étranger sur son marché. Pour l'ensemble du système mondial des paiements, le fonctionnement de l'étalon de change or a incontestablement permis à l'Europe de reconstituer ses réserves monétaires pendant les années 1950. Cette évolution a puissamment contribué à la rapide reconstruction, puis à l'expansion économique de l'Europe et, ainsi, à la réalisation d'un niveau élevé d'emploi. A cette époque, caractérisée par des discriminations à l'encontre des marchandises provenant de la zone dollar et par une pénurie à peu près générale de dollars, l'accroissement modéré des avoirs en dollars appartenant aux autorités monétaires étrangères reflétait le désir des autres pays de renforcer leurs réserves, bien plus que le désir des Etats-Unis d'obtenir un financement pour couvrir leur propre déficit.

En second lieu, n'importe lequel des grands pays industriels dispose d'une masse globale de réserves et de facilités de crédit suffisante pour exercer une influence économique majeure sur ses partenaires commerciaux. A cet égard, la situation ne serait pas foncièrement différente, dans un régime d'étalon-or, de ce qu'elle est dans un régime d'étalon de change or, à moins que le crédit ne soit également éliminé du système des paiements. A ce propos, on peut relever que, depuis la fin de 1960, devant l'ampleur excessive de l'accumulation des avoirs officiels en dollars, les banques centrales des principaux pays se sont efforcées de maintenir ces augmentations dans des limites aussi étroites que possible. Depuis cette époque, malgré la persistance du déficit extérieur américain, l'accumulation de dollars par les banques centrales des pays d'Europe membres du Groupe des Dix n'a représenté qu'une faible part des moyens de financement obtenus par les autorités américaines - moins d'un milliard de dollars. Les Etats-Unis ont assuré la majeure partie du financement en vendant de l'or ou en recourant ouvertement à des crédits tels que facilités du F.M.I., bons Roosa, ou à l'aide de remboursements anticipés d'emprunts contractés par des pays étrangers, le réseau d'accords de swaps servant à faire face à des fluctuations de courte durée.

Evidemment, l'instauration avec l'étalon-or de règles purement mécaniques d'où les facilités de crédits internationaux seraient exclues, donnerait à la recherche de l'équilibre extérieur complète prééminence sur les considérations d'ordre intérieur. Cette position irait à l'encontre des progrès à long terme obtenus dans la réalisation d'objectifs économiques multiples, et tout porte à croire que ni les pays en déficit, ni les pays créanciers, n'accepteraient de prendre ce risque. Peu de tenants du retour à l'étalon-or seraient en faveur d'une automaticité complète du système. Essayer de l'imposer de façon généralisée aurait plutôt pour conséquence d'inciter les pays à explorer des mécanismes de paiements tendant à réduire le rôle de l'or, qu'à lui confier un rôle exclusif.

#### **Les liquidités internationales.**

Dans le dépôt de ses conclusions, le Groupe des Dix a estimé que, pour les besoins du système monétaire dans son ensemble, les liquidités internationales étaient, à l'heure actuelle, pleinement suffisantes; à plus ou moins longue échéance, une pénurie était toutefois possible en raison de l'insuffisance des apports d'or nouvellement extrait et de la perspective d'un ralentissement des adjonctions de dollars aux réserves.

Etant donné l'importance du déficit extérieur des Etats-Unis, l'accroissement du montant brut des réserves du système monétaire international a été nécessairement

considérable et, à vrai dire, a contribué à faire naître des pressions inflationnistes dans les pays excédentaires. Aussi peut-on admettre sans peine que le problème pressant pour le fonctionnement du système monétaire soit, plus que celui des liquidités, celui d'un meilleur équilibre des paiements. Pour parler plus franchement, ce n'est pas tant le système qui est à critiquer que les politiques suivies par les pays pour le faire fonctionner.

Derrière cette constatation, toutefois, se cachent de fortes divergences de vues. Pour certains pays, déclarer que «les liquidités sont suffisantes» signifie effectivement qu'elles sont déjà bien assez abondantes et que, pour mettre un frein au déséquilibre des paiements, il est indispensable de rendre plus difficile l'accès aux crédits internationaux. Une telle attitude se manifestait déjà, en présence de déséquilibres persistants, pendant les derniers stades de fonctionnement de l'Union Européenne de Paiements. Pour d'autres pays au contraire, l'affirmation selon laquelle «les liquidités sont suffisantes» se réfère non seulement à l'ampleur actuelle des réserves dans leur ensemble, mais aussi aux mécanismes de crédit permettant de les compléter. Pour ces pays, le recours à des arrangements de crédits conclus à l'échelon international constitue le facteur essentiel susceptible d'éviter une pénurie généralisée de liquidités, et de financer les fluctuations dans les paiements.

C'est en raison de cette divergence d'opinions sur la situation internationale qu'il n'a pas été possible de s'entendre sur les mécanismes futurs de création de réserves, alors qu'il semble admis qu'un problème pourrait se poser dans l'avenir.

Ce problème peut être considéré sous un double aspect. Le premier, celui sur lequel l'attention s'est généralement concentrée, concerne la masse des réserves globales. Les apports d'or nouvellement extrait et l'accroissement des avoirs en monnaies-clés étant limités, cette masse aura tendance à s'amenuiser par rapport à la progression probable du volume des transactions internationales. Envisagée sous cet angle, une pénurie de liquidités ne paraît pas particulièrement imminente, et ceci pour deux raisons. La première est qu'il est impossible de démontrer l'existence d'une relation mathématique entre le volume des transactions et celui des réserves; cette relation est donc nécessairement assez vague. La seconde est que, d'une année sur l'autre, le rapport entre ces deux grandeurs ne peut que changer faiblement du fait de leurs variations réciproques. L'influence de l'une ou l'autre de ces variations ne se ferait donc sentir qu'à très long terme. De ce point de vue, il y a peu de force derrière les craintes que l'accroissement des liquidités monétaires internationales puisse ne pas rester en harmonie avec les besoins d'un commerce en expansion, ou derrière le grief que le processus de création de réserves est désordonné.

L'autre aspect du problème concerne les critères appliqués pour le renforcement annuel des réserves monétaires. Comme, en général, les pays éprouvent

le désir d'avoir une balance des comptes positive et comme ils tendent normalement, et de façon compréhensible, à assurer un accroissement modéré de leurs réserves, cet aspect de la question devrait présenter, semble-t-il, un caractère plus immédiat.

Dans le système tel qu'il se présente actuellement, l'or nouvellement extrait (ou l'or déthésaurisé) constitue le seul moyen d'accroître les réserves sans qu'un pays ou un autre ait à être en déficit. En effet, l'or exporté par les pays producteurs est un élément de leur balance des opérations courantes, tandis que les autres instruments de réserve proviennent d'opérations de crédit où l'endettement constitue la contrepartie de l'accroissement des réserves. Il n'est pas concevable qu'un pays puisse accumuler indéfiniment des avoirs liquides et qu'un autre accepte de se trouver en déficit pour une longue période. La situation d'«équilibre» dans le système peut donc être définie comme celle selon laquelle la somme des excédents de tous pays serait égale à l'entrée annuelle d'or dans les réserves, aucun pays n'étant déficitaire.

L'entrée dans les réserves d'or nouvellement produit a été inférieure à \$650 millions par an, et même si la thésaurisation par les particuliers n'avait pas pris des proportions inaccoutumées, elle n'aurait pas été de beaucoup plus importante. En admettant même que les pays déficitaires poursuivent opiniâtrement une politique d'ajustement, il est difficile de concevoir qu'à tout moment la somme des excédents des pays du Groupe des Dix — et, à plus forte raison, celle de l'ensemble des pays à devises convertibles en situation de surplus — puisse normalement se limiter au seul montant de la production d'or. Pour un groupe appréciable de pays, on ne peut attendre de leur politique monétaire qu'elle donne des résultats aussi précis. S'il n'en est pas ainsi, il faut bien que la différence se matérialise par certains déficits. L'existence de déficits chez les pays formant les maillons les plus faibles de la chaîne constitue presque une norme du système. De ce point de vue, le déficit continu des Etats-Unis depuis le début de la période 1950-1959 a fourni aux autres pays une sorte de contrepartie; quand il sera supprimé, il est possible qu'apparaisse avant très longtemps la nécessité de disposer d'une certaine marge — marge qui devrait en outre servir à financer, par des moyens acceptables, les fluctuations raisonnables de la balance des comptes.

Bien que les suggestions ne manquent pas, il faut dire que n'apparaît à ces problèmes aucune solution simple, s'imposant avec clarté. Pour l'instant, les éléments négatifs sont plus évidents que les éléments positifs. Les empiétements sur la souveraineté des pays, par exemple, ne sont pas acceptables; de même, l'utilisation de ressources liquides pour financer des besoins de capitaux à long terme ou la satisfaction des besoins du système, dans son ensemble, par le financement de

déficits persistants, de même, enfin, les plans qui affecteraient la confiance sur les marchés ou donneraient sans raison aux détenteurs d'importantes réserves la possibilité de répandre de l'inflation.

Il ne faut pas conclure de toutes ces considérations à l'impossibilité de trouver des moyens d'action concertés permettant de faire face aux besoins réels quand ils se manifesteront. En effet, si le déficit excessif des Etats-Unis ne venait pas compliquer les choses, il ne devrait pas être impossible d'améliorer les arrangements existants ou d'en mettre au point de nouveaux assurant une certaine réciprocité d'avantages, la couverture des risques de change, une souplesse satisfaisante dans le choix d'instruments entre créditeurs et débiteurs et comportant en même temps des sauvegardes contre les abus. Il est probable que la transformation du système s'opérera par une succession de progrès concrets et limités dans plusieurs directions, plutôt que par la mise en vigueur, un beau jour, d'un système entièrement nouveau. Ce domaine n'est pas un de ceux où les dispositions institutionnelles puissent être parfaitement logiques et où les problèmes financiers puissent être résolus définitivement. Le seul procédé permettant d'éviter en permanence les difficultés financières serait le troc; et le seul procédé permettant d'éviter les difficultés de balance des paiements serait l'autarcie.

### **Les problèmes des pays en voie de développement.**

Le problème du développement économique des pays les moins industrialisés est passé au premier plan depuis que le monde a fini de réparer les destructions de la guerre. Au point de vue de sa signification comme au point de vue du défi lancé au monde tout entier, il présente, à l'heure actuelle, de très étroits rapports avec ceux que la dépression et le chômage avaient soulevés pendant les années 1930.

Dans l'ensemble, les pays en voie de développement ont réalisé, pendant les dix années écoulées, des progrès appréciables. Mais ceux-ci ont été, tout compte fait, assez limités puisqu'aussi bien on n'a pas réussi à profiter entièrement de l'occasion offerte par la croissance vigoureuse des pays industriels et le potentiel des pays moins développés eux-mêmes. Le taux moyen de croissance économique s'est situé au-dessous de 4,5%, et il a eu tendance à être plus élevé au début de la période qu'à la fin de celle-ci. A la suite de l'augmentation très rapide de la population, l'accroissement de la production par tête d'habitant est en effet tombé de 2,5% environ à un peu moins de 2%.

Ces constatations ont abouti à un nouvel examen des difficultés soulevées par le développement économique et à une meilleure compréhension des nombreux aspects du problème. La détérioration des termes de l'échange dans les pays

exportateurs de matières premières depuis 1954 a conduit à abandonner toute idée qu'en concentrant les efforts dans le secteur des produits de base, on aboutirait automatiquement à un taux de croissance suffisant. Il a fallu également abandonner l'illusion qu'une aide étrangère assez importante provoquerait un relèvement rapide des niveaux de vie rendant bientôt cette aide inutile.

Bien que les pays en voie de développement souffrent de ce handicap à des degrés divers, il apparaît à l'évidence que la solution de certains problèmes ne se trouvera nécessairement qu'au bout d'un délai considérable. Citons, parmi ces problèmes, l'éducation, le contrôle des naissances, la formation de chefs d'entreprise, la création de services administratifs efficaces et, dans certains pays, une orientation plus réaliste de l'action du gouvernement, et la réforme de structures féodales qui font obstacle à l'apparition d'une économie moderne. En dépit de ces difficultés de caractère social et politique, il devrait être possible d'obtenir, au point de vue économique, des résultats sensiblement améliorés. Il suffit, pour s'en convaincre, de considérer l'écart entre les taux de croissance de ces divers pays. Pour aller encore de l'avant dans ce domaine, il importe que les pays industrialisés réservent à ce problème, dans la conduite de leur politique économique, des priorités correspondant à son importance. Il faut également que les pays moins développés adoptent une politique offrant un champ et des encouragements suffisants aux forces dynamiques du marché.

Au point de vue économique, les divers facteurs qui concourent au développement agissent de concert sur la balance des paiements. Dans ce domaine, il ne s'agit pas de réaliser un équilibre statique, mais d'aboutir à une augmentation vigoureuse des importations et des exportations. Pour appuyer la croissance des pays moins développés, il faut importer des biens d'équipement, des pièces de rechange, des matières premières et même des biens de consommation. Le financement de ces importations, même avec l'aide de capitaux et de concours étrangers, doit néanmoins être assuré par un développement des exportations sur des bases saines. Dans le cas typique d'un pays enregistrant une croissance économique lente, le principal obstacle a été constitué par des difficultés de paiement.

Deux problèmes se détachent nettement de la liste des priorités : la production de denrées alimentaires et l'industrialisation. Outre qu'elle est insuffisante pour faire vivre une société de type industriel, la production de denrées alimentaires a tendance à suivre d'assez loin celle de l'accroissement de la population. Des améliorations doivent donc être réalisées dans la branche de l'agriculture, pour empêcher que les recettes de ces pays en devises ne subissent des prélèvements accrus. Etant donné que le développement de la production de matières premières comporte des limites, c'est dans l'industrialisation qu'il faut chercher les principaux moyens



d'accroître les ventes à l'étranger et d'assurer la croissance économique intérieure elle-même.

Après les années qui ont suivi le conflit de Corée, la plupart des pays en voie de développement ont vainement lutté contre l'aggravation des termes de leurs échanges pour essayer de défendre la position de leurs balances des paiements. La tendance des prix de leurs matières premières était orientée à la baisse, alors que les prix des produits importés ne cessaient d'augmenter. En dépit d'une aide étrangère accrue pendant les années considérées, leurs comptes extérieurs étaient fréquemment en déficit et leurs réserves subissaient des prélèvements. De 1955 à 1961, les réserves monétaires des pays en voie de développement ont fléchi de \$11 à \$9 milliards au total. Dans l'ensemble, seuls les pays producteurs de pétrole brut ont pu éviter des pertes de réserves.

A cet égard, la situation s'est sensiblement améliorée ces dernières années. Avec le développement très rapide de l'activité économique en Amérique du Nord et en Europe occidentale, les prix des matières premières se sont raffermis, et les termes de l'échange des pays en voie de développement se sont améliorés. En outre, après un petit nombre d'années de stagnation, les résultats de la campagne 1963-1964 ont été relativement satisfaisants pour la production de denrées alimentaires, à une exception près, importante il est vrai, celle de l'Inde. De la sorte, le déficit de la balance commerciale de l'ensemble de ces pays a fléchi de \$3,4 et \$2,5 milliards respectivement en 1961 et 1962 à \$100 et \$300 millions respectivement en 1963 et 1964. De la fin de 1962 au milieu de 1964, leurs réserves monétaires se sont accrues de \$1,2 milliard, mais ce mouvement s'est quelque peu renversé au cours de la seconde moitié de 1964.

Comme il y a lieu d'espérer que le mouvement précédent d'aggravation des termes de l'échange a maintenant pris fin, les conditions sont plus favorables pour obtenir un relèvement appréciable du taux de croissance économique. Tout dépendra, à cet égard, de l'énergie avec laquelle la politique économique sera appliquée et du choix judicieux de ses objectifs. Les pays industrialisés et les pays en voie de développement doivent faire preuve de réalisme dans le choix des moyens permettant de mener à bien cette entreprise.

Dans la conduite de leur politique économique, les pays industrialisés doivent faire porter leurs efforts sur l'aide et les échanges. La nécessité d'une aide extérieure au développement n'a pas diminué; toutefois, en raison de l'augmentation des décaissements au titre de l'intérêt et de l'amortissement de prêts précédemment consentis, les entrées nettes de devises provenant de dons et de prêts étrangers ont tendance à diminuer. Pour contrecarrer au moins cette tendance, il importe qu'une

fraction encore plus considérable de l'aide soit accordée sous forme de dons, et que les délais de remboursement des prêts de capitaux soient sensiblement allongés.

Toutefois, pour permettre au processus de développement de se dérouler sur des bases à la fois saines et durables, de façon que l'on puisse envisager, dans l'avenir, la diminution progressive de l'aide économique en provenance de l'étranger, il importe d'ouvrir de nouveaux courants d'échanges susceptibles d'être développés. La contribution des pays industrialisés doit revêtir à cette fin la forme d'un démantèlement des barrières douanières qui empêchent les produits de l'industrie légère des pays en voie de développement de franchir leurs frontières. A leur tour, les pays en voie de développement éprouvent des besoins croissants d'objets manufacturés perfectionnés fabriqués dans les pays industrialisés, et le développement de ces courants d'échanges est à l'avantage des deux parties.

Le problème se présente incontestablement sous des aspects multiples dans les pays en voie de développement, chacun d'eux connaissant ses propres difficultés. Il est toutefois permis de rappeler ici un aspect d'importance fondamentale puisqu'il entre dans le domaine de la politique financière.

On ne saurait manquer d'être frappé, en effet, de constater que le tiers environ des monnaies des pays en voie de développement sont surévaluées sur la base des taux de change officiels (le pourcentage de ces pays est encore plus élevé si l'on introduit un coefficient de pondération d'après leur population respective). Cette surévaluation ressort clairement de l'étendue des mesures de contrôle des changes et de contingentement des importations et, dans certains cas, de l'octroi de subventions à l'exportation ou de l'adoption de taux de change multiples. Même dans les pays hautement développés, un handicap relativement faible dans le domaine des coûts de production et des prix provoque en général un certain plafonnement de la production, l'apparition de chômage et des difficultés de la balance des paiements. Ce handicap est encore plus lourd pour les pays moins industrialisés, où le degré de surévaluation de la monnaie est beaucoup plus élevé et où le processus de croissance se heurte également aux difficultés fondamentales constituées par la pénurie de capitaux, le manque de connaissances techniques, le petit nombre de chefs d'entreprises et la pénurie de main-d'œuvre qualifiée.

Cette situation a évidemment sa source dans l'inflation. Il est décevant de constater que la période d'après-guerre a été caractérisée par une inflation à peu près continue. Pour la plupart des nations industrielles comme pour certains pays moins développés, on a, à bon droit, qualifié cette évolution d'inflation rampante. Nous n'avons pas encore appris à venir à bout de ce fléau mais du moins y a-t-il eu certaines compensations: l'expansion économique s'est poursuivie en général à un

rythme rapide et l'emploi a pu être maintenu à un niveau élevé bien que l'inflation rampante ait plongé, à un moment ou à un autre, plusieurs pays dans des difficultés.

Lorsqu'en revanche, l'inflation est assez virulente pour provoquer une surévaluation des monnaies — avec toutes les mesures artificielles qui s'ensuivent — elle fait à ce moment réellement obstacle au progrès économique. On pourrait presque donner valeur de loi à la constatation que plus un pays laisse le taux de change de sa monnaie se surévaluer, plus il se heurte à de sérieux obstacles sur la voie menant au développement économique.

Les conséquences typiques de cette évolution sont bien connues: aggravation constante des restrictions à l'importation et des mesures de contrôle des changes, orientation des investissements vers les branches pouvant contribuer à réaliser des économies d'importation, mise en route de plans d'encouragement à l'exportation. Comme le secteur privé de l'économie connaît une stagnation en raison du manque de matières premières essentielles et de biens d'équipement, les organismes de planification ont tendance à concentrer les ressources sur le secteur public de l'économie. Outre que la surévaluation d'une monnaie provoque des fissures dans les comptes extérieurs en incitant l'épargne à s'investir à l'étranger, l'inconvénient de ce procédé doit être recherché dans le fait que les industries du secteur public ne travaillent en général pas pour l'exportation.

On prétend parfois — et certains exportateurs sont eux-mêmes tentés de le faire — que les prix des produits exportés peuvent, dans ces conditions, soutenir favorablement la concurrence sur les débouchés étrangers. Mais ce faisant, on tourne le véritable problème. Seuls sont en effet incapables de soutenir la concurrence les prix des produits dont la vente à l'étranger est impossible, et non pas ceux des marchandises qui peuvent être écoulées avec succès sur les débouchés extérieurs. Etant donné que le niveau des prix de revient ne permet pas de soutenir la concurrence étrangère, les milieux d'affaires n'étudient même pas sérieusement les projets de production de nouvelles marchandises d'exportation, et c'est là le fond du problème. La surévaluation de la monnaie a pour effet d'attribuer à la main-d'œuvre un prix foncièrement trop élevé en termes monétaires; or, c'est par la mobilisation de cette ressource que les pays en voie de développement doivent s'efforcer de développer leurs exportations et d'obtenir un taux de croissance économique satisfaisant.

A cet égard, il n'est pas sans intérêt de relever que les économies intégralement planifiées s'orientent nettement, depuis quelque temps, vers l'adoption de taux de change plus réalistes et vers une planification décentralisée. Cette évolution a été jugée souhaitable pour permettre aux forces et aux prix du marché de jouer un rôle important dans la répartition des ressources et dans la fixation de critères d'efficacité de la production.

Cette observation est confirmée par l'expérience des pays en voie de développement. Ceux qui ont contenu l'inflation et se sont abstenus de maintenir des taux de change artificiels et d'étendre leurs moyens du contrôle sont précisément ceux qui accusent les meilleurs résultats.

L'expérience de ces pays montre également que l'inflation n'est pas la conséquence nécessaire du processus de développement. En gros, les tensions inflationnistes ont deux causes principales. La première est l'insuffisance des recettes fiscales permettant de financer des investissements dans le secteur public par des moyens non inflationnistes. La quotité de certains impôts est fréquemment très élevée il est vrai, mais leur assiette n'est pas en général assez étendue et leur application laisse à désirer. La seconde cause est la politique de fixation des prix des entreprises du secteur public. Fréquemment, en effet, des augmentations des prix des services publics ont été contenues, alors que les frais d'exploitation augmentaient, en raison de l'inflation elle-même. De ce fait, les recettes d'exploitation des entreprises du secteur public ne leur ont pas permis d'apporter leur contribution au financement de leurs nouveaux investissements. Ces prix sont devenus en réalité un moyen d'accorder des subventions aux consommateurs, et on conviendra que ce n'est pas la voie à suivre pour assurer le développement économique.

Etant donné l'importance des apports d'aide et de capitaux de l'étranger, les programmes d'investissement des pays en voie de développement ne représentent en général pas — il convient de le relever — un pourcentage trop considérable de leur produit national. C'est plutôt le financement de ces programmes qui a provoqué l'inflation et l'apparition de taux de change peu réalistes. Un redressement de ces distorsions s'impose de toute urgence pour amorcer un processus de développement offrant l'occasion d'accroître les exportations.

En raison de l'abondance des déclarations et des ouvrages sur ce sujet, le présent chapitre n'a pas pour but de présenter sous une optique nouvelle les problèmes des pays en voie de développement, il a plutôt pour objet d'attirer plus l'attention sur ceux-ci et de mettre en relief, une fois de plus, à quel point leur solution dépend de la politique suivie.

## DEUXIÈME PARTIE.

### EXAMEN DE L'ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE.

#### I. ÉVOLUTION DU CRÉDIT ET POLITIQUE FINANCIÈRE.

Depuis un an environ, la politique monétaire de la plupart des pays est dictée en grande partie par des considérations d'ordre intérieur.

Les pays du continent européen, dont la balance des paiements était en général excédentaire, ont presque tous appliqué une politique de crédit restrictive pour lutter, sur le plan intérieur, contre les pressions inflationnistes. Une exception à cet égard est celle de l'Italie, où la combinaison de deux mouvements: le passage d'un déficit à un excédent des paiements et une baisse de la demande intérieure, a permis de revenir à une politique d'aisance après le printemps de 1964. Une évolution semblable s'est produite au Japon vers la fin de l'année.

En Grande-Bretagne, après le relèvement du taux officiel de l'escompte, décidé par mesure de précaution au début de 1964, la politique monétaire a eu essentiellement pour but de faciliter la reprise, alors en cours, des investissements en installations fixes. Néanmoins, à l'automne, les considérations d'ordre extérieur sont passées brusquement au premier plan, amenant les autorités à porter le taux officiel de l'escompte à 7% et à procéder, au printemps de 1965, à un appel de versements aux comptes spéciaux et à une limitation quantitative du crédit bancaire.

Aux Etats-Unis, malgré l'élan donné par la politique budgétaire à l'expansion économique au cours des deux dernières années, les autorités monétaires ont maintenu pour l'essentiel, en 1964, un climat de facilité d'accès au crédit. Le problème du chômage continuant à se poser, elles se sont abstenues de prendre les mesures restrictives de portée générale dont la situation de la balance des paiements appelait la mise en œuvre. Au début de 1965, toutefois, en même temps qu'elles lançaient leur campagne pour la limitation volontaire des sorties de capitaux, les autorités ont exercé une pression accrue sur les réserves des banques.

Dans l'ensemble, l'existence d'un conflit entre les considérations d'ordre extérieur et d'ordre intérieur continue d'être une source de préoccupation pour les autorités. Lorsqu'il n'a pas été possible de lui apporter une solution pratique en

utilisant, avec plus de souplesse, les instruments de la politique générale, les autorités se sont orientées vers l'application de mesures sélectives ayant un effet plus direct sur la balance des paiements et, notamment, sur les mouvements de capitaux. A court terme, les moyens d'action de caractère sélectif contribuent peut-être à résoudre de tels conflits; mais en règle générale, ils devraient avoir seulement pour but d'accorder un répit raisonnable pour procéder à des rajustements de caractère plus fondamental.

La première partie du présent chapitre examine l'évolution comparée de l'épargne et de l'investissement et ses incidences sur les marchés financiers, les taux d'intérêt, le crédit bancaire et la formation des liquidités. La seconde partie analyse, par pays, les objectifs et les politiques qui ont contribué à cette évolution.

### **Evolution comparée du crédit et des marchés des capitaux.**

*Changements dans la structure de l'épargne et de l'investissement.* La forte hausse des taux d'intérêt sur le continent européen au cours des dernières années reflète, à côté d'une demande soutenue de ressources destinées aux investissements, un fléchissement relatif de la formation de l'épargne nationale. Par rapport au produit national brut, celle-ci a eu généralement tendance à diminuer dans de nombreux pays de 1960 environ à 1963. Au cours de ce processus, les salaires avaient tendance à augmenter plus rapidement que la productivité, alors que les entreprises, notamment celles travaillant pour l'exportation, ne pouvaient répercuter entièrement sur leurs prix de vente l'accroissement de leurs prix de revient; l'épargne des entreprises a marqué un déclin qui n'a pas été notablement contrebalancé par un accroissement de l'épargne des ménages. De plus, la politique budgétaire n'a pas été, en règle générale, assez restrictive pour provoquer une progression correspondante de l'épargne du secteur public qui s'est même, dans certains cas, relativement réduite.

On est frappé de constater que l'investissement intérieur n'a cessé de représenter, entre 1960 et 1963, une part importante et souvent croissante du produit national. Malgré la réduction des marges bénéficiaires, l'expansion de la demande finale, combinée avec la possibilité de faire appel à d'autres sources de financement, a contribué à maintenir le rythme des dépenses en capital. La demande de logements était intense dans la plupart des pays grâce à l'amélioration des revenus des ménages et à l'abondance du crédit. C'est pourquoi, pendant la période considérée, le recul de l'épargne par rapport à l'investissement fixe a eu pour principale contrepartie une aggravation de la balance des biens et services. Mais dans certains pays, le rythme de constitution des stocks s'est, en outre, nettement ralenti.

**Épargne nationale brute et investissements intérieurs bruts.**

Pays	Années	Épargne nationale brute			Épargne totale et investissement total	Investissements intérieurs bruts			
		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	6,4 <sup>1</sup>	13,8	7,8	28,0	6,8	18,0	2,9	1,3
	1963	7,4 <sup>1</sup>	11,4	7,1	25,9	6,0	19,2	0,8	0,1
	1964	8,1 <sup>1</sup>	11,9	7,7	27,7	6,3	20,6	0,7	0,1
Belgique . . . .	1960	7,7	11,6	-0,5	18,8	5,1	13,5	-0,0	0,2
	1963	6,7	11,7	1,1	19,5	4,2	15,5	0,1	-0,3
	1964	6,6	11,4	1,9	19,9	4,5	16,2	0,3	-1,1
Danemark . . . .	1960	15,6		6,1	21,7	3,2	16,2	3,4	-1,1
	1963	15,3		4,5	19,8	3,4	16,1	0,0	0,3
	1964				21,1	3,2	17,9	2,1	-2,1
Finlande . . . .	1960	7,6	9,9	11,5	29,0	5,7	23,3	0,9	-0,9
	1963	8,8	11,3	5,1	25,2	6,2	18,0	1,3	-0,3
	1964	7,2	10,6	5,8	23,6	4,9	21,1		-2,4
France . . . .	1960	8,9	8,8	3,7	21,4	4,7	13,9	2,4	0,4
	1963	8,9	7,9	3,6	20,3	5,2	14,8	1,1	-0,8
	1964	8,8	7,9	4,7	21,4	5,7	14,8	2,1	-1,2
Grande-Bretagne .	1960	5,3	11,1	1,7	17,3 <sup>2</sup>	3,0	13,1	2,3	-1,1
	1963	5,6	10,0	1,7	17,1 <sup>2</sup>	3,2	13,1	0,5	0,3
	1964	5,7	10,8	2,4	18,3 <sup>2</sup>	3,7	14,1	1,6	-1,1
Italie . . . .	1960	21,4		3,4	24,8	5,5	16,8	1,5	1,0
	1963	19,1		3,6	22,7	6,6	16,8	0,8	-1,5
	1964	19,2		3,7	22,9	7,1	14,0	0,5	1,3
Norvège . . . .	1960	18,9		6,4	25,3	4,1	22,2	1,2	-2,2
	1963	19,9		6,7	26,6	4,3	26,1	-0,4	-3,4
	1964	21,2		6,8	27,8	4,0	24,7	0,3	-1,2
Pays-Bas . . . .	1960	9,5	14,3	5,9	29,7	4,2	19,3	3,3	2,9
	1963	7,7	12,5	5,8	26,0	4,0	20,0	1,3	0,7
	1964	8,0	12,2	6,8	27,0	4,8	20,6	2,7	-1,1
Suède . . . .	1960	6,6	9,9	7,0	23,5	5,1	17,1	2,2	-0,9
	1963	6,6	7,1	9,1	22,8	5,7	17,7	-0,2	-0,4
	1964	6,3	8,6	9,0	23,9	6,0	17,8	0,5	-0,3
Suisse . . . .	1960	4,0	12,5	10,4	26,9	7,0	16,4	2,7	0,8
	1963	5,0	11,9	9,7	26,6	7,0	21,5	1,4	-3,3
	1964				27,5	7,7	22,1	1,5	-3,9
Etats-Unis . . . .	1960	4,3	10,1	3,7 <sup>3</sup>	17,5 <sup>2</sup>	4,3 <sup>3</sup>	12,2 <sup>3</sup>	0,7	0,3
	1963	4,7	10,1	2,7 <sup>3</sup>	17,5 <sup>2</sup>	4,5 <sup>3</sup>	11,8 <sup>3</sup>	0,7	0,5
	1964	5,2	10,4	2,1 <sup>3</sup>	17,9 <sup>2</sup>	4,3 <sup>3</sup>	12,2 <sup>3</sup>	0,6	0,8
Canada . . . .	1960	4,2	14,3	2,4	20,8 <sup>2</sup>	4,0	18,8	1,1	-3,2
	1963	5,7	14,1	2,7	22,1 <sup>2</sup>	4,0	17,8	1,1	-1,2
	1964	4,6	14,6	3,9	23,0 <sup>2</sup>	4,3	18,7	0,8	-0,9
Japon . . . .	1960	17,1	13,2	8,2	37,0 <sup>2</sup>	2,3	29,1	5,0	0,4
	1963	17,4	13,4	9,0	36,8 <sup>2</sup>	3,2	29,8	5,1	-1,3
	1964 <sup>4</sup>	16,3	13,8	8,1	38,2	3,8	31,5	4,1	-1,2

<sup>1</sup> Y compris les amortissements sur immeubles d'habitation.    <sup>2</sup> Y compris une erreur résiduelle.    <sup>3</sup> Y compris les nouvelles constructions publiques à usage civil, qui font partie à la fois de l'épargne et de l'investissement.  
<sup>4</sup> Évaluations.

En 1963 et pendant la majeure partie de l'année 1964, la relation entre l'épargne et l'investissement dans la partie occidentale du continent européen a suivi une évolution différente. Dans nombre de pays, les dépenses d'installations et de matériel se sont sensiblement accélérées et les investissements sont devenus un élément de la demande plus actif que la consommation. Chez certains, notamment en Allemagne, aux Pays-Bas, en Belgique et en Finlande, ce mouvement est allé de pair avec un accroissement plus rapide des exportations. Dans d'autres, enfin, où les dépenses de cette catégorie ont enregistré une forte hausse — Autriche, Danemark et Suisse — l'expansion des ventes à l'étranger, sans atteindre la même ampleur qu'en 1963, a été cependant appréciable. En Italie, en revanche, l'investissement sous forme d'installations et de matériel s'est fortement réduit en 1964; en France, les dépenses des entreprises privées ont atteint un palier vers la fin de l'année. En Suède, l'investissement dans l'industrie a eu tendance à se maintenir à un niveau constant, mais élevé.

Bien que les données figurant au tableau ne fassent pas ressortir la distinction entre les investissements du secteur public et ceux du secteur privé, il est manifeste que les dépenses en capital fixe du secteur public, notamment celles des collectivités locales, ont progressé de façon exceptionnelle dans nombre de pays.

Dans le secteur du logement, dont l'activité a été stimulée en 1964 par des conditions atmosphériques particulièrement favorables, l'investissement a aussi fortement progressé par rapport au produit national brut dans la plupart des pays du continent. Même en Italie, le nombre des logements terminés a augmenté, mais celui des mises en chantier a été sensiblement plus restreint.

En dépit d'un climat général de restrictions de crédit, l'investissement sous forme de stocks a été généralement plus élevé qu'en 1963 sur le continent européen. De bonnes récoltes, la hausse des cours mondiaux des matières premières au début de l'année et, dans quelques cas, un stockage involontaire ont joué un certain rôle.

Dans presque tous les pays du continent, l'épargne nationale brute a opéré un certain redressement par rapport au produit national brut. Dans nombre d'entre eux, les progrès rapides de l'investissement et des exportations semblent avoir contribué au développement de l'épargne des entreprises, qui a exercé à son tour une action stimulante sur l'investissement. Toutefois, il semble également que l'amenuisement des marges bénéficiaires se soit un peu ralenti dans divers pays par suite d'une plus grande modération dans les revendications de salaires, d'importantes améliorations en matière de productivité et surtout de révisions en hausse des prix. En Italie, en revanche, l'amenuisement des marges bénéficiaires, l'an dernier, a eu tendance à entraver la reprise de l'investissement. En



France également, où le contrôle des prix était largement appliqué et en Belgique, dans certains secteurs, les possibilités d'autofinancement ont diminué, semble-t-il, en 1964.

L'épargne des ménages s'est accrue par rapport au produit national brut de façon très sensible en Allemagne et, dans une moindre mesure, aux Pays-Bas. Dans certains autres pays, en Belgique et en France par exemple, la propension des ménages à épargner a été plus marquée. Bien que la politique budgétaire ait contribué à limiter l'augmentation en valeur relative des revenus disponibles des particuliers, le rapport entre l'épargne des ménages et le produit national brut a été, en fin de compte, à peu près le même qu'en 1963.

L'épargne du secteur public n'a progressé sensiblement que dans quelques pays comme la Belgique, la France, l'Allemagne et les Pays-Bas. Les pays du Marché Commun ont pratiqué en 1964 une politique visant à maintenir l'accroissement des dépenses publiques dans les limites déterminées par l'augmentation du produit national exprimé en termes réels. Bien qu'il leur ait été difficile de respecter ces normes, en raison parfois de fortes augmentations de salaires, les autorités ont quand même réussi à empêcher la consommation du secteur public, exprimée en valeur réelle, de progresser autant que dans les autres pays du continent. Parmi ces derniers, la Suisse, l'Autriche et la Finlande sont ceux où la consommation du secteur public s'est le plus développée par rapport au produit national exprimé en termes réels.

Il n'est pas facile de discerner les liens de cause à effet entre les variations récentes de l'épargne nationale et de l'investissement intérieur, d'une part, et la balance des paiements, d'autre part. Si l'épargne s'est améliorée par rapport au produit national brut dans la plupart des pays du continent, l'investissement intérieur en capital fixe s'est généralement accru dans une bien plus forte mesure. Cette évolution s'est accompagnée — souvent de façon assez directe — d'un fort mouvement ascendant des importations et, à un degré moindre, d'une certaine détérioration du solde de la balance des biens et services. Aux Pays-Bas et au Danemark, et probablement aussi en France, l'accumulation des stocks de produits importés a notablement contribué à cette détérioration.

Toutefois, certains pays du continent ont connu une évolution assez différente. En Suède, l'épargne a progressé parallèlement à l'investissement intérieur, mais les coûts de production et les prix ont monté et l'équilibre extérieur ne s'est pas sensiblement modifié. En Italie, le taux de l'épargne a eu tendance à se stabiliser en 1964, tandis que l'investissement intérieur a accusé une forte baisse qui a contribué à améliorer la balance des paiements. En Norvège, le taux de l'épargne s'est amélioré et le ralentissement simultané de l'investissement (principalement sous forme de navires) a favorisé le redressement des finances extérieures.

Aux Etats-Unis, le manque de dynamisme de la demande pendant les années précédentes reflétait un potentiel insoupçonné d'épargne et d'investissement. De ce fait, si les allègements fiscaux de l'an dernier ont entraîné une certaine aggravation du déficit du budget fédéral, ils ont également contribué à provoquer une expansion de l'investissement et de l'épargne privés qui a plus que compensé ce mouvement. L'accroissement des excédents des opérations courantes a agi dans le même sens.

En Grande-Bretagne, on a enregistré en 1964 d'appréciables progrès de l'investissement sous ses diverses formes: investissement des sociétés en capital fixe et sous forme de stocks, logements privés, dépenses d'installations et de matériel des entreprises nationalisées, investissement du gouvernement central et des collectivités locales. Dans le secteur public, comme dans le secteur privé, l'épargne a suivi de loin ce mouvement, et ce décalage a provoqué une détérioration de la balance des opérations courantes.

*Marchés des capitaux et taux d'intérêt à long terme.* Sur le continent européen, les taux d'intérêt à long terme sont maintenant sensiblement plus élevés qu'il y a deux ans environ, au début du mouvement général de resserrement du crédit. Les variations enregistrées dans la plupart des pays ont traduit la tendance de l'investissement à progresser plus rapidement que l'épargne, la psychose d'inflation contribuant également, dans certains cas, à accentuer la préférence pour les avoirs liquides. Au point de vue des mesures de politique générale, les tendances à la hausse des taux d'intérêt ne pouvaient être freinées — à moins de ralentir le développement de l'investissement lui-même — que par deux moyens d'action: une rigueur budgétaire accrue et une plus grande efficacité de la politique des revenus.

Néanmoins, étant donné le climat général d'expansion, l'amélioration du rendement des placements à long terme a permis au marché financier, dans nombre de pays, d'attirer des capitaux en quantités accrues. En Suisse, le montant total des nouvelles émissions, déjà en progrès sensible en 1963, a encore augmenté en 1964; en Belgique, l'activité du marché des émissions nouvelles s'est inscrite en vive reprise par rapport au niveau réduit de l'année précédente. En Allemagne aussi, l'essor des nouvelles émissions a été vigoureux, bien que les achats nets d'obligations allemandes par des étrangers aient représenté un chiffre négligeable. Le relèvement accentué des rendements en Suède et aux Pays-Bas a également amené sur le marché une masse sensiblement accrue de fonds en quête de placements à long terme, mais les investissements ont plutôt revêtu la forme de prêts que celle de souscriptions de valeurs nouvellement émises. En Espagne, le placement d'un volume important d'émissions a été facilité par la forte position de liquidité des banques qui ont activement renforcé leur portefeuille-titres.

**Marché des capitaux: Montant net des émissions.**

Pays	Années	Secteur public		Secteur privé <sup>1</sup>		Emissions de valeurs étrangères	Total	Emissions du secteur privé et de valeurs étrangères	Total des nouvelles émissions
		Etat	Collectivités locales et organismes publics	Actions	Obligations				
en milliards d'unités de monnaie nationale								en pourcentage du PNB	
Allemagne . . .	1962	0,66 <sup>2</sup>	1,81	1,51	7,06	0,10	11,14	2,4	3,1
	1963	1,80 <sup>2</sup>	1,78	1,02	8,48	0,11	13,19	2,6	3,5
	1964	1,51 <sup>2</sup>	1,79	1,61	10,19	0,89	15,99	3,1	3,9
Belgique . . .	1962	17,90	11,50	8,85	12,83 <sup>3</sup>	0,30	51,38	3,4	8,0
	1963	2,87	7,17	6,69	10,98 <sup>3</sup>	0,08	27,79	2,6	4,0
	1964	7,90	12,78	8,70	5,77 <sup>3</sup>	.	35,15	1,9	4,6
Danemark . . .	1962	- 0,18	—	0,13	2,63	—	2,58	5,4	5,0
	1963	- 0,19	—	0,13	3,43	—	3,37	6,5	6,2
	1964	- 0,17	—	0,24	3,79	—	3,86	6,6	6,3
Espagne . . . .	1962	0,47	4,90	14,50	11,08	—	30,95	3,2	3,9
	1963	5,00	8,59	19,30	20,70	—	53,59	4,8	6,5
	1964	15,00	8,33	20,12	19,93	—	63,38	4,4	6,9
France . . . . .	1962	- 0,86	0,08	3,99	4,24	—	7,45	2,3	2,1
	1963	2,09	0,15	4,17	4,92	0,06	11,39	2,3	2,9
	1964	0,55	0,17	5,01	5,44	0,15	11,32	2,5	2,6
Grande-Bretagne .	1962	0,57 <sup>4</sup>	0,14	0,26	0,17	—	1,14	1,5	4,0
	1963	- 0,12 <sup>4</sup>	0,09	0,20	0,24	0,02	0,42	1,5	1,4
	1964	- 0,11 <sup>4</sup>	0,09	0,23	0,28	0,06	0,55	1,7	1,5
Italie . . . . .	1962	- 109	171 <sup>5</sup>	715	984	30	1.791	7,0	7,2
	1963	- 200	129 <sup>5</sup>	398	1.144	14	1.485	5,5	5,2
	1964	- 8	159 <sup>5</sup>	555	1.221	—	1.927	5,7	6,2
Pays-Bas . . . .	1962	- 0,09 <sup>6</sup>	0,20	0,46	0,30	0,14	1,01	1,9	2,1
	1963	0,61 <sup>6</sup>	0,40	0,07	- 0,02	- 0,12	0,94	—	1,8
	1964	0,19 <sup>6</sup>	0,29	0,21	0,14	- 0,05	0,78	0,5	1,3
Suède . . . . .	1962	0,24	0,31	0,43	3,08	—	4,05	4,7	5,4
	1963	1,88	0,35	0,36	1,95	—	4,53	2,8	5,6
	1964	0,11	0,57	0,49	2,94	—	4,11	3,8	4,6
Suisse <sup>7</sup> . . . . .	1962	- 0,23	0,18	1,81	1,11	0,44	3,30	7,3	7,2
	1963	- 0,33	0,26	1,53	2,19	0,53	4,19	8,4	8,3
	1964	- 0,16	0,66	1,54	2,11	0,28	4,43	7,1	8,0
Etats-Unis <sup>8</sup> . . .	1962	1,50 <sup>9</sup>	4,60	2,40	5,00	1,00	14,50	1,5	2,6
	1963	2,50 <sup>9</sup>	6,00	1,00	5,30	1,00	15,80	1,3	2,7
	1964	0,80 <sup>9</sup>	5,40	3,00	6,10	0,80	16,10	1,6	2,6
Canada . . . . .	1962	0,77 <sup>10</sup>	0,93	0,34	0,42	—	2,46	1,9	6,1
	1963	0,98 <sup>10</sup>	1,30	- 0,06	0,56	—	2,78	1,2	6,5
	1964	0,20 <sup>10</sup>	1,36	0,26	0,70	—	2,52	2,1	5,4
Japon . . . . .	1962	- 4	255	873	402	- 4	1.522	6,7	8,0
	1963	16	355	732	537	5	1.645	5,9	7,7
	1964	18	411	860	564	6	1.859	5,8	7,6

<sup>1</sup> Y compris les émissions des organismes de crédit semi-publics et des industries nationalisées. <sup>2</sup> Variation des avoirs du marché en titres d'emprunt et en bons du Trésor émis avec prime. <sup>3</sup> Y compris les émissions de bons d'épargne à moyen terme des banques de dépôts. <sup>4</sup> Variation des avoirs du public en titres négociables de la dette (à l'exclusion des bons du Trésor). <sup>5</sup> Y compris l'emprunt indirect au Trésor. <sup>6</sup> Non compris les versements à des comptes de présouscription. <sup>7</sup> Y compris les émissions non placées dans le public. <sup>8</sup> D'après les statistiques du Federal Reserve System concernant les mouvements de fonds, non compris les prêts hypothécaires. <sup>9</sup> Variation des avoirs du public en titres négociables de la dette à échéance d'un an ou plus. <sup>10</sup> Titres détenus en dehors des comptes de l'Etat.

Les répercussions de la politique budgétaire et de la politique de gestion de la dette sur les marchés financiers se reflètent en partie dans l'évolution du marché des émissions nouvelles. En France, où le budget, qui s'était soldé par un déficit en 1963, a été pratiquement équilibré en 1964, le Trésor n'a émis qu'un seul emprunt, contre deux l'année précédente. En Belgique, le déficit budgétaire global a été quelque peu réduit, mais le Trésor a fait plus largement appel au marché des capitaux. Celui-ci s'est en effet montré plus réceptif et, de ce fait, le Trésor a pu réduire ses emprunts à court terme à l'étranger. En Allemagne, le gouvernement fédéral, dont le déficit de trésorerie a fléchi en 1964, a moins recouru au marché des capitaux, tandis que, d'une façon générale, les émissions du secteur public ne recevaient pas un accueil favorable. En Italie, où le public a continué à bouder les valeurs à long terme, le Trésor a limité ses appels nets tant directs qu'indirects au marché des capitaux.

Aux Pays-Bas, le gouvernement central, malgré des besoins nets de financement accrus, a réduit le montant net de ses nouvelles émissions en 1964. Alors qu'en 1963 un excédent de la balance des paiements avait incité les autorités à émettre des emprunts à long terme au-delà de leurs besoins afin de stériliser des liquidités, le gouvernement a adopté l'an dernier une attitude plus neutre en raison du déficit extérieur et de la forte demande de capitaux. En Suisse, les remboursements nets de dettes de la Confédération au marché ont été un peu moins importants en 1964 que l'année précédente. En Suède, tandis que le montant net des émissions de fonds d'Etat a sensiblement fléchi en 1964, les placements de valeurs du Trésor en dehors de la Riksbank et des banques commerciales ont atteint KRS 695 millions, contre KRS 175 millions en 1963.

La modération manifestée par le gouvernement central dans ses appels au marché des capitaux a généralement contribué dans des pays comme la France, l'Allemagne, l'Italie, les Pays-Bas et la Suisse à laisser le champ libre aux émissions des autres secteurs. En tout cas, là où les autres catégories d'émissions se sont développées, il s'agissait principalement d'émissions de collectivités locales (par exemple en Belgique, en Suède et en Suisse) et d'émissions, par le secteur privé, d'obligations hypothécaires (par exemple en Allemagne, au Danemark et en Suède). En règle générale, le volume des émissions de valeurs industrielles n'a pas très sensiblement varié. Dans des pays comme l'Allemagne, les Pays-Bas et la Suisse, cette stabilité s'explique peut-être par l'existence de possibilités relativement favorables en matière d'autofinancement et aussi par le fait que la hausse des taux du long terme n'incitait guère les sociétés à faire appel au marché des valeurs mobilières. Dans certains de ces pays, on a constaté un changement d'orientation en faveur des émissions d'actions.

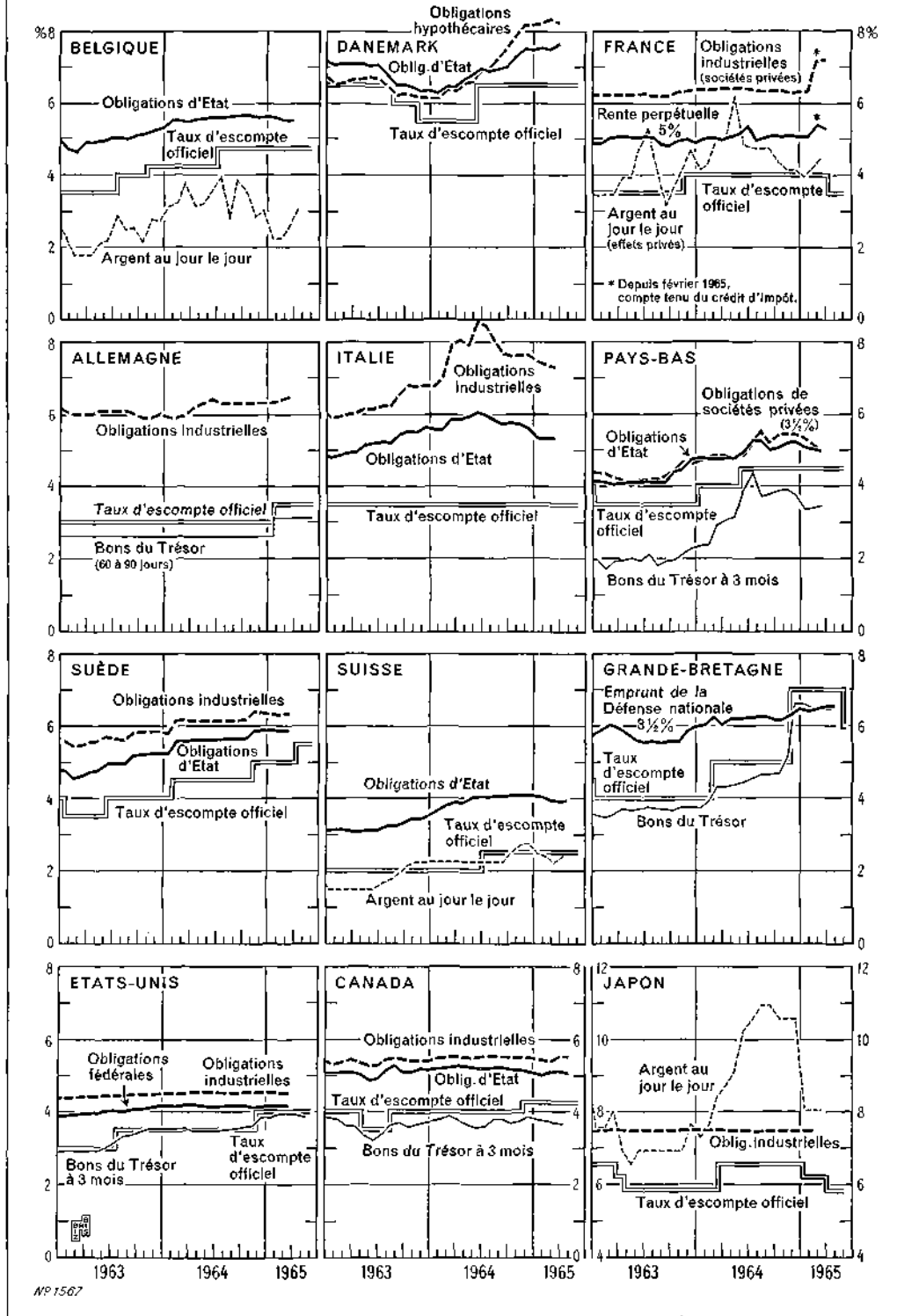
Les émissions étrangères sur le marché allemand des capitaux ont connu l'an dernier un développement important, principalement parce qu'elles sont exonérées de l'impôt retenu à la source sur les coupons d'obligations détenues par des non-résidents. En revanche, les émissions étrangères sur le marché suisse ont été restreintes pour des raisons de politique intérieure. Le marché néerlandais, qui avait été autorisé à accueillir quelques émissions étrangères en 1961 et en 1962, a été de nouveau fermé à ces émissions l'an dernier. Le trait le plus significatif du marché international des capitaux a été peut-être la recrudescence des émissions d'emprunts libellés en dollars sur la place de Londres, où les souscriptions contre argent frais ont atteint l'équivalent de £335 millions en 1964. Depuis l'entrée en application, en juillet 1963, de la taxe de péréquation de l'intérêt, l'émission de valeurs libellées en dollars sur des places étrangères offre un moyen, entre autres, de remplacer les emprunts à New York.

Après une forte hausse en 1963 et au début de 1964, les taux d'intérêt à long terme ont atteint un maximum dans la plupart des pays d'Europe continentale plus tard dans l'année, puis ont un peu baissé par la suite. En France, en Suisse et en Belgique, cette évolution était le signe d'un ralentissement de la demande d'investissements. En Italie, sa portée a été plus étendue, car la réapparition d'un excédent extérieur a permis de revenir à des conditions de crédit plus faciles. Aux Pays-Bas, les taux du long terme ont quelque peu baissé en automne en raison d'une poussée d'achats étrangers de valeurs mobilières — il s'agissait surtout de titres émis par le secteur public — mais ils ont eu tendance à se maintenir à proximité des niveaux maxima. En Allemagne, l'annonce de l'application d'un impôt aux coupons d'obligations allemandes détenues par les non-résidents a été en grande partie la cause de la hausse des taux d'intérêt à long terme au cours du premier semestre de 1964. En Suède, où les dépenses des consommateurs et du secteur public ont augmenté récemment à une allure rapide, les taux à long terme ont poursuivi leur mouvement ascendant à la fin de 1964 et au début de 1965. Au Danemark, les rendements des titres à long terme ont fortement monté, pour atteindre des niveaux records à la même époque.

Aux Etats-Unis, le rendement des fonds d'Etat à long terme, qui s'était légèrement relevé en 1963, est resté relativement stable en 1964. Les entreprises disposant de ressources propres de plus en plus abondantes, leurs besoins de capitaux d'origine extérieure sont restés faibles. En même temps, la demande de prêts hypothécaires s'est un peu tassée, et le volume des apports de capitaux à long terme en provenance des ménages, des compagnies d'assurances et des caisses de retraites s'est sensiblement accru.

En Grande-Bretagne, le rendement des fonds d'Etat à long terme, après avoir augmenté au moment du relèvement, en février 1964, du taux d'escompte

Taux d'intérêt.



officiel, n'a que légèrement progressé jusqu'à la fin de l'automne. Les sociétés ont fait d'importants emprunts au marché des capitaux au cours de cette période, mais une réduction du volume des fonds d'Etat en circulation a contribué à atténuer la tendance à la hausse des taux d'intérêt. En novembre, la majoration du taux d'escompte officiel a provoqué une amélioration du rendement des titres à long terme et une brusque contraction du volume des nouvelles émissions de valeurs mobilières.

*Crédit bancaire et formation de liquidités.* Dans presque tous les pays du continent européen, les avoirs nets à l'étranger du système bancaire, et plus particulièrement les réserves officielles, se sont renforcés en 1964, tendant ainsi à gonfler la masse monétaire et la liquidité bancaire. Dans une certaine mesure, le resserrement du crédit à l'intérieur et le maintien de taux d'intérêt élevés ont été, semble-t-il, à l'origine des excédents de la balance des paiements. En Suède, en Allemagne et en Belgique par exemple, le décalage dans les paiements s'est nettement modifié en faveur de ces pays, comme on le constate fréquemment en période de resserrement monétaire. En Suisse, la progression des réserves officielles en 1964 a été due dans une large mesure au rapatriement de fonds détenus à l'étranger, mouvement qui découlait à la fois de la situation sur d'autres places financières et de la pénurie de liquidités intérieures. Aux Pays-Bas, au Danemark et en Finlande, pays qui ont tous enregistré d'importants déficits des paiements courants en 1964, les entrées de capitaux provoquées en partie par les taux d'intérêt élevés ont été fort importantes.

En règle générale, les apports de fonds de l'étranger provoqués par le resserrement du marché intérieur n'ont pas fait obstacle, semble-t-il, à la politique de restriction du crédit. Tous les pays ont maintenant la possibilité de mettre en œuvre des contrôles sélectifs ou des moyens d'action pour régulariser, de temps à autre, les mouvements de capitaux et, par là même, la liquidité bancaire: opérations sur le marché des changes, limitations apportées à la rémunération des dépôts étrangers en monnaie nationale, réglementation de la position en devises des banques, des emprunts à l'étranger des résidents, etc.

Avec l'aide de ces moyens de défense et dans la grande majorité des cas pour des raisons d'ordre essentiellement intérieur, le taux officiel de l'escompte a été de nouveau majoré dans un certain nombre de pays d'Europe continentale en 1964 et au début de 1965. En Suède, la Riksbank, après avoir relevé son taux d'escompte en janvier 1964, l'a majoré une seconde fois en novembre, puis une troisième fois en avril 1965, le portant à 5 ½ %. A la fin du printemps et au début de l'été 1964, les Pays-Bas, la Belgique et la Suisse ont augmenté leurs taux d'escompte officiels d'un demi-point et le Danemark a élevé le sien d'un point. En Allemagne, la Bundesbank,

Système bancaire: Evolution de la situation monétaire.

Pays	Années	Avoirs à l'étranger	Crédit au secteur public	Crédit au secteur privé	Engagements monétaires et quasi monétaires		Monnaie <sup>1</sup>	Monnaie et quasi-monnaie <sup>1</sup>
		Variations annuelles				Montant en fin de période		
		en milliards d'unités de monnaie nationale						
Allemagne . . . . .	1962	0,30	2,30	19,30	12,90	134,60	15,3	35,6
	1963	3,20	5,10	19,20	16,20	150,80	15,4	37,3
	1964	2,00	8,40	21,70	19,30	170,10	15,2	38,3
Autriche . . . . .	1962	6,25	-1,54	5,98	11,09	94,37	20,6	46,8
	1963	4,54	3,42	4,96	10,52	104,89	20,8	48,7
	1964	2,51	2,38	11,40	13,50	118,39	20,7	49,9
Belgique . . . . .	1962	2,70	5,80	12,20	21,40	310,40	38,0	46,7
	1963	-1,60	22,50	16,10	32,70	343,10	38,9	47,7
	1964	9,10	9,20	10,20	25,80	368,90	37,5	46,5
Danemark . . . . .	1962	-0,55	0,35	2,56	2,11	25,13	23,6	47,7
	1963	1,66	-0,35	2,09	3,01	28,14	24,3	49,2
	1964	0,81	-0,89	3,60	2,86	31,00	24,2	48,8
Espagne . . . . .	1962	10,90	5,80	75,10	94,40	554,50	30,2	62,2
	1963	5,10	12,00	76,80	95,50	650,00	34,1	71,2
	1964	20,40	27,20	91,20	139,60	789,60	36,2	76,3
Finlande <sup>2</sup> . . . . .	1962	-220	-91	668	506	8.138	9,5	45,8
	1963	140	56	468	730	8.868	9,7	44,9
	1964	103	-46	1.127	1.012	9.880	9,1	43,8
France . . . . .	1962	3,61	4,11	14,35	22,25	144,58	33,3	37,0
	1963	4,16	3,78	10,70	19,75	164,33	34,9	38,6
	1964	3,80	-0,24	10,68	14,70	179,03	35,3	39,0
Grande-Bretagne <sup>2</sup> . . . . .	1962 <sup>3</sup>	194	-86	410	303	.	.	.
	1963 <sup>3</sup>	-57	38	599	540	.	.	.
	1964	-103	-232	997	592	11.798 <sup>4</sup>	32,3	.
Italie . . . . .	1962	37	321	2.528	2.712	17.721	36,9	65,4
	1963	-778	809	2.595	2.434	20.155	37,9	66,7
	1964	483	514	842	1.585	21.740	36,8	65,7
Norvège . . . . .	1962	-0,17	0,38	1,15	1,39	21,71	21,2	54,2
	1963	0,39	0,21	1,00	1,49	23,20	20,9	54,1
	1964	0,27	0,20	1,39	1,79	24,99	20,5	54,2
Pays-Bas . . . . .	1962	0,09	0,66	1,10	2,76	29,91	26,0	59,8
	1963	0,65	0,30	1,53	3,36	33,27	26,3	61,1
	1964	0,08	0,57	2,01	3,41	36,68	24,8	58,3
Suède . . . . .	1962	0,52	-0,03	4,06	4,94	56,46	17,2	71,0
	1963	-0,13	-0,63	5,65	4,20	60,66	17,0	70,8
	1964	1,06	-0,34	2,51	4,69	65,35	16,8	70,0
Suisse . . . . .	1962	0,69	1,00	4,44	6,16	60,08	49,1	122,1
	1963	0,88	0,89	3,96	6,34	66,42	48,8	123,5
	1964	0,85	0,13	3,91	5,56	71,98	47,9	124,0
Etats-Unis . . . . .	1962	-1,50	6,50	13,90	18,10	244,70	26,2	42,6
	1963	-0,50	5,90	17,80	19,30	264,00	25,8	43,8
	1964	-0,10	7,00	16,30	20,20	284,20	25,1	44,3
Canada . . . . .	1962	0,23	-0,56	0,88	0,54	15,12	16,6	36,2
	1963	0,15	0,25	0,49	1,03	16,15	16,8	36,2
	1964	0,35	-0,27	1,02	1,21	17,36	16,4	35,0
Japon . . . . .	1962	146	162	3.038	3.164	19.517	27,6	92,7
	1963	39	337	4.871	4.962	24.479	33,3	103,5
	1964	-274	1.404	3.791	3.949	28.428	33,8	107,0

<sup>1</sup> Moyennes annuelles de la masse monétaire et de l'ensemble des disponibilités monétaires et quasi monétaires, rapportées au produit national brut calculé aux prix du marché. <sup>2</sup> En millions d'unités de monnaie nationale. <sup>3</sup> D'après des séries statistiques qui ne sont pas strictement comparables aux chiffres de 1964. <sup>4</sup> Volume monétaire, y compris les dépôts à court préavis.

Source: F.M.I., *International Financial Statistics*.



dont le taux était resté à 3 % depuis 1961, l'a porté à 3 ½ % en janvier 1965. Dans certains cas, Pays-Bas et Danemark notamment, les hausses sont intervenues à un moment où la balance des opérations courantes était largement déficitaire. Le seul cas de réduction, sur le continent européen, a été celui de la Banque de France qui a ramené son taux d'escompte officiel de 4 à 3 ½ % en avril 1965.

Une autre manifestation de la politique de restriction monétaire découle de l'évolution du crédit bancaire au secteur public. En France, le Trésor, naguère fortement tributaire du crédit bancaire, a pu s'abstenir l'an dernier de recourir aux banques et a même été en mesure de réduire le portefeuille d'effets publics du système bancaire. Au Danemark, le gouvernement a affecté l'excédent de trésorerie accru, dégagé en 1964, au renforcement de ses dépôts auprès de la banque centrale. En Belgique, l'an dernier, le Trésor a diminué ses emprunts à court terme à l'étranger par l'intermédiaire des banques. En Suède, le fléchissement des crédits bancaires au secteur public a été moins marqué en 1963 qu'en 1964, mais contrairement à l'année précédente, ce mouvement a été dû au remboursement de facilités consenties par la banque centrale.

En Allemagne, en Suisse et aux Pays-Bas, le gouvernement central est resté plutôt neutre à l'égard de la création de moyens de paiements par l'intermédiaire du système bancaire. Toutefois, en Allemagne, les crédits bancaires ont couvert une part plus élevée qu'en 1963 des besoins d'emprunt des collectivités locales, tandis qu'en Suisse c'est le contraire qui s'est produit. Les Pays-Bas ont suivi une voie intermédiaire, les collectivités locales ayant sensiblement développé en 1964 leurs emprunts à long et à court terme.

Certains pays du continent ont également décidé d'utiliser des moyens plus directs pour limiter l'accroissement du crédit bancaire au secteur privé. La France et la Suisse, en 1964 comme en 1963, ont fixé des plafonds à l'expansion du crédit bancaire. Aux Pays-Bas, un système analogue de plafonds a été remis en vigueur en octobre 1963 et il a continué d'être appliqué depuis. Les autorités belges ont suivi le mouvement au début de 1964, en demandant aux banques de limiter volontairement l'accroissement de leurs prêts à la moitié environ du chiffre atteint en 1963. Des restrictions quantitatives ont été également apportées au crédit en Norvège et plus récemment en Finlande.

En imposant un plafond à l'expansion des crédits bancaires, les autorités s'attachent en premier lieu à renforcer l'efficacité du contrôle du crédit. Si elles comptaient exclusivement sur l'effet restrictif des hausses de taux d'intérêt, les capitaux auraient tendance à affluer de l'étranger, notamment sur l'initiative des banques du pays mais aussi des prêteurs et des emprunteurs en général. La hausse des taux d'intérêt n'empêcherait pas non plus nécessairement les établissements de

crédit de faire appel à la banque centrale. C'est en partie grâce à l'application de contrôles quantitatifs du crédit que la hausse des taux d'intérêt et les entrées de capitaux ont été moins accentuées qu'elles ne l'eussent été autrement.

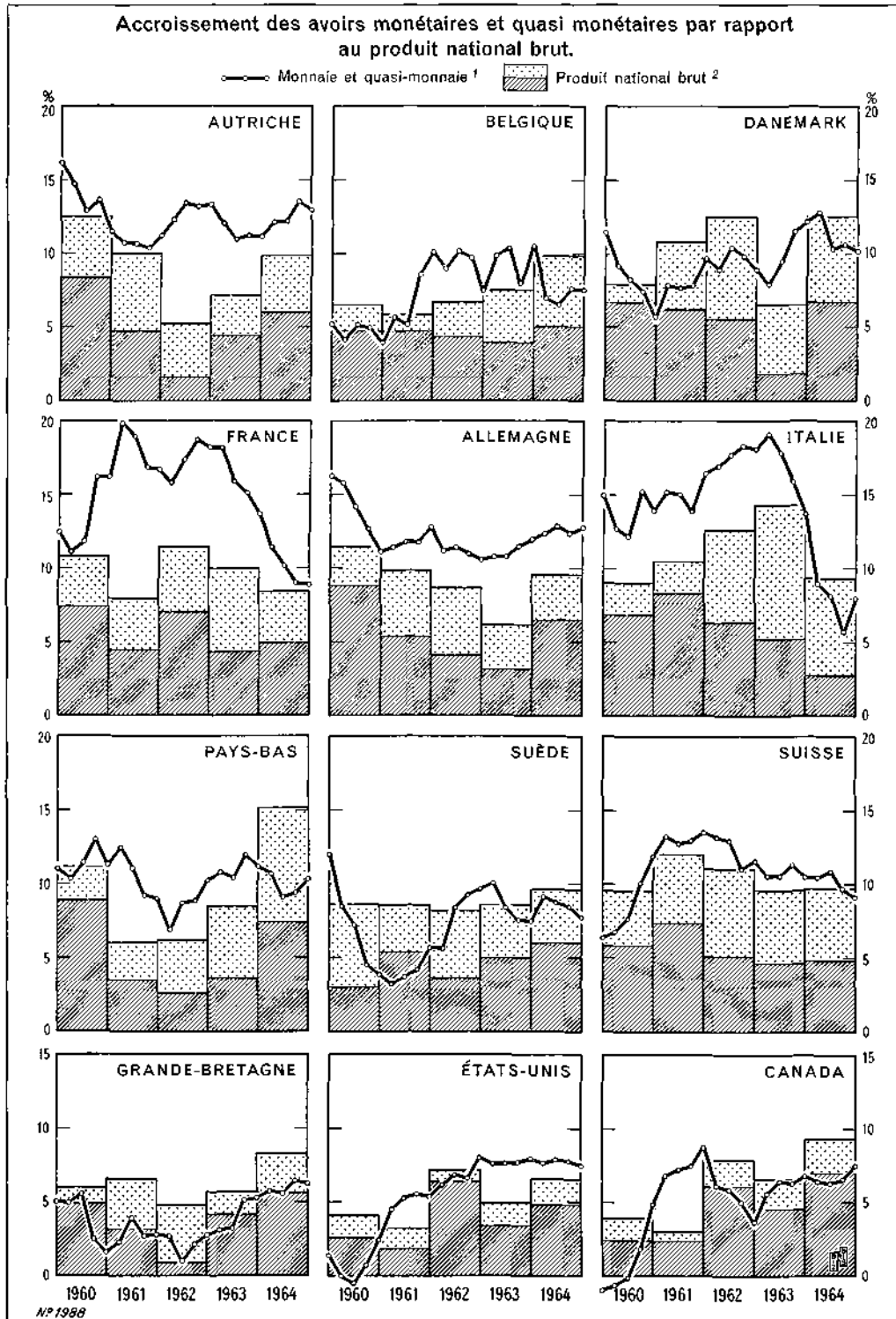
En Grande-Bretagne, les avances bancaires se sont fortement accrues en 1964, mais la progression des dépôts à vue du secteur bancaire a été plus modérée. A la suite du déficit de la balance des paiements, l'offre de bons du Trésor sur le marché de Londres a été réduite, ce qui a contribué à faire pression sur la position de liquidité des banques. Toutefois, le portefeuille de fonds d'Etat du marché a diminué pour la seconde année consécutive.

Le relèvement du taux d'escompte officiel de 4 à 5 % vers la fin de février de 1964 a été une mesure de précaution dictée par des motifs d'ordre intérieur et extérieur. A la fin de novembre, quand le taux a été porté de 5 à 7 %, les considérations d'ordre extérieur ont joué un rôle prépondérant. Immédiatement après cette modification, le taux d'escompte a été porté de 3 ½ à 4 % aux Etats-Unis et de 4 à 4 ¼ % au Canada ; dans les deux cas, il s'agissait d'un alignement sur la tendance internationale. Environ six mois plus tard, le 3 juin 1965, la Grande-Bretagne a ramené à 6 % le taux officiel de l'escompte.

Aux Etats-Unis, malgré le déficit des paiements, les autorités monétaires ont fourni l'an dernier les réserves nécessaires à un nouvel accroissement substantiel des crédits bancaires, qui ont augmenté au même rythme qu'au cours des deux années précédentes. La création de dépôts s'est poursuivie à une cadence légèrement inférieure et le fléchissement du portefeuille de valeurs fédérales des banques a été limité.

Au Canada, l'expansion du crédit bancaire au secteur privé s'est accélérée en 1964. Toutefois, la situation du budget de l'Etat s'est fortement améliorée, ce qui a permis de réduire l'endettement à l'égard du système bancaire.

Le graphique de la page suivante montre la progression des avoirs monétaires et quasi monétaires par rapport aux variations du produit national brut exprimé en valeur réelle et en valeur nominale. La différence des structures financières fait que les taux de croissance des actifs liquides n'ont pas la même signification. Il y a lieu par conséquent d'examiner la situation pays par pays. En France, par exemple, les restrictions monétaires ont commencé au début de 1963, alors que les tensions inflationnistes étaient encore modérées et ont été progressivement renforcées au cours des deux années suivantes. En Italie, un resserrement encore plus marqué est intervenu entre le milieu de 1963 et le printemps de 1964, mais cette mesure n'a été prise qu'après la forte hausse des salaires et des prix intervenue en 1962. En Belgique, au Danemark, en Allemagne, aux Pays-Bas, en Suède et en Suisse, le resserrement, l'an dernier,



<sup>1</sup> D'après la définition des *International Financial Statistics* publiées par le F.M.I. Variations trimestrielles, en pourcentage, par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente. <sup>2</sup> La partie hachurée indique la croissance annuelle en valeur réelle, tandis que la partie semée de points indique la variation des prix.

des disponibilités monétaires s'est traduit en partie par un ralentissement de la progression des avoirs liquides, ralentissement remarquable eu égard à l'expansion considérable du produit national, en termes réels, de ces pays.

Dans presque tous les pays d'Europe continentale, le rythme de création de moyens liquides est élevé depuis 1960 ou 1961, reflétant, à côté des excédents de paiements, l'intensité de la demande de crédit de l'économie interne. Bien que la politique monétaire restrictive soit généralement articulée, depuis un an ou deux, de manière à ralentir cette cadence, le point essentiel à considérer est que la création de moyens liquides se poursuit toujours avec rapidité dans la plupart des pays. En revanche, comme on peut le voir à l'aide du graphique, le produit national brut exprimé en monnaie s'accroît, dans la plupart des pays du continent européen, d'à peu près 10% par an, ce mouvement ayant sa source, à concurrence de moitié environ, dans l'inflation des prix. Bref, l'expansion du crédit, bien que n'étant ni toujours ni nécessairement la cause de l'inflation, en a facilité le développement.

En Grande-Bretagne, bien que le crédit bancaire ait pris une grande extension en 1963 et en 1964, l'expansion de la masse monétaire et des dépôts à court préavis a été rigoureusement parallèle à celle du produit national brut en termes réels. Au cours de la même période, les engagements à vue et à préavis du système bancaire des Etats-Unis ont continué de s'accroître par rapport au produit national exprimé en valeur nominale.

### **Politique du crédit dans divers pays.**

*Grande-Bretagne.* Au début de 1964, la balance des opérations courantes était devenue légèrement déficitaire et la demande intérieure progressait à un rythme qu'il n'était plus possible de maintenir. A titre de précaution, la Banque d'Angleterre a relevé le taux d'escompte officiel de 4 à 5% à la fin de février. Par la suite, on s'est efforcé de freiner la demande en augmentant certains impôts indirects, à l'occasion de la présentation en avril du nouveau projet de budget. Néanmoins, le conflit entre les considérations d'ordre intérieur et d'ordre extérieur a eu tendance à s'accroître au cours des mois suivants. D'une part, les autorités ne désiraient pas empêcher la reprise de l'investissement industriel de se poursuivre, car elles la tenaient pour une condition essentielle de la solution à plus long terme du problème de la balance des paiements. En outre, la consommation n'augmentait qu'à un rythme modéré, le déficit budgétaire ne paraissait pas devoir être aussi grave que prévu et la stabilité de l'indice de la production industrielle donnait

l'impression que la demande intérieure était stationnaire. En revanche, et contrairement à ce qui s'était passé lors de la crise de 1961, la balance de base devenait sensiblement déficitaire, par suite d'une détérioration qui affectait aussi bien les opérations courantes que les mouvements de capitaux à long terme.

Dans ces conditions, la politique suivie a eu pour effet de maintenir une aisance relative du crédit jusqu'à l'automne de 1964. La principale manifestation de cette aisance est la progression sensible des avances des «clearing banks». Ce mouvement, si l'on fait abstraction des variations saisonnières, s'est accéléré à partir de mai environ et s'est encore renforcé en septembre et en octobre. Pour faire face à cette expansion, les banques ont allégé leurs portefeuilles de fonds d'Etat et réduit leurs avoirs liquides aux environs de la ratio générale conventionnelle de liquidité. En outre, pendant les trois premiers trimestres de 1964, le montant des émissions de valeurs mobilières des sociétés autres que les institutions financières a dépassé de moitié environ le chiffre de la période correspondante de 1963. La situation a commencé à changer vers le mois d'août, époque à laquelle les sociétés ont restreint leurs nouvelles émissions pour accroître leurs emprunts aux banques. De fin février (après le relèvement du taux officiel de l'escompte) à fin octobre, le rendement des valeurs du Trésor à longue échéance, choisies comme référence, n'a monté que de 5,78 à 5,87%, mais celui des valeurs du Trésor à échéance moyenne est passé de 5,46 à 5,78%. Si les autorités n'ont accordé qu'un soutien limité au marché des fonds d'Etat, une politique de restriction plus systématique aurait impliqué, outre une réduction du déficit des finances publiques, un effort plus soutenu de financement du déficit par des ventes de valeurs à long terme. Evidemment, une telle opération n'aurait été possible qu'à des taux d'intérêt plus élevés.

En automne, le nouveau gouvernement a estimé que le souci de maintenir la production et l'emploi à un niveau élevé dictait la mise en œuvre de nouvelles dispositions pour accroître la capacité de concurrence de l'économie et sa productivité. C'est ainsi qu'il a institué une surtaxe sur les importations afin d'améliorer l'équilibre des paiements sans être obligé de restreindre la demande intérieure. Dans le projet de budget présenté en novembre figuraient, outre la surtaxe en question et les nouveaux abattements d'impôts indirects en faveur des exportations, une majoration de l'impôt sur l'essence, mais cette mesure devait essentiellement servir à neutraliser l'effet d'expansion que pouvaient avoir accessoirement les deux autres. Toutefois, peu de temps après, l'accent a été mis de plus en plus sur le resserrement des disponibilités monétaires. Le 23 novembre, le taux d'escompte officiel a été relevé de 5 à 7%. En outre, à partir d'octobre environ, le Trésor a encore réduit ses appels au marché, par suite de l'acquisition de sterling provenant de transactions officielles en devises. En conséquence, le volume des nouvelles émissions de bons du Trésor par voie d'adjudication a baissé, ce qui a diminué la liquidité des banques,

les obligeant à limiter leurs prêts. Le 8 décembre, pour renforcer cette action restrictive, la Banque d'Angleterre a demandé aux banques d'accorder désormais la priorité aux avances destinées à financer des opérations d'exportation et des projets d'investissements productifs. Le rendement des fonds d'Etat s'est notablement élevé à la suite de l'ajustement du taux d'escompte officiel, et l'annonce de l'institution au printemps suivant d'un impôt sur les plus-values en capital a également pesé sur le comportement du marché. A la fin de l'année, le rendement des fonds d'Etat à longue échéance choisis comme référence s'est établi à 6,23%, contre 5,53% un an auparavant.

Les avances des banques aux résidents ont progressé d'environ 15% pour l'ensemble de l'année 1964, atteignant, le 31 décembre, près de £6.500 millions. En outre, les escomptes d'effets commerciaux qui renforcent les avoirs liquides des banques et aussi, par conséquent, leur potentiel de crédit, se sont accrus de quelque £165 millions en 1964. Les avances consenties aux résidents par les banques entrant dans la catégorie des «domestic banks» (y compris les maisons d'escompte) ont augmenté d'environ 12½%, atteignant presque £5.150 millions. Le reliquat des encours, soit £1.350 millions, est imputable aux maisons d'acceptation et aux «overseas banks», dont les prêts accordés sous cette forme à des résidents (il s'agit essentiellement de collectivités locales et de sociétés) ont enregistré l'an dernier un accroissement d'environ £400 millions. En outre, l'expansion des avoirs à l'étranger de ces établissements a été inférieure d'environ £150 millions à celle de leurs engagements envers l'étranger; cette différence montre dans quelle mesure l'expansion des prêts à l'économie interne a été financée par la conversion en sterling de fonds empruntés à l'étranger. Les engagements du secteur bancaire envers des résidents ont augmenté l'an dernier de 5%, niveau sensiblement inférieur à celui de l'expansion des avances des banques. Cet écart trouve principalement sa contrepartie dans la réduction des portefeuilles de fonds d'Etat (à concurrence de £214 millions) et de bons du Trésor (à concurrence de £320 millions). Vers la mi-décembre, la ratio des placements des «clearing banks» de Londres par rapport à leurs dépôts était tombée à 13,1%, contre 15,4% un an auparavant, tandis que leur ratio générale de liquidité avait fléchi de 32,7 à 30,6%.

Le déficit global des finances publiques, calculé sur la base d'une année civile, est passé de £142 millions en 1963 à £556 millions en 1964; cette aggravation correspond en partie aux prêts consentis aux collectivités locales qui peuvent désormais faire appel soit au Trésor, soit au marché financier. Les fonds que l'Echiquier, pour couvrir ce déficit, s'est procurés par des moyens autres que le placement de titres négociables de la dette: «National Savings», émission de billets, recettes extra-budgétaires, etc., ont atteint un total net de £514 millions en 1964, contre £228 millions en 1963. Les ventes officielles de devises étrangères contre

sterling lui ont en outre procuré £532 millions. En revanche, le volume des fonds d'Etat entre les mains du marché, après avoir fléchi de £128 millions en 1963, a encore baissé de £114 millions en 1964. Le montant des bons du Trésor en circulation, qui avait progressé de £114 millions en 1963, a fléchi de £375 millions en 1964. Etant donné que la position de liquidité des banques et, par conséquent, leur potentiel de crédit, dépendent en grande partie du volume des émissions de bons du Trésor, la réduction des émissions de bons l'an dernier a contribué à limiter l'accroissement des dépôts en banque.

**Grande-Bretagne: Epargne et investissement du secteur public et du secteur privé.**

Rubriques	Années	Secteur privé	Secteur public <sup>1</sup>	Reste du monde <sup>2</sup>
		en millions de £ sterling		
Epargne brute <sup>3</sup>	1962	3.397 <sup>4</sup>	1.459	
	1963	3.859 <sup>4</sup>	1.301	
	1964	4.379 <sup>4</sup>	1.576	
Investissement brut	1962	2.815	1.951	
	1963	2.946	2.118	
	1964	3.707	2.622	
Excédent ou déficit (-) financier . . .	1962	582	- 492	90
	1963	913	- 817	96
	1964	672	-1.046	- 374

<sup>1</sup> Y compris les industries nationalisées. <sup>2</sup> Un chiffre positif courant à l'égard du reste du monde indique un excédent au titre des biens et des services. <sup>3</sup> Chiffres comprenant les transferts nets en capital et ajustés pour tenir compte de l'augmentation de valeur des stocks. <sup>4</sup> Y compris le poste «écarts statistiques» de la comptabilité nationale.

Le déficit de la balance des paiements, accompagné d'une forte demande intérieure émanant du secteur privé et du secteur public, appelle un renforcement de la rigueur monétaire et budgétaire plus conforme à l'orthodoxie. Toutefois, la solution adoptée s'est quelque peu écartée des principes traditionnels. Depuis le projet de budget d'avril 1963, la politique a eu constamment pour objectif d'accroître la part de l'investissement fixe par rapport au produit national et, tout en maintenant l'expansion, de préparer le renforcement du sterling à plus longue échéance. Le projet de budget présenté en avril 1965 comporte des mesures sélectives destinées

à limiter les sorties de capitaux et à dégager de plus larges possibilités de développement des exportations en restreignant la consommation sans sacrifier les perspectives d'accroissement des investissements du secteur public. C'est ainsi que l'augmentation de l'excédent de recettes ordinaires, prévue pour l'année financière 1965/66, sera plus que compensée par une expansion des prêts du Trésor, dont bénéficieront principalement les industries nationalisées et les collectivités locales. On estime que les besoins d'emprunt passeront de £386 millions en 1964/65 à £724 millions en 1965/66. Toutefois, il faut tenir compte du fait que cet accroissement doit être contrebalancé, à concurrence de £130 millions, par une réduction des emprunts des collectivités locales au marché financier, et il convient également de considérer que les recettes extra-budgétaires seront renforcées d'une centaine de millions de livres, principalement en raison d'un accroissement des entrées nettes au Fonds National d'Assurances. L'élargissement des besoins d'emprunt est certes

bien moindre en réalité qu'en apparence, mais il n'en demeure pas moins significatif. Les autorités espèrent couvrir une fraction appréciable des besoins financiers de l'Echiquier grâce à la nouvelle augmentation de la dette non négociable, à l'émission de billets, etc. De plus, la persistance d'un déficit extérieur, en diminution il est vrai, et le récent appel de versements aux comptes spéciaux, permettront d'obtenir un supplément de ressources en sterling. Les autorités prévoient, dans ces conditions, que les placements dans le public de valeurs du Trésor négociables atteindront un volume assez modeste.

Les avances des « clearing banks », après s'être notablement ralenties au cours des premiers mois de 1965, se sont de nouveau accélérées au printemps. Les autorités ont rapidement réagi en imposant de nouvelles restrictions de crédit. Le 29 avril, la Banque d'Angleterre a procédé à un appel de dépôts spéciaux s'élevant à 1% des dépôts des banques de clearing londoniennes et à ½% de ceux des banques écossaises, ce qui représente au total l'équivalent d'environ £95 millions. Une semaine plus tard, elle adressait aux banques une directive au sujet des modalités d'application de la politique de restriction accrue des crédits. Les « clearing banks » ont été invitées à ne pas accroître de plus de 5% le total de leurs avances au secteur privé au cours de la période de douze mois se terminant en mars 1966 et à faire preuve d'une modération comparable à l'occasion de l'escompte d'effets commerciaux. Des demandes analogues ont été adressées aux principaux autres établissements bancaires et financiers. Ultérieurement, le 3 juin, le taux d'escompte officiel a été abaissé de 7 à 6%, et les conditions des ventes à crédit ont été rendues plus difficiles grâce à un relèvement de 5 points du pourcentage du versement initial minimum.

Malgré les restrictions apportées au crédit au secteur privé, les demandes de crédit du secteur public continuent de grever lourdement le mécanisme monétaire. A ce propos, toutefois, le projet de nationalisation de l'industrie de l'acier ne pose pas, dans l'immédiat, de problèmes pour le marché des fonds d'Etat, car on ne s'attend pas que les opérations de financement commencent avant un an au moins. Plus importante sera, du point de vue monétaire, la question de savoir dans quelle mesure le déficit budgétaire sera financé au cours des mois à venir par des moyens non monétaires, notamment par des ventes au public de titres d'Etat à long terme.

*Etats-Unis.* Pendant toute l'année 1964, les autorités monétaires se sont efforcées d'appuyer l'accroissement de la demande sans provoquer d'inflation. Pour atteindre cet objectif, elles ont considéré qu'il fallait maintenir un large accès au crédit sur la base d'une stabilité relative des taux d'intérêt à long terme. La situation générale était caractérisée par la persistance d'une stabilité remarquable des charges salariales par unité produite et des prix de gros. En outre, le



chômage était encore trop élevé, les dépenses du gouvernement fédéral augmentaient lentement et la demande de logements donnait quelques signes de faiblesse. Une politique systématique de restriction du crédit à l'économie interne et de relèvement des taux d'intérêt à long terme comportait donc aux yeux des autorités le risque d'arrêter l'expansion. Mais, plus récemment, la demande continuant d'être vive, elles ont amorcé un resserrement du crédit.

La politique de large aisance appliquée presque sans interruption, à part quelques modifications récentes, depuis la récession de 1960, a revêtu plusieurs formes. En ce qui concerne le crédit bancaire, le taux des avances aux emprunteurs de premier ordre est resté constamment au niveau de 4½% auquel il avait été abaissé en août 1960. En outre, tout en favorisant pour des raisons d'ordre extérieur la hausse des taux d'intérêt à court terme, les autorités se sont efforcées, principalement par des interventions sur le marché libre et des opérations de gestion de la dette fédérale, de contenir la hausse des taux d'intérêt à long terme, de façon à encourager les investissements. Le Trésor a donc financé une importante fraction du déficit budgétaire par l'émission de valeurs à court terme et les autorités de la Federal Reserve ont aidé les banques à développer leurs opérations de crédit en leur fournissant les réserves nécessaires à cette fin, en partie par l'achat de valeurs fédérales à long terme.

Le déficit de la balance des paiements provoqué principalement ces dernières années par des sorties massives de capitaux est, à lui seul, une preuve éclatante du libéralisme excessif de la politique du crédit. L'opinion est toutefois divisée sur le point de savoir comment les événements se sont déroulés en pratique. Les sociétés et les banques sont les premières en cause à cet égard puisqu'elles sont directement à l'origine de la majorité des sorties de capitaux. Pour les sociétés, les données du tableau ci-après fournissent, semble-t-il, quelques précisions sur le cours des événements.

On est frappé de constater que si les investissements bruts en capital fixe des sociétés ont dépassé leur épargne brute de \$4,6 milliards par an en moyenne entre 1952 et 1957, les sociétés ont pu, sur la base de ce calcul global, couvrir entièrement leurs investissements de 1958 à 1964 à l'aide de leurs ressources propres. Pourtant, alors qu'au cours de la première période les sociétés ont emprunté aux marchés du crédit et des valeurs mobilières à revenu variable \$9,5 milliards en moyenne par an, ces appels ont atteint une moyenne annuelle de \$12,8 milliards entre 1958 et 1964. En faisant un rapprochement avec la période précédente, on constate que ces emprunts ont eu pour contrepartie une expansion bien plus accentuée des investissements à l'étranger, des crédits à la clientèle intérieure et des avoirs liquides. Bien qu'il faille tenir compte de la croissance de l'économie, ces chiffres indiquent

Etats-Unis: Origines et utilisations principales des capitaux fournis aux sociétés<sup>1</sup>.

Années ou moyennes annuelles	Principales sources extérieures de financement				Utilisations			
	Actions et obligations	Emprunts hypothécaires	Crédits bancaires et autres	Total fourni par les marchés du crédit et des valeurs mobilières	Excédent de l'investissement propre sur l'épargne propre	Avoirs liquides	Montant net des crédits commerciaux et autres crédits <sup>2</sup>	Créances sur l'étranger et créances diverses <sup>3</sup>
en milliards de dollars E. U.								
1952-57	6,1	1,4	2,2	9,5	4,6	0,3	2,1	1,4
1958	8,0	2,5	0,6	11,0	- 1,3	2,4	3,9	1,5
1959	5,3	2,5	4,4	12,1	- 1,1	2,4	5,3	1,9
1960	5,3	2,2	2,8	10,4	1,8	- 2,4	5,2	3,4
1961	7,3	3,5	1,0	11,7	- 0,7	2,7	4,3	4,6
1962	5,2	5,4	3,6	14,3	0,6	3,6	5,7	2,9
1963	3,4	6,2	3,9	13,6	0,4	1,8	3,4	6,1
1964	5,4	5,7	5,3	16,4	- 0,1	2,3	5,0	6,0
1958-64	5,7	4,0	3,1	12,8	- 0,1	1,8	4,7	3,8

<sup>1</sup> Sociétés à vocation non financière seulement. <sup>2</sup> Crédit à la consommation et effets financiers. <sup>3</sup> Ces données comprennent non seulement les investissements à l'étranger et les avoirs en devises des sociétés, mais également certains avoirs intérieurs courants non affectés à d'autres postes.

Source: Comptes du Federal Reserve System enregistrant les flux de fonds.

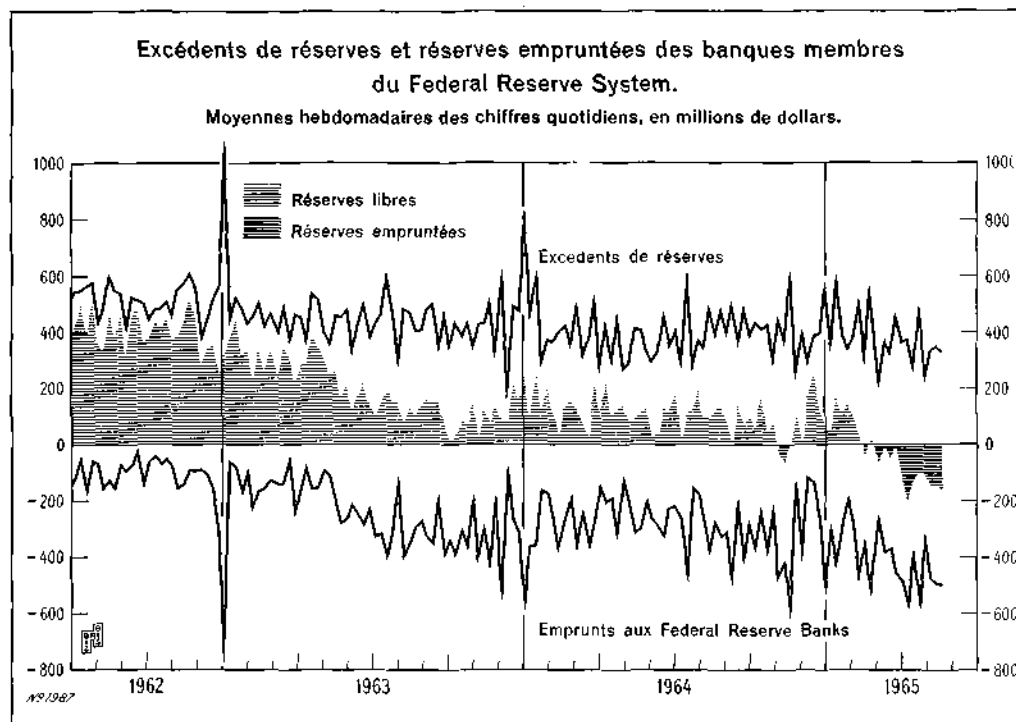
que l'abondance du crédit a plutôt provoqué un gonflement du volume des créances financières des sociétés (y compris leurs investissements directs à l'étranger) qu'une accélération de leurs investissements en biens réels de toute nature dans le pays.

La situation a évolué parallèlement du côté des banques. Les prêts et les investissements des banques commerciales, qui s'étaient accrus de \$6,5 milliards par an entre 1952 et 1957, ont progressé en moyenne de \$15 milliards de 1958 à 1964. Cette expansion a été facilitée en partie par une révision en hausse des taux d'intérêt servis sur les dépôts à préavis. Ce relèvement, justifié dans une large mesure par la position financière extérieure des Etats-Unis, a toutefois permis aux banques d'offrir aux déposants des conditions plus en harmonie avec celles des autres organismes financiers qui les concurrencent sur le plan intérieur. Mais l'expansion a été également due à l'apport constant de liquidités au système bancaire en liaison avec les opérations de gestion de la dette et les interventions des autorités monétaires sur le marché libre. L'augmentation des encours des banques a été constamment appuyée, en effet, par des interventions officielles visant à reconstituer les réserves et à les augmenter. Dans le cadre de leur activité de prêt, les banques ont, de plus en plus, cherché hors des Etats-Unis des emplois rémunérateurs pour leurs ressources de sorte que, pour la seule année 1964, leurs encours envers l'étranger se sont accrus de plus de \$2 milliards, chiffre record. La trop large aisance de la politique de crédit se traduit également, dit-on, par un fléchissement de la qualité des encours.

Pendant la majeure partie de 1964, la politique du crédit a suivi dans ses grandes lignes celle tracée au cours de l'été de l'année précédente. En juillet 1963, au moment de l'entrée en vigueur de la taxe de péréquation de l'intérêt, le taux de l'escompte a été relevé de 3 à 3½% et le taux maximum de rémunération des dépôts à préavis de 90 jours ou plus a été porté à 4%. En outre, les autorités ont commencé de fournir des réserves avec un peu plus de parcimonie, de sorte que le volume moyen des réserves libres a fléchi à \$100 millions environ. A part de courtes périodes de plus forte contraction, les réserves libres se sont maintenues autour de ce chiffre en 1964, même après que les autorités, sous l'impulsion du relèvement du taux de l'escompte officiel à 7% en Grande-Bretagne le 23 novembre, eurent décidé, le lendemain, de porter le leur à 4%. En même temps, les taux maxima autorisés par la « Regulation Q » pour la rémunération des dépôts à terme et d'épargne ont été relevés de 1 à 4% pour les dépôts à moins de 90 jours, de 4 à 4½% pour ceux à plus de 90 jours et de 3½ à 4% pour les dépôts d'épargne à moins d'un an. Au moment du relèvement du taux d'escompte, les autorités monétaires des Etats-Unis ont souligné que cette mesure était exclusivement motivée par des considérations d'ordre externe et qu'elle n'impliquait aucun changement en profondeur des conditions générales d'accès au crédit. Selon le désir des autorités, les banques ont maintenu à 4½% le taux de leurs prêts aux emprunteurs de premier ordre.

La détérioration de la balance des paiements au cours du quatrième trimestre et les lourdes pertes d'or subies pendant les premiers mois de 1965 ont placé les autorités devant une série de nouvelles et graves difficultés. Leur parade a consisté, au lieu d'essayer de provoquer une hausse des taux dans le compartiment à long terme, à faire appel à des mesures sélectives: fixation d'un plafond à l'expansion des encours des banques envers l'étranger; prorogation et élargissement du champ d'application de la taxe de péréquation de l'intérêt; mise en route par les entreprises industrielles et commerciales d'un programme de caractère volontaire en vue d'améliorer la situation individuelle de leurs paiements avec l'étranger (voir pages 9 et 10). Néanmoins, pour appuyer l'effet de ces mesures, les autorités de la Federal Reserve ont commencé à se montrer moins libérales dans le renforcement des réserves, obligeant les banques à faire davantage appel au crédit des Federal Reserve Banks et à maintenir, depuis quelques semaines, à environ \$100 à \$150 millions la position de leurs réserves nettes empruntées. Les taux d'intérêt à long terme sont restés à peu près au même niveau qu'un an auparavant.

Malgré ces mesures de caractère administratif visant à limiter les sorties de capitaux, la question demeure posée de savoir si l'on ne parviendrait pas mieux aux résultats recherchés en relevant les taux d'intérêt à long terme. En un sens, on comprend que les Etats-Unis hésitent à faire monter les taux à long terme tant que la pression des demandes ne revêt pas un caractère excessif. Les décisions



d'investissement de la presque totalité de l'industrie et de la branche construction de logements étant prises par des particuliers, une élévation des taux d'intérêt, considérée isolément, devrait normalement exercer des répercussions défavorables sur les investissements et, à fortiori, sur la demande globale. Toutefois, les allègements fiscaux accordés l'an dernier ont démontré d'une manière assez convaincante que l'investissement fixe est beaucoup plus sensible à un essor de la demande et à une amélioration des bénéfices des entreprises qu'à une création de liquidités à des taux d'intérêt peu élevés. En soutenant l'expansion de la demande intérieure sans inflation, la politique budgétaire, la politique fiscale et la politique de dépenses du gouvernement fédéral présentent, par rapport à la politique monétaire, l'avantage d'exercer un effet plus certain sur le volume des dépenses globales. En revanche, les taux d'intérêt ont une action relativement plus efficace sur les divers circuits, tant intérieurs qu'internationaux, par lesquels s'effectuent les mouvements de capitaux. Combiné avec une politique budgétaire appliquée en permanence avec souplesse, un relèvement des taux d'intérêt à long terme n'entrave pas nécessairement la croissance de l'économie interne. A la vérité, en raison de la contribution de ce relèvement à l'amélioration de l'équilibre externe, le mouvement de croissance de l'économie intérieure reposerait sur des bases plus saines.

*France.* Le but essentiel du plan de stabilisation, tel qu'il ressort de sa version améliorée de 1964, était de mettre un terme à l'inflation et d'éviter l'apparition d'un déficit des paiements courants. Bien que les réserves monétaires se soient encore sensiblement renforcées, ce mouvement n'a pas été interprété comme reflétant l'existence d'un conflit entre les objectifs de politique économique intérieure et extérieure. Il était plutôt dû, estimait-on, à l'amélioration de la position des territoires d'outre-mer membres de la zone franc et à des entrées de capitaux à long terme sous l'impulsion de décisions de politique économique prises à l'étranger. Toutefois, sur le plan intérieur, l'inflation des salaires et des prix a continué de poser un problème délicat. En attendant que l'opinion adhère plus largement à une politique des revenus (appliquée jusqu'à présent dans le seul secteur public), le principal moyen utilisé pour combattre l'inflation des coûts, en dehors des contrôles directs des prix, a consisté à restreindre la demande; celle-ci a, en conséquence, ralenti sa progression au cours de l'année 1964, tandis que les investissements des sociétés du secteur privé avaient tendance à plafonner.

La politique budgétaire n'a pas eu seulement pour objet de restreindre la demande; elle avait un aspect plus positif, puisqu'elle visait à favoriser l'épargne nationale en vue de réaliser les investissements prévus dans le cinquième plan. En 1964, des résultats appréciables ont été obtenus dans ce domaine, essentiellement grâce à la compression des dépenses publiques. Le déficit global du budget, qui devait, selon les prévisions, être ramené de près de FF 7 milliards en 1963 à FF 4,7 milliards en 1964, a été presque éliminé en pratique, mais en partie à la suite de la mise hors budget de certaines dépenses. Aussi le Trésor, qui avait émis un emprunt public d'un montant de FF 1,5 milliard en mars 1964, a-t-il pu renoncer à son intention de procéder à une seconde émission en automne. Les moyens obtenus par le Trésor auprès de ses correspondants et des autres sources auxquelles il a l'habitude de s'adresser, augmentés du produit de l'emprunt public, ont été largement supérieurs, en 1964, à ses besoins d'emprunt, d'ailleurs limités. Aussi les autorités ont-elles ramené de 15 à 7½%, en trois étapes, au cours de l'année, le « plancher » des certificats de trésorerie retenus dans le calcul du coefficient de réserves liquides obligatoires des banques (« coefficient de trésorerie »). Parallèlement à la diminution de leur portefeuille minimum de certificats, les banques ont légèrement accru leur portefeuille de bons du Trésor qu'elles souscrivent volontairement aux adjudications. Au total, le Trésor a réduit son endettement envers le système bancaire de FF 240 millions en 1964, après l'avoir accru de FF 3,8 milliards en 1963.

La politique de crédit suivie en 1964 a eu, elle aussi, pour but de freiner la demande. Le taux maximum d'expansion des crédits bancaires à l'économie, qui avait été ramené de 12 à 10% en septembre 1963, n'a pas été modifié depuis. D'ailleurs, cette limite a été étroitement respectée puisque les crédits à l'économie

se sont accrus de FF 11 milliards en 1964 pour atteindre un total de FF 109,3 milliards. Cette expansion a été particulièrement accentuée dans le compartiment des crédits à moyen terme qui ont augmenté de FF 2,02 milliards, en raison d'une diminution de FF 640 millions du portefeuille d'effets à moyen terme de la Banque de France et d'un gonflement de FF 2,66 milliards du portefeuille moyen terme des banques. Ce mouvement a été facilité, à son tour, par la réduction du « plancher » de certificats de trésorerie. Etant donné que les autres composantes du coefficient de trésorerie comprennent essentiellement des effets représentatifs de crédits à moyen terme, qui seraient autrement admis au réescompte, l'abaissement du plancher des certificats a par conséquent amené les banques à nourrir une fraction plus importante de leur portefeuille de cette catégorie d'effets. En plus de la limite globale de 10% à l'expansion des encours, à l'intérieur de laquelle les banques ont été invitées à donner la priorité aux demandes destinées à financer les crédits à l'exportation et les investissements productifs, les crédits spéciaux à moyen terme mobilisables destinés à financer la construction ont été plafonnés. Cette mesure a pour but de limiter l'octroi de prêts de cette catégorie et de les remplacer par des prêts directs à long terme.

Les avoirs nets à l'étranger du système bancaire se sont accrus en 1964 de FF 3,80 milliards, apportant presque la même contribution à la formation intérieure de liquidités qu'en 1963 (FF 4,16 milliards). Toutefois, grâce aux compressions budgétaires et aux mesures de restriction du crédit, l'augmentation totale des engagements monétaires et quasi monétaires du système bancaire en 1964 a été de 9% seulement contre un peu moins de 14% en 1963 et plus de 18% en 1962.

D'autres mesures, favorisées en partie par l'amélioration de la situation budgétaire, ont été prises pour encourager l'épargne des particuliers et restreindre la consommation. En janvier, la limite maxima des dépôts individuels dans les caisses d'épargne a été portée de FF 10.000 à FF 15.000. Le même mois, le Trésor a réduit le taux des bons à intérêt progressif, dont le degré de liquidité était élevé en raison de la possibilité pour les porteurs de demander le remboursement à vue, et, en octobre, il a cessé d'émettre des titres de cette catégorie. En novembre, il a également réduit le taux des bons de trois à cinq ans. Ces mesures ont provoqué une forte augmentation des dépôts dans les caisses d'épargne (FF 8,6 milliards en 1964, contre FF 5,5 milliards seulement en 1963). Cette évolution a permis à la Caisse des Dépôts et Consignations, qui centralise une grande partie des fonds déposés dans les caisses d'épargne, de développer l'an dernier son activité dans le compartiment des prêts à long terme. En outre, les dépôts à terme auprès des banques ont progressé de FF 2,6 milliards, contre FF 700 millions l'année précédente. Dans l'ensemble, l'épargne liquide, y compris les dépôts bancaires à terme, a augmenté de 14,6% en 1964, soit une amélioration appréciable par rapport à 1963 (11,4%).

Au total, l'épargne des ménages a fait de remarquables progrès en 1964. En revanche, l'acquisition d'instruments à long terme du marché financier s'est maintenue à peu près au même niveau que l'année précédente. Cette stabilité tient en partie au fait que les perspectives de bénéfices des entreprises ne sont pas favorables et que la préférence pour la liquidité n'a pas diminué. D'autre part, une importante fraction de l'épargne à long terme a été investie l'an dernier dans la construction ou l'acquisition de logements (+ 20% par rapport à l'année précédente). Au début de 1965, de nouveaux efforts ont été faits pour attirer davantage l'épargne vers le marché financier. En janvier, en vue de créer un marché des titres hypothécaires, les établissements de crédit ont été autorisés à céder ces titres à des compagnies d'assurances et à des caisses de retraites. En mars, dans le cadre d'un projet de loi portant réforme de l'impôt sur les sociétés, le gouvernement a manifesté l'intention d'accroître de 25% le rendement effectif des valeurs à revenu variable à partir de 1966 en accordant aux résidents un crédit d'impôt sur les dividendes encaissés.

Au printemps de 1964, à la suite de l'émission de l'emprunt public du Trésor et des lourdes échéances fiscales, la situation du marché monétaire et celle du marché financier se sont notablement tendues. Pour atténuer cette tension, notamment en vue d'éviter des entrées de capitaux de l'étranger, les autorités ont abaissé temporairement le coefficient de trésorerie. Mais, en même temps, afin de limiter le recours au crédit de la banque centrale, elles ont porté de 6 à 7½% le taux des escomptes en pension B («super-enfer»). A partir de juin 1964, en fait, les autorités ont commencé d'utiliser le coefficient de trésorerie, qui était resté à 36% depuis mai 1963, comme instrument de régularisation du marché monétaire. Elles l'ont modifié à cinq reprises entre juin et décembre, l'abaissant jusqu'à 33%, mais en janvier, elles l'ont rétabli à son niveau primitif.

Tout au long de l'année 1964 et au début de 1965, le taux d'escompte officiel a été maintenu à 4%. Complétant l'action de la politique de rigueur budgétaire, la politique monétaire a réussi progressivement à ralentir la hausse des prix et des salaires, non sans une certaine stagnation des investissements dans le secteur privé. En janvier 1965, les autorités ont ramené de 3,75 à 3,60% le taux de base servant aux banques à fixer les taux d'intérêt appliqués à leurs clients (ce taux, appelé «taux T», était lié jusqu'alors au taux de l'escompte). Ultérieurement, le 8 avril, le taux d'escompte officiel lui-même a été ramené à 3½% et le taux du «super-enfer» rétabli à 6%. Au cours de ce même mois, en prévision de tensions saisonnières sur le marché monétaire, le coefficient de trésorerie a été de nouveau temporairement abaissé. Enfin, à la fin du mois d'avril, le taux «T» a été réduit à 3,35%. Bien que ces mesures se traduisent par une diminution du coût des emprunts et par une certaine stabilisation du marché monétaire, les objectifs fondamentaux de la

politique n'ont guère changé. C'est ainsi par exemple que le budget sera à peu près équilibré en 1965, et que des limitations d'ordre quantitatif continueront d'être apportées à l'expansion des crédits bancaires. Le contrôle direct des prix est toujours considéré comme une nécessité, mais les autorités s'orientent, depuis quelque temps, vers la mise au point d'arrangements plus souples dans ce domaine.

*Italie.* A partir de 1962 environ, la politique des autorités a été confrontée à deux objectifs opposés. Il s'agissait, en effet, d'assurer la stabilité des prix et l'équilibre de la balance des paiements, tout en favorisant l'expansion de l'économie. Cette opposition est née du fait que les salaires des travailleurs, après avoir suivi pendant nombre d'années une évolution à peu près parallèle à celle de leur productivité horaire, se sont mis à progresser beaucoup plus rapidement. Ce mouvement, considéré d'abord comme un aménagement de structure, tendant à assurer aux travailleurs une plus juste part du revenu national, a pris une ampleur excessive, ce qui a provoqué un déficit de la balance des paiements à la fin de 1962. Durant l'été 1963, le déficit ayant pris entre-temps de graves proportions, les autorités ont commencé à intervenir avec énergie en vue de rétablir l'équilibre extérieur; elles ont d'abord resserré le crédit et renforcé ultérieurement leur action par des mesures fiscales. Ces dispositions, rendues plus efficaces par l'évolution favorable du commerce mondial, ont déterminé un revirement spectaculaire de la situation financière extérieure, qui est devenue largement excédentaire à partir du printemps de 1964. Toutefois, faute de modération sur le plan des salaires, il n'a pas été possible d'éviter un ralentissement sensible des investissements dans l'industrie et dans la construction de logements.

Dans le courant de l'année 1964, la situation extérieure s'étant améliorée, les autorités ont été mieux en mesure de stimuler l'économie. Dans le domaine monétaire, la position de liquidité des institutions de crédit s'est améliorée peu à peu, parallèlement à l'apparition d'un excédent dans la balance des paiements au cours du printemps. Les opérations du Trésor ont également apporté une contribution notable à la liquidité bancaire en 1964 — environ de la même importance, en fait, qu'en 1963. Bien que le déficit du budget ordinaire ait été sensiblement plus faible en 1964, le Trésor a fourni des moyens financiers beaucoup plus abondants aux collectivités locales et aux institutions et entreprises semi-publiques. Au total, les entrées de devises et les opérations de financement du Trésor ont fourni aux banques environ LIT 1.100 milliards de fonds liquides, ce qui a été plus que suffisant pour compenser la ponction de LIT 875 milliards opérée sur la liquidité des banques en liaison avec l'accroissement normal de leurs réserves obligatoires et des avoirs monétaires du public. Toutefois, les autorités ont pris en outre des mesures dont l'objet direct consistait à accroître la liquidité bancaire, tout en



atténuant la pression exercée sur le marché financier et en soutenant l'investissement. C'est ainsi que, dans le courant de l'automne, elles ont modifié les règles relatives à la composition des réserves obligatoires en ce qui concerne l'Office central des caisses d'épargne; elles ont autorisé cet organisme à acquérir, pour compléter ces réserves, des obligations à long terme émises par l'Etat et par les établissements semi-publics. En outre, la Banque d'Italie a acheté sur le marché libre des titres à long terme, représentant sur l'ensemble de l'année un montant appréciable. Ces deux procédés ont permis d'accroître d'environ LIT 400 milliards les liquidités des établissements de crédit en 1964, ce qui a aidé les banques à réduire sensiblement, dans le courant de l'année, leur endettement net à l'égard de l'étranger ainsi qu'envers la Banque d'Italie, et aussi à renforcer leur portefeuille d'effets du Trésor pour le porter au-dessus du plancher légal.

Bien que le crédit soit devenu de plus en plus facile à obtenir, la demande de prêts bancaires émanant de l'économie est restée bien faible. La raison en était surtout que les milieux d'affaires continuaient d'envisager l'avenir avec un pessimisme motivé lui-même par l'amenuisement graduel des marges bénéficiaires au cours des dernières années. Il est impossible de déterminer avec exactitude l'importance de cette diminution, mais le fait que la part des salariés dans le revenu national est passée d'à peine plus de 52% en 1961 à près de 60% en 1964 fournit du moins une indication à ce sujet. Toujours est-il que le volume total des prêts des établissements de crédit n'a augmenté que de 3% l'an dernier, alors qu'il avait progressé de 21% en 1963 et de près de 24% en 1962. Le taux d'accroissement global enregistré en 1964 masque une divergence entre l'évolution des prêts à court terme, qui ont eu tendance à plafonner, et celle des prêts à moyen et à long terme, dont la progression a continué d'être assez soutenue. En outre, les banques ont renforcé l'an dernier leur portefeuille d'obligations à long terme d'institutions spécialisées et autres d'environ LIT 460 milliards, soit de 24%, comme en 1963.

Dans ces conditions, il a fallu recourir de plus en plus aux mesures budgétaires en 1964 pour stimuler plus activement l'économie. Toutefois, étant donné que les revenus avaient augmenté plus ou moins aux dépens de l'épargne des entreprises, ces mesures ont eu généralement pour objet de restreindre la consommation et de stimuler les investissements tant dans le secteur privé que dans le secteur public. En août, le gouvernement a décidé d'assumer le financement de certaines prestations de sécurité sociale; la charge supportée à ce titre par les employeurs entre cette époque et la fin de l'année a été ainsi allégée de LIT 70 milliards. Dans le projet de budget présenté en septembre pour l'exercice 1965, il a été prévu, conformément aux recommandations de la C.E.E., que l'augmentation des dépenses globales ne dépasserait pas 5%. Toutefois, dans le cadre de cette augmentation totale, le projet prévoit une extension de 11% des investissements «de caractère productif

**Modifications des taux d'escompte officiels depuis 1962.**

Pays et date de modification	Taux d'escompte officiel	Pays et date de modification	Taux d'escompte officiel	Pays et date de modification	Taux d'escompte officiel
	en %		en %		en %
<b>Allemagne</b>		<b>Etats-Unis</b>		<b>Japon</b>	
5 mai 1961 . . . . .	3	12 août 1960 . . . . .	3	29 septembre 1961 . . . . .	7,30
22 janvier 1965 . . . . .	3½	17 juillet 1963 . . . . .	3½	27 octobre 1962 . . . . .	6,93
		24 novembre 1964 . . . . .	4	27 novembre 1962 . . . . .	6,57
<b>Autriche</b>				20 mars 1963 . . . . .	6,21
17 mars 1960 . . . . .	5	<b>Finlande<sup>2</sup></b>		20 avril 1963 . . . . .	5,84
27 juin 1963 . . . . .	4½	1 <sup>er</sup> avril 1959 . . . . .	6%	18 mars 1964 . . . . .	6,57
		30 mars 1962 . . . . .	8	9 janvier 1965 . . . . .	6,205
		28 avril 1962 . . . . .	7	3 avril 1965 . . . . .	5,84
<b>Belgique</b>				<b>Pays-Bas</b>	
28 décembre 1961 . . . . .	4½	<b>France</b>		16 novembre 1959 . . . . .	3½
18 janvier 1962 . . . . .	4¼	6 octobre 1960 . . . . .	3½	25 avril 1962 . . . . .	4
22 mars 1962 . . . . .	4	14 novembre 1963 . . . . .	4	8 janvier 1963 . . . . .	3½
9 août 1962 . . . . .	3¾	8 avril 1965 . . . . .	3½	6 janvier 1964 . . . . .	4
6 décembre 1962 . . . . .	3½			4 juin 1964 . . . . .	4½
18 juillet 1963 . . . . .	4	<b>Grande-Bretagne</b>			
31 octobre 1963 . . . . .	4¼	2 novembre 1961 . . . . .	6	<b>Suède</b>	
3 juillet 1964 . . . . .	4¼	8 mars 1962 . . . . .	5½	15 janvier 1960 . . . . .	5
<b>Canada</b>		22 mars 1962 . . . . .	5	6 avril 1962 . . . . .	4½
24 juin 1962 <sup>1</sup> . . . . .	6	26 avril 1962 . . . . .	4½	8 juin 1962 . . . . .	4
7 septembre 1962 . . . . .	5½	3 janvier 1963 . . . . .	4	18 janvier 1963 . . . . .	3½
12 octobre 1962 . . . . .	5	27 février 1964 . . . . .	5	14 juin 1963 . . . . .	4
13 novembre 1962 . . . . .	4	23 novembre 1964 . . . . .	7	31 janvier 1964 . . . . .	4½
6 mai 1963 . . . . .	3½	3 juin 1965 . . . . .	6	6 novembre 1964 . . . . .	5
12 août 1963 . . . . .	4			9 avril 1965 . . . . .	5½
24 novembre 1964 . . . . .	4¾	<b>Grèce</b>			
		1 <sup>er</sup> novembre 1960 . . . . .	6	<b>Suisse</b>	
<b>Danemark</b>		17 janvier 1963 . . . . .	5½	26 février 1959 . . . . .	2
23 mai 1961 . . . . .	6½			3 juillet 1964 . . . . .	2½
19 août 1963 . . . . .	6	<b>Islande</b>			
13 novembre 1963 . . . . .	5½	29 décembre 1960 . . . . .	9		
11 juin 1964 . . . . .	6½	1 <sup>er</sup> janvier 1965 . . . . .	8		

<sup>1</sup> 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. <sup>2</sup> Taux de réescompte de base.

et social ». En revanche, pour ranimer la demande dans certaines branches d'activité en perte de vitesse, le gouvernement a supprimé, ultérieurement, la taxe spéciale d'achat sur les voitures automobiles, instituée précédemment comme mesure d'urgence, ainsi que les restrictions imposées à la vente à crédit de certains biens de consommation durables.

Le rendement moyen des fonds d'Etat à long terme, qui s'établissait à 4,88 % à la fin de 1962, a continué de s'élever jusqu'en juin 1964, atteignant alors 6,05 %. Au cours de ces dix-huit mois, le rendement des obligations industrielles est passé de 6,11 à 8,57 %. La préférence manifestée pour les avoirs liquides a exercé une influence croissante sur cette évolution dans ses dernières phases, mais à partir du milieu de l'année environ, la demande de valeurs a quelque peu repris et les taux d'intérêt ont baissé. Pour l'ensemble de l'année 1964, le volume des émissions de titres sur le marché financier a été plus élevé qu'en 1963, notamment par suite d'une

progression marquée des émissions d'obligations d'entreprises industrielles semi-publiques et d'une reprise des émissions d'actions, qui avaient été très faibles en 1963.

Pendant les premiers mois de 1965, la demande de crédit est restée peu active, le rapport entre les prêts accordés et les dépôts reçus par les établissements de crédit tombant en février à 74,7%, niveau le plus bas depuis le début de 1963. En mars, le rendement moyen des fonds d'Etat à long terme s'est établi à 5,35% et celui des obligations industrielles à 7,30%. Au cours de ces mois, les efforts visant à stimuler les investissements ont été intensifiés. En janvier, le gouvernement a approuvé la création d'un fonds spécial doté de LIT 100 milliards, en vue d'aider les entreprises industrielles de petite et moyenne dimension. Il a également décidé de maintenir en activité la «Cassa per il Mezzogiorno», qui distribuera au cours des cinq années à venir un total de LIT 1.700 milliards pour la mise en valeur du Sud de l'Italie. En mars, le gouvernement a encore pris une série de mesures visant à relancer l'économie et prévoyant entre autres choses le financement d'un programme plus vaste de travaux publics, de construction d'habitations à loyers modérés et d'autoroutes, l'octroi aux entreprises d'importance relativement réduite de facilités de crédit à moyen terme pour l'achat de biens d'équipement et des allègements fiscaux en faveur de la construction de logements. En outre, les cotisations des employeurs à la sécurité sociale ont été réduites de l'équivalent de LIT 127 milliards pour les douze mois suivants.

*Pays-Bas.* L'an dernier, l'évolution de la situation économique et la politique suivie ont fortement subi l'influence des augmentations de salaires exceptionnellement importantes accordées à la suite des négociations de l'automne 1963. Déjà à cette époque, en prévision des tensions qui s'annonçaient, la politique budgétaire est devenue plus restrictive, le gouvernement a émis un emprunt public pour un montant supérieur aux besoins du Trésor et une nouvelle réglementation des prix a été mise en vigueur. En outre, un plafond a été imposé de nouveau à l'expansion des crédits bancaires et ultérieurement, en janvier 1964, le taux d'escompte officiel a été porté de 3½ à 4%. En pratique, l'augmentation moyenne des salaires en 1964 s'est établie à 17%, tandis que les prix ont monté d'environ 6%, pourcentage correspondant à peu près aux prévisions. Ainsi qu'on s'y attendait plus ou moins, le rythme des importations s'est fortement accéléré au début de 1964, contribuant à provoquer un important déficit de paiements pour les six premiers mois de l'année. Toutefois, ce changement a été dû semble-t-il moins à l'expansion de la consommation, qui a atteint en termes réels 6% l'an dernier, qu'à l'accroissement marqué – et probablement en partie provoqué – de l'investissement en capital fixe du secteur privé et de la constitution de stocks.

Une accélération notable des investissements du gouvernement central et des collectivités locales s'est superposée à ce mouvement et a contribué en 1964 à faire progresser d'environ 27 %, en termes monétaires, le montant brut des investissements à l'intérieur du pays.

La politique appliquée l'an dernier s'est inspirée du principe qu'au point de vue monétaire, les opérations du secteur public devaient revêtir un caractère neutre, c'est-à-dire que ce secteur devait s'abstenir de procéder par son action à une création de moyens liquides. Le gouvernement central a observé ce principe. Bien que ses besoins nets d'emprunt soient passés de FL 310 millions en 1963 à FL 730 millions en 1964, il s'est procuré des ressources un peu supérieures à ce montant en empruntant sur le marché des capitaux. Les collectivités locales se sont comportées différemment. Bien que leur recours au marché des capitaux ait fortement augmenté, passant de FL 1.150 millions en 1963 à FL 1.700 millions en 1964, il a été notablement inférieur à leurs besoins nets d'emprunt, qui sont passés de FL 1.440 à FL 2.210 millions. Elles ont dû par conséquent couvrir leurs besoins, à concurrence d'environ FL 500 millions, en faisant appel au crédit à court terme et en réduisant leurs actifs liquides.

Le plafond d'accroissement du crédit bancaire, bien qu'étant ajusté en fonction des besoins saisonniers, a été fixé à 10 % pour l'ensemble de l'année. En partant de l'hypothèse que le secteur public n'exercerait, sur la situation monétaire, aucun effet dans un sens ou dans l'autre, ce plafond a été calculé de manière à maintenir la création de liquidités à l'intérieur dans les limites de l'expansion probable du produit national exprimé en termes réels. Pour renforcer l'action restrictive, on a laissé le déficit extérieur exercer ses effets de contraction sur la liquidité bancaire, de manière à inciter les banques à effectuer des prélèvements sur leurs avoirs de caractère monétaire constitués à l'étranger.

En fait, le crédit bancaire à court terme au secteur privé s'est accru l'an dernier de 12 % environ, dépassant ainsi le plafond prescrit et obligeant les banques à effectuer des versements à des comptes non productifs d'intérêt auprès de la banque centrale. En outre, les banques ont accru leurs crédits à moyen terme et leurs créances sous forme de valeurs mobilières de plus de FL 900 millions, soit 23 %. En revanche, l'augmentation des avoirs liquides de l'économie à l'intérieur du pays, y compris les créances à court terme sur le secteur public, n'a pas dépassé 10 %. Cette progression, à peu près égale à celle de 1963 malgré le déficit de la balance des paiements, dépassait la norme fixée par les autorités. Mais en raison des importants ajustements de salaires et de prix et aussi à cause de l'ampleur des opérations d'emprunt à court terme des collectivités locales, on ne pouvait guère éviter une telle expansion de la masse monétaire. En outre, l'accroissement du produit national réel, qui a

atteint 7 ½ % environ, dépassait lui-même sensiblement les prévisions faites à l'origine. Enfin, si l'on considère qu'en valeur nominale, le produit national s'est élevé de 15 %, le degré de contraction des disponibilités monétaires a été assez marqué. En fait, à l'été de 1964, la balance des opérations courantes se rapprochait de nouveau de l'équilibre.

A la suite d'une forte hausse des taux d'intérêt sur le marché monétaire pendant le premier semestre de 1964, la Nederlandsche Bank a porté le taux de l'escompte officiel de 4 à 4 ½ % en juin. Le rendement des fonds d'Etat à long terme, qui s'était accru notablement à la fin de 1963, a lui aussi vivement augmenté vers cette époque, atteignant environ 5,4 % en août, contre 4,3 % seulement à l'automne précédent. Ce niveau a déclenché une vague d'achats des titres pour compte étranger, portant surtout sur des obligations du secteur public, remettant ainsi en question la politique de restriction du crédit, et contribuant à renforcer les réserves officielles. En automne, la balance des opérations courantes elle-même s'est de nouveau soldée par un excédent.

Le montant net des fonds fournis par le marché des capitaux s'est élevé en 1964 à FL 6,4 milliards, ce qui représente une augmentation d'environ 25 % par rapport à 1963. Si les emprunts du secteur public ont progressé de façon substantielle, ceux du secteur privé, principalement sous forme de prêts hypothécaires et d'autres prêts directs, se sont accrus davantage encore. Les investissements étrangers sur le marché néerlandais, bien que d'un montant appréciable, n'ont pas représenté plus du huitième de la progression totale des ressources placées à long terme. Autrement dit, à la suite de la forte augmentation des revenus distribués, la hausse des taux d'intérêt a également exercé un attrait considérable sur les capitaux d'origine intérieure. Au printemps de 1965, les taux de rendement des placements à long terme étaient légèrement en dessous des niveaux atteints l'été dernier.

En 1965, il est toujours nécessaire d'appliquer une politique de modération. L'an dernier, en effet, les charges salariales par unité produite se sont accrues de 10 % et, en 1965, les majorations de salaires qui, selon les prévisions, atteindront en moyenne 9 % au moins, dépasseront de nouveau les gains de productivité. L'évolution satisfaisante des exportations porte à croire que l'ampleur de ces augmentations s'explique en partie par l'alignement du niveau général des salaires sur ceux des autres pays. Toutefois, ces rajustements comportent des limites de plus en plus étroites et ce processus ne doit pas prendre une extension exagérée. La situation se complique encore du fait qu'une réduction des impôts sur le revenu doit entrer partiellement en application au milieu de 1965. Dans ces conditions, les autorités s'efforcent, notamment en surveillant de plus près les opérations de financement des collectivités locales, de s'en tenir dans le secteur public à la règle de la neutralité monétaire. De plus, le

plafond d'expansion du crédit bancaire a été maintenu à 10% pour 1965. L'impression d'ensemble est que de lourdes charges continueront de peser sur la politique monétaire pour donner effet aux mesures restrictives.

*Belgique.* Grâce à une situation budgétaire plus solide et à un marché des capitaux mieux disposé, les finances publiques se sont notablement améliorées l'an dernier en Belgique. Le déficit de FB 3,5 milliards accusé par le budget ordinaire en 1963 a fait place à un excédent de FB 2,5 milliards en 1964. Malgré une certaine aggravation du déficit du budget extraordinaire — due essentiellement au programme de travaux publics mis en œuvre antérieurement —, les besoins financiers nets du Trésor sont tombés de FB 24,5 milliards en 1963 à environ FB 13,5 milliards l'an dernier. En outre, alors qu'en 1963 le Trésor n'avait pas été en mesure de se procurer plus de FB 2,9 milliards sur le marché financier, celui-ci a fourni FB 7,9 milliards en 1964. Ce chiffre résulte d'une part d'emprunts nets à long terme dont le montant n'a pas été inférieur à FB 15,3 milliards, d'autre part, d'une réduction de FB 7,4 milliards de l'endettement à moyen terme. Le marché financier ayant mis l'an dernier davantage de fonds à sa disposition, le Trésor a pu, dans une large mesure, se dispenser d'emprunter à court terme à l'étranger par l'intermédiaire des banques, ce qui lui avait permis en 1963 de faire face à la moitié environ de ses besoins financiers nets.

Au total, le montant net des émissions de valeurs mobilières est passé d'un peu moins de FB 28 milliards en 1963 à plus de FB 35 milliards en 1964, chiffre qui est d'ailleurs encore sensiblement inférieur aux FB 51 milliards atteints en 1962. Les meilleures dispositions dont le marché a fait preuve ont été imputables avant tout à l'attrait exercé par les rendements plus élevés des valeurs à revenu fixe pendant la majeure partie de l'année dernière. Le rendement moyen des emprunts d'Etat à échéances de cinq à vingt ans, par exemple, s'établissait en mars 1964 à environ 5,5%, contre 4,6% approximativement un an auparavant et, pendant le reste de l'année, il s'est élevé jusqu'à 5,7%. En ce qui concerne les obligations émises après décembre 1962, qui avaient été assujetties à l'époque à une taxe précomptée de 15%, le rendement des fonds d'Etat a oscillé entre 6,4 et 6,5% pendant la majeure partie de l'année 1964. A ce propos, un autre élément favorable de l'évolution du marché belge l'an dernier a été l'annonce, faite en mars par le gouvernement allemand, que les obligations allemandes détenues par des étrangers seraient également assujetties à un impôt retenu à la source. Cette nouvelle a provoqué le rapatriement d'une partie des capitaux belges qui avaient émigré en Allemagne en 1963.

En juillet 1963, les autorités avaient pris une première mesure, de portée limitée, pour restreindre la progression du crédit bancaire au secteur privé, en relevant de 3 ½ à 4% le taux d'escompte de base. En octobre, l'expansion des prêts

bancaires se poursuivant à un rythme rapide, ce taux a été porté à 4 ¼ %. En même temps, la Banque Nationale a relevé de ¾ % les taux de ses catégories de prêts qui influent d'ordinaire sur les conditions appliquées aux avances des banques.

Devant la persistance des poussées inflationnistes, les autorités ont estimé nécessaire, au début de 1964, de passer à une action plus directe. Aux termes d'un gentleman's agreement dont la Banque Nationale a pris l'initiative, les banques se sont engagées à limiter l'augmentation de leurs prêts en 1964 à un maximum de 10 %, soit la moitié environ du taux d'expansion de 1963. Dans ces limites, elles devaient accorder la préférence aux prêts destinés à financer les investissements fixes et freiner les prêts destinés au financement des ventes à tempérament et du stockage. Toutefois, malgré ces mesures, les prêts bancaires ont continué de se développer d'une façon excessive pendant le premier semestre de 1964, ce qui a amené la Banque Nationale à accentuer, en juillet, la rigueur de sa politique. Elle a mis en œuvre pour la première fois le régime du coefficient de réserve monétaire, dont l'instauration avait été annoncée en décembre 1961. Cette mesure a été appliquée avec modération: les banques ont été invitées à placer auprès de la Banque Nationale, sous forme de dépôt non productif d'intérêts, un montant équivalant à 1 % de leurs engagements monétaires et quasi monétaires. En outre, la Banque Nationale a porté le taux d'escompte officiel à 4 ¾ % et imposé des conditions plus strictes pour l'admission au réescompte du papier commercial. Pour l'ensemble de l'année 1964, la politique restrictive semble avoir donné de bons résultats. La progression du crédit bancaire au secteur privé a été d'environ 11 %, contre 21 % l'année précédente. Ce ralentissement, ainsi que la diminution du recours du gouvernement central aux moyens de financement monétaires, ont contribué à modérer le taux de formation des avoirs liquides. Les engagements monétaires et quasi monétaires du système bancaire, qui s'étaient accrus de plus de 10 % en 1963, ont augmenté d'environ 7 % l'an dernier.

Au début de 1965, la pression de la demande s'est atténuée, encore que cette détente ait surtout concerné les investissements privés dans certains secteurs. Les tensions inflationnistes étant encore assez fortes, les autorités ont continué d'appliquer une politique générale de rigueur, tant dans le domaine du budget que dans celui du crédit. En ce qui concerne le secteur public, elles s'efforcent actuellement d'étaler les programmes d'investissement et de modérer l'expansion des dépenses de consommation. Dans le domaine monétaire, le plafond d'accroissement des crédits bancaires reste en vigueur à peu près dans les mêmes conditions qu'en 1964. Au cours du printemps de 1965, afin de stimuler l'activité dans certains secteurs de l'économie privée, les autorités monétaires ont permis aux établissements de crédit, tant privés que publics, de se montrer de nouveau libéraux dans l'octroi des crédits d'investissement.

*Allemagne.* Au début de 1964, la stabilité de l'économie interne a été menacée par l'apparition d'un phénomène typique d'«inflation importée». Le rythme des exportations s'est accéléré fortement, en grande partie à cause de l'inflation qui sévissait dans les pays voisins. En outre, pour diverses raisons, dont l'excédent extérieur croissant n'était pas la moindre, les achats étrangers de valeurs mobilières allemandes commençaient à s'intensifier. Devant cette situation, les autorités ont réagi par des mesures dont la portée dépassait largement le but principal, qui était d'endiguer l'afflux des capitaux étrangers. En mars 1964, le gouvernement a présenté un projet portant création d'un impôt de 25% retenu à la source sur les coupons des obligations allemandes aux mains de non-résidents et suppression du droit de 2½% perçu sur les émissions de valeurs mobilières, afin d'encourager le lancement d'émissions étrangères en Allemagne. En même temps, la Bundesbank a repris ses ventes de dollars aux banques, sur la base de swaps, à des cours inférieurs à ceux du marché, à condition que ces devises fussent investies en bons du Trésor des Etats-Unis. Elle a en outre porté au maximum prévu par la réglementation le pourcentage des réserves obligatoires en contrepartie de leurs engagements envers des non-résidents (obligation qui est levée dans la mesure où les banques compensent ces engagements par des acquisitions d'avoirs à l'étranger d'un montant correspondant). Elle a d'autre part rétabli l'interdiction de rémunérer les dépôts à terme de non-résidents.

Au moment même où ces mesures commençaient de modifier l'aspect de la balance des mouvements de capitaux, les efforts de stabilisation entrepris dans d'autres pays ont contribué à ralentir notablement l'expansion des exportations allemandes. La menace d'un déséquilibre provoqué par un excédent particulièrement important a pu ainsi être écartée. Dans l'intervalle, en partie sous l'influence de la demande étrangère, l'investissement intérieur a pris un essor considérable. Ce mouvement, joint à la progression soutenue des autres composantes de la demande, a provoqué un accroissement des importations. La tendance à l'apparition de déficits et l'application généralisée dans d'autres pays de politiques restrictives ont progressivement amené les autorités monétaires elles-mêmes à considérer qu'elles disposaient d'une liberté de manœuvre accrue pour entreprendre une action sur le plan intérieur. C'est pourquoi il a été décidé, en juillet 1964, d'augmenter de 10% le pourcentage de réserves obligatoires applicable aux dépôts des résidents (cette mesure a pris effet à partir du mois d'août). En même temps, pour renforcer la protection contre les afflux de capitaux étrangers, les autorités ont décidé de réduire les plafonds individuels de réescompte des banques d'un montant correspondant à l'augmentation de leurs emprunts nets à l'étranger par rapport à la moyenne de la période janvier-juin 1964. Ultérieurement, en



janvier 1965, le taux d'escompte officiel, qui n'avait pas varié depuis mai 1961, a été porté de 3 à 3 ½ %. En outre, diverses mesures prises essentiellement en vue de modifier la réglementation de base des banques ont eu certains effets restrictifs.

La pression sur les établissements de crédit a été constamment renforcée en 1964. Les opérations du gouvernement fédéral avec l'économie interne lui ont permis d'absorber, jusque vers la fin de l'année, des fonds qu'il a déposés auprès de la Bundesbank. En outre, à partir du printemps, les banques ont subi des pertes de moyens liquides en raison du déficit de la balance des paiements. Ces mouvements, combinés avec le relèvement du pourcentage des réserves obligatoires et l'accroissement de la circulation des billets, ont provoqué, pour l'ensemble de l'année, une forte réduction des avoirs liquides des banques. Toutefois, en raison des mesures officielles prises au début de l'année, les banques ont été incitées à ne pas effectuer de prélèvements sur leurs avoirs à court terme à l'étranger. Les besoins de fonds ont été plutôt couverts essentiellement par des ventes à la Bundesbank de titres du marché monétaire, à concurrence de DM 2,2 milliards, et par le recours aux facilités de crédit de la banque centrale, à concurrence de DM 2 milliards. Au cours des premiers mois de 1965, la pression s'est maintenue sur les liquidités et, de ce fait, le taux de l'argent au jour le jour est resté sensiblement au-dessus du taux officiel de l'escompte.

En dépit du freinage provoqué par l'affaiblissement de leur position de liquidité, les établissements de crédit ont vu leurs prêts (à l'exclusion des achats d'obligations émises par les banques) s'accroître au total de DM 30,5 milliards en 1964, soit de 14 % environ, contre DM 25,6 milliards, soit un peu plus de 13 %, en 1963. Les entreprises (construction de logements non comprise), dont les besoins financiers nets sont passés de DM 11,1 milliards en 1963 à DM 16 milliards en 1964, ont sensiblement accéléré leurs demandes de prêts à court terme l'an dernier. En outre, les prêts bancaires à long terme destinés à la construction de logements ont enregistré une progression relativement forte. Enfin, les collectivités locales et les chemins de fer fédéraux ont fait beaucoup plus largement appel l'an dernier aux crédits bancaires à moyen et à long terme, en partie à cause des difficultés rencontrées pour lancer des emprunts sur le marché des capitaux. Du côté des engagements, les dépôts d'épargne se sont fortement développés en 1964, comme d'ailleurs l'émission d'obligations par les banques.

Sur le marché des capitaux, l'année 1964 a été marquée par des changements spectaculaires. Les achats nets de valeurs allemandes à revenu fixe pour compte étranger, qui atteignaient précédemment une moyenne d'environ DM 500 millions par trimestre, ont brusquement cessé en mars, au moment du dépôt du projet portant application d'un impôt de 25 % sur les coupons de ces valeurs, ce qui a donné

lieu à des ventes nettes de plus de DM 500 millions pendant le second trimestre. En conséquence, le taux de rendement des obligations allemandes s'est fortement relevé, celui des titres d'emprunts publics passant de 5,8% en mars à 6,3% au cours de l'été. Par la suite, le montant net des transactions sur valeurs allemandes pour compte étranger est devenu insignifiant. Toutefois, par suite de la hausse des taux d'intérêt, des capitaux allemands ont commencé d'affluer de plus en plus sur le marché, de sorte que le montant net des émissions d'obligations en 1964 a été de DM 14,4 milliards, dépassant de 18% le chiffre de 1963. Si l'on tient compte des émissions d'actions, on obtient pour 1964 une progression encore plus forte. Les émissions d'obligations hypothécaires et communales par les banques ont enregistré une avance sensible, mais celles des organismes publics sont tombées quelque peu en dessous du chiffre de 1963. Les émissions étrangères sur le marché allemand exonérées de l'impôt sur les coupons sont passées de DM 107 millions en 1963 à DM 890 millions en 1964; cette progression s'explique en partie par des opérations d'arbitrage effectuées par des non-résidents. A la fin de 1964 et au début de 1965, les banques ayant tendance à limiter leurs achats de valeurs mobilières en raison de la contraction de leurs liquidités, les taux de rendement à long terme ont encore augmenté, s'établissant autour de 7% en mai.

Depuis le printemps de 1964, l'affaiblissement de la position financière extérieure offre incontestablement aux autorités des possibilités accrues pour exercer, sur le plan monétaire interne, une action restrictive. Toutefois, il ne s'ensuit pas que l'arme monétaire soit la plus efficace pour atteindre les objectifs actuels de stabilisation. Les taux d'intérêt à long terme sont présentement à un niveau tel qu'ils pourraient commencer, malgré l'impôt sur les coupons, à attirer des capitaux étrangers. En outre, les entreprises industrielles et commerciales ont accru, semble-t-il, dès 1964 et au début de 1965 leur recours direct à des crédits étrangers. Les efforts de stabilisation déployés l'an dernier ont été notablement soutenus par le gouvernement fédéral, qui a ramené son déficit de trésorerie de DM 3,1 milliards en 1963 à moins de DM 560 millions. Toutefois, cette amélioration a été plus que compensée par une aggravation des déficits des budgets des Länder et des collectivités locales. De plus, il est devenu plus difficile d'exercer une action restrictive en utilisant les moyens de politique financière, les dégrèvements d'impôts sur le revenu accordés en janvier 1965 ayant provoqué une diminution de DM 2 milliards des recettes fiscales. L'an dernier, le secteur public dans son ensemble a accru ses dépenses totales d'environ 9%, la progression des dépenses d'investissement de ce secteur n'ayant pas été inférieure à 15%. Il serait avantageux, pour des raisons d'ordre intérieur et extérieur à la fois, d'aligner cette progression sur celle du produit national réel, comme les autorités cherchent à le faire.

*Suisse.* Depuis quelques années, les autorités se heurtent à un problème difficile pour concilier leurs objectifs de politique économique intérieure et extérieure. Des afflux répétés et massifs de capitaux étrangers, qui s'infiltrèrent dans le système monétaire, favorisent une expansion excessive du crédit et de la demande, ainsi qu'une aggravation croissante du déficit des paiements courants. Au début, les autorités ont cherché à résoudre le problème essentiellement en maintenant les taux d'intérêt à un niveau peu élevé — en partie pour inciter les capitaux à s'investir dans d'autres pays — et en recrutant de la main-d'œuvre étrangère, afin d'éviter une inflation des salaires à l'intérieur. Vers le milieu de 1963, toutefois, l'inflation de la demande avait pris de telles dimensions qu'il n'était plus possible de s'en tenir à cette ligne de conduite. On a donc laissé monter les taux d'intérêt et en raison de l'importance des dépenses d'investissement rendues nécessaires par l'emploi de main-d'œuvre étrangère, des mesures ont été prises pour réduire l'immigration des travailleurs.

En mars 1964, un plan de stabilisation de grande envergure a été mis en vigueur, englobant notamment des propositions visant à doter les autorités de nouveaux pouvoirs réglementaires. Pour réduire directement l'afflux de capitaux étrangers, les banques doivent verser à la Banque Nationale, à des dépôts non productifs d'intérêts, la contre-valeur de ces fonds, pour autant qu'ils ne sont pas réinvestis à l'étranger. Sur le plan de l'économie interne, des limitations ont été appliquées dans l'industrie du bâtiment et les entrées de travailleurs étrangers ont été réglementées, tandis que le contrôle des émissions de valeurs mobilières a été renforcé et les plafonds de crédit des banques légèrement abaissés. Ces mesures qui visaient essentiellement à restreindre l'investissement ont aidé indirectement à contenir la hausse des taux d'intérêt, contribuant en particulier à rendre moins avantageux les rapatriements de capitaux suisses dont les mouvements ne sont soumis à aucun contrôle. En tout cas, le rendement des fonds d'Etat à long terme, qui était d'environ 3,2% au milieu de 1963, a atteint quelque 4% vers la fin du printemps de 1964.

En fait, la réglementation destinée à limiter les entrées de capitaux étrangers a donné des résultats immédiats, de sorte que le déficit des opérations courantes a pu commencer d'exercer un effet de contraction sur les liquidités bancaires. Toutefois, comme on pouvait s'y attendre, les rapatriements de capitaux suisses détenus à l'étranger ont fourni aux banques une source de liquidité de remplacement et les réserves monétaires officielles ont continué de se renforcer. Dans ces conditions, les autorités ont dû prendre d'autres mesures. En juillet 1964, étant donné le niveau élevé des taux du marché monétaire, qui s'était maintenu au-dessus du taux d'escompte officiel depuis la fin de 1963, la Banque Nationale a porté son taux d'escompte de 2 à 2½%. En août, pour retirer des liquidités du marché, la Banque Nationale a placé auprès des banques des « rescriptions » fédérales à court

terme réescomptables pour un montant de FS 225 millions. En octobre, afin d'éviter que l'arrivée à échéance d'un emprunt ne provoque un gonflement des liquidités, la Confédération a placé auprès des banques une émission de certificats à cinq ans, pour un montant de FS 150 millions. Pour l'ensemble de l'année, la liquidité des banques s'est fortement réduite, amenant celles-ci à emprunter des sommes assez importantes à la banque centrale.

Alors qu'en 1963, les avances en comptes courants accordées par soixante-deux banques considérées comme représentatives du système tout entier s'étaient accrues de 13%, la progression en 1964 a été de 8,5% seulement, taux sensiblement inférieur au plafond prévu. Exprimée en pourcentage, l'expansion des prêts hypothécaires des banques a été moins rapide l'an dernier, mais le changement a été de peu d'importance. Du côté des engagements, la progression des dépôts de toute nature s'est ralentie, mais la cadence des achats d'obligations de caisse à moyen terme (1% seulement en 1963) s'est notablement accélérée, passant à 9%.

Le montant net des émissions de valeurs mobilières, qui avait, en 1963, dépassé d'environ 27% le niveau de 1962, a été encore un peu plus élevé l'an dernier. Le montant net des émissions étrangères sur le marché suisse, qui avait atteint le niveau sans précédent de FS 860 millions en 1961, s'est encore réduit, tombant de FS 530 millions en 1963 à FS 280 millions en 1964. Ainsi, le renforcement du contrôle sur ces émissions, conjugué avec l'attrait que des taux d'intérêt plus élevés présentaient pour les investissements, a contribué à accroître de plus de 22% le montant net des émissions d'obligations suisses. Cette expansion a été imputable à une forte progression des émissions des cantons, des communes et des sociétés productrices et distributrices d'électricité, tandis que celles des valeurs bancaires et industrielles ont été un peu plus faibles qu'en 1963. En raison de la lourdeur du marché des valeurs à revenu variable, le volume des émissions d'actions est resté sans changement.

A la fin de 1964 et au début de 1965, la pression de la demande, bien qu'encore excessive, s'est quelque peu atténuée, amenant une réduction sensible du déficit des paiements courants. Le rendement des fonds d'Etat à long terme, après s'être légèrement relevé au cours du second semestre de 1964, a fléchi plus récemment à environ 3,9%. Pour l'ensemble de l'année 1965, le taux d'expansion maximum des crédits bancaires à court terme a été fixé au même niveau qu'en 1964, tandis que pour les emprunts hypothécaires, il a été relevé de 11%, uniquement pour tenir compte de la consolidation des crédits à la construction. En janvier dernier, dans le cadre d'une nouvelle mesure visant à absorber des liquidités, la Banque Nationale a cédé aux banques, aux termes d'une opération de swap, des devises contre de la monnaie nationale, pour un montant de FS 473 millions. En février, le gouvernement

a décrété que l'effectif des travailleurs étrangers devrait être réduit de 10% en deux ans. Au cours du même mois, la population a approuvé par voie de référendum les projets de loi présentés au mois de mars précédent. Comme dans un certain nombre d'autres pays, les budgets des administrations publiques constituent un élément négatif de la situation actuelle. D'après les prévisions pour 1965, le budget fédéral devrait se solder par un excédent de trésorerie beaucoup plus faible; les cantons et les communes ont accru leurs dépenses à une cadence rapide.

*Autriche.* Sous l'impulsion d'un mouvement de reconstitution des stocks, l'expansion vigoureuse qui s'est manifestée depuis le début de l'année dernière a été soutenue par la progression des exportations et des investissements, notamment dans le bâtiment. Bien qu'il n'y ait pas eu de tendance au suremploi de la capacité de production, les prix ont monté sous l'influence des relèvements de salaires accordés précédemment, tandis que le marché de la main-d'œuvre devenait lui aussi de plus en plus étroit. En conséquence, au printemps, le gouvernement a décidé la mise en œuvre d'un plan de stabilisation prévoyant une nouvelle libération des échanges, la réduction de certains tarifs douaniers et un relèvement des contingents de main-d'œuvre étrangère.

Les établissements de crédit, qui disposaient au début de l'année de liquidités abondantes, ont accru en 1964 leurs crédits au secteur privé de 15,8%, contre 7,4% en 1963. En outre, en raison de la cadence élevée de la formation des dépôts, liée en partie à l'existence d'un excédent persistant mais de plus en plus faible de la balance des paiements, la position de liquidité des banques s'est encore améliorée dans le courant de l'année. Bien que la situation sur le marché du crédit ait continué d'être caractérisée par une assez large aisance, les autorités ont pris diverses mesures pour limiter le gonflement des liquidités bancaires. En septembre 1964, il a été décidé de relever le pourcentage des réserves obligatoires d'un point et demi pour toutes les catégories de dépôts. Un montant de SCH 1,3 milliard a été ainsi immobilisé. Vers la même époque, les plafonds de crédit en vigueur, fixés à partir du volume des engagements des banques sous forme de dépôts, ont été abaissés de deux points, de sorte que les marges de crédit non utilisées ont été réduites de SCH 1,4 milliard. En outre, un accord a été conclu avec un certain nombre de banques, aux termes duquel ces dernières se sont engagées à ne pas rapatrier avant un certain délai un montant de SCH 1,7 million sur leurs avoirs à l'étranger.

Au printemps de 1965, il est apparu que le rythme de l'investissement dans l'industrie s'intensifiait et, comme la situation du marché de la main-d'œuvre était plus tendue, on pouvait également redouter une accélération de la hausse des salaires et des prix. Dans ces circonstances, on espère que le budget sera un facteur de stabilisation. Alors qu'en 1964, le déficit s'est établi à SCH 2,8 milliards, dont

SCH 800 millions ont été couverts par des emprunts extérieurs, le budget de l'exercice 1965 sera pratiquement en équilibre et le gouvernement n'envisage pas d'emprunter à l'étranger. La politique monétaire continue d'être axée sur le contrôle de la formation des liquidités bancaires. En février 1965, afin de permettre à la banque centrale de poursuivre une politique souple d'open market, de nouvelles dispositions ont été prises relativement au droit dont jouit la Banque Nationale de convertir des créances sur l'Etat en instruments du marché monétaire. Alors que précédemment ces conversions pouvaient porter au maximum sur SCH 780 millions de titres qui devaient être vendus ou achetés à un taux fixe de 3 ½ %, la Banque Nationale peut maintenant échanger SCH 3 milliards de ces instruments et les vendre ou les acheter aux banques à un taux d'intérêt nominal de 2 %, mais à un cours répondant aux nécessités de sa politique. Enfin, en avril, les banques commerciales ont abaissé, à la demande du gouvernement, leurs taux d'intérêt débiteurs de ½ %, en partie pour atténuer l'afflux de fonds de l'étranger.

*Suède.* Quatre facteurs principaux: l'investissement public, la construction de logements, l'exportation et l'accumulation de stocks, ont contribué en 1964 à l'accélération de la demande globale, face à laquelle les limites de l'offre ont été vite atteintes. Il en est résulté un accroissement sensible des importations et une forte hausse des coûts et des prix. L'évolution du budget a encore aggravé le problème de la demande. Pendant le second semestre de 1963, le budget du gouvernement central, qui s'était soldé jusqu'alors par un excédent confortable, a commencé à se détériorer, si bien qu'en 1964 l'Etat a dû emprunter KRS 260 millions. Toutefois, pour contribuer au resserrement des disponibilités monétaires, les autorités ont fait appel dans une large mesure aux opérations de gestion de la dette. Le montant des fonds d'Etat à long terme en circulation s'est accru en 1964 de près de KRS 590 millions, et ces nouveaux titres ont été placés en majeure partie en dehors du système bancaire. L'endettement à court terme de l'Etat a été réduit de KRS 330 millions, sur lesquels KRS 260 millions représentaient des dettes envers la Riksbank. Le rendement des obligations du Trésor est passé de 5,22 % en décembre 1963 à 5,87 % un an plus tard.

Afin de faciliter la hausse souhaitée des taux d'intérêt, la Riksbank a, au début de novembre 1964, porté à 5 % en deux étapes son taux officiel. En outre, pour restreindre l'accès à son crédit, la Riksbank a appliqué, en février 1964, un taux de pénalité de 9 % (c'est-à-dire le double du taux d'escompte officiel) aux emprunts dépassant certaines limites. En novembre, ce taux a été porté à 10 %.

La progression du volume du crédit sous toutes ses formes a atteint KRS 9,2 milliards en 1964, contre KRS 8,5 milliards en 1963. Toutefois, la fraction de ces nouveaux crédits canalisée par l'intermédiaire du marché des capitaux au sens

large du terme (y compris les prêts des institutions qui placent des fonds par l'intermédiaire de ce marché) s'est élevée d'environ 71 % en 1963 à 82 % un an plus tard. Cette évolution résulte, d'une part, d'un accroissement important des emprunts à long terme des collectivités locales ou des prêts destinés à financer la construction de logements privés et, d'autre part, d'un ralentissement de l'expansion des prêts des banques commerciales au reste de l'économie (moins de KRS 1,6 milliard en 1964, contre KRS 2,1 milliards en 1963). Les engagements monétaires et quasi monétaires du système bancaire ont progressé de 7 ½ %, soit à peu près autant qu'en 1963. Mais, en raison du renversement de situation provoqué par l'apparition d'un déficit budgétaire, par le renforcement des réserves d'or et de devises de la Riksbank et par la progression encore plus marquée en valeur nominale du produit national, l'effet de contraction sur les disponibilités monétaires a été considérable. Son incidence semble avoir été atténuée dans une certaine mesure par le recours à des crédits commerciaux de l'étranger, mais l'accès des banques aux capitaux étrangers est réglementé.

On escompte que le budget redeviendra excédentaire dans le courant de 1965, en partie grâce à une majoration, à partir du milieu de l'année, de l'impôt général sur le chiffre d'affaires. Dans l'intervalle, la demande a continué de revêtir un caractère inflationniste, dû peut-être en partie à la vague d'achats qui précède le relèvement des impôts indirects. En février, le gouvernement a émis un nouvel emprunt à long terme et, en avril, la Riksbank a porté le taux d'escompte officiel à 5 ½ % et le taux de pénalité des emprunts hors plafond à 11 %.

*Danemark.* Après un retour passager à l'équilibre à la fin de 1963, la demande a remonté en flèche en 1964, sous l'impulsion d'un accroissement de 22 % de l'investissement fixe et d'une forte accélération du rythme de constitution des stocks. En conséquence, les importations ont plus progressé que les exportations, ce qui a provoqué la réapparition d'un important déficit des paiements courants. Ce déficit n'a pas entraîné de resserrement des disponibilités monétaires, car il a été compensé, et au-delà, par d'importantes entrées de capitaux, qui ont contribué à renforcer de KRD 1,2 milliard les réserves d'or et de change de la Nationalbank.

En 1964, la création de moyens liquides a été limitée en grande partie par une amélioration de l'excédent de trésorerie du gouvernement central, qui a permis de stériliser KRD 1,5 milliard de liquidités auprès de l'institut d'émission, contre KRD 600 millions en 1963. En outre, les autorités ont pris des mesures ayant une incidence directe: en mars 1964, elles ont différé de six mois toutes les mises en chantier dans le secteur public et, au cours de l'été, elles ont interdit aux collectivités locales de contracter de nouveaux emprunts à l'étranger. En juin, le taux d'escompte officiel a été porté de 5 ½ à 6 ½ %. En août, un plafond

a été imposé au recours des banques commerciales à la Nationalbank, les emprunts hors plafond devant désormais supporter, à titre de pénalité, un intérêt de 6% payable en sus de l'intérêt normal. Toutefois, pendant l'ensemble de l'année, les banques commerciales ont accru de KRD 380 millions leurs emprunts nets à la Nationalbank et l'institut d'émission lui-même a détendu quelque peu la situation des liquidités en effectuant des achats nets de fonds d'Etat.

Le crédit bancaire au secteur privé s'est accru de 16% en 1964, mais les dépôts se sont laissé distancer, leur taux d'accroissement n'ayant été que de 12%. En même temps que les émissions de valeurs mobilières se développaient de nouveau, les taux d'intérêt à long terme montaient fortement tout au long de l'année, atteignant 8 à 9% pour la plupart des obligations assorties d'une garantie hypothécaire. Vers le début de 1965, le durcissement des conditions d'octroi du crédit semble avoir modéré quelque peu la demande, mais les dépenses de l'Etat et des collectivités locales, ainsi que l'investissement privé en capital fixe et la construction de logements, ont continué de faire des progrès trop rapides. En février 1965, un accord a été conclu, sur une base de libre adhésion, entre la Nationalbank, les banques commerciales et les caisses d'épargne, aux termes duquel celles-ci devront mettre en dépôt auprès de la banque centrale 20% de l'accroissement des engagements envers des résidents et la totalité de l'accroissement de leurs engagements nets envers l'étranger. Au printemps, le gouvernement a cherché, en majorant divers impôts, notamment des impôts indirects, à couvrir l'accroissement rapide de ses dépenses et à réaliser de nouveau un important excédent de trésorerie. Il a également décidé d'étaler les dépenses prévues pour son programme à long terme de construction et de différer, jusqu'à la mi-octobre, les nouvelles mises en chantier.

*Norvège.* L'élément de beaucoup le plus dynamique de la demande a été, l'an dernier, les exportations, qui ont poursuivi le mouvement de reprise amorcé au printemps de 1963. Bien que l'activité économique atteignît presque la limite de sa capacité et que les importations eussent fortement augmenté, l'expansion des exportations a contribué à renforcer sensiblement les réserves d'or et de change. Pour contrôler la demande globale, les autorités ont eu surtout recours aux restrictions de crédit. Dès 1963, le budget de l'Etat avait pris une orientation un peu plus favorable à l'expansion et, en 1964, le déficit total, y compris les opérations de prêts s'est encore aggravé modérément. En même temps, toutefois, l'accord sur le contrôle du crédit conclu pour 1964 prévoyait que les banques commerciales et les caisses d'épargne ne devaient pas accroître leurs crédits de plus de 5 et 6%, contre 6 et 7% en 1963. En outre, il était spécifié que le volume des prêts en devises ne devait pas augmenter de plus de KRN 100 millions par rapport au niveau atteint en décembre de la même année.



En fait, les prêts des banques au secteur privé ont dépassé les limites prescrites, puisque leur expansion en 1964 a été de 8,6%, contre 6,9% l'année précédente. Mais comme le produit national brut a augmenté de 6,3%, contre 5,3% en 1963, ce dépassement se justifiait dans une certaine mesure. Plus inquiétante est l'évolution défavorable du budget, qui prévoit pour 1965 une progression de 15% des dépenses. On escompte que les recettes budgétaires se développeront grâce à une majoration de l'impôt sur le chiffre d'affaires, dont le taux passe de 10 à 12%. Toutefois, étant donné l'activité de la demande globale et les mesures prévues par le gouvernement pour stimuler la construction de logements, il est apparu souhaitable d'intensifier l'effort de rigueur budgétaire. Dans ces circonstances, l'accord sur le contrôle du crédit pour 1965, qui correspond dans ses grandes lignes à celui de 1964, prévoit que les banques ne doivent pas accroître leurs encours de plus de 5 ½ à 6% et sont tenues de limiter l'expansion de leurs prêts en devises à KRN 100 millions, tout en développant leurs achats de fonds d'Etat.

*Finlande.* Sous l'influence des progrès des exportations et de l'investissement fixe, l'économie a repris son expansion en 1964. En même temps, les importations ont monté en flèche, principalement à cause de la demande de biens d'équipement et d'automobiles, tandis que les exportations n'ont progressé qu'à une cadence moitié moindre. L'évolution de la demande ne suffit pas à expliquer ce mouvement défavorable, l'économie n'ayant pas encore atteint un état de suremplei. Il semble également indiqué de l'expliquer par l'augmentation de 9% environ des charges salariales par unité produite et par la hausse de 10% du coût de la vie. En plus des ajustements accordés à la suite de négociations, les salariés ont obtenu deux majorations résultant de l'indexation des salaires sur les prix; ceux-ci ont à leur tour enregistré une hausse due en partie à l'extension de la taxation des ventes à toutes les marchandises au stade du détail.

L'activité des banques s'est notablement accélérée en 1964, les prêts des établissements de crédit au secteur privé augmentant de 14% et leurs dépôts de 12%. Après qu'en mai 1964 les dépôts intégralement indexés eurent été exonérés d'impôts, les dépôts à terme ont rapidement progressé. Les besoins de liquidité des banques ont été satisfaits en partie l'an dernier au moyen de ventes nettes de devises à la banque centrale, car la détérioration de la balance des opérations courantes a été plus que compensée par un fort accroissement des emprunts privés à l'étranger. Les banques ont eu également recours au crédit de l'institut d'émission. Dans le secteur public, divers impôts nouveaux, directs et indirects, ont aidé le gouvernement à réduire son déficit en 1964. Ses besoins financiers ont été couverts en partie par des emprunts en dehors du système bancaire, bien que les nouvelles dispositions fiscales relatives aux dépôts indexés aient rendu les fonds d'Etat moins attrayants.

Le taux de réescompte de base de la Banque de Finlande est resté fixé à 7% l'an dernier, et les plafonds de réescompte ont été maintenus au niveau auquel ils avaient été abaissés en 1963. En février 1964, les banques ont été invitées à accorder la préférence aux crédits affectés à des améliorations de productivité, au détriment des prêts à la consommation et des crédits destinés à la constitution de stocks. Afin d'empêcher un recours excessif à l'emprunt, il a été également recommandé que le taux d'intérêt des crédits à plus d'un an nouvellement accordés soit lié à la variation de l'indice des prix de gros, à concurrence de 50%. En septembre, les banques ont été mises en garde contre un dépassement de leurs plafonds de réescompte et, de nouveau, invitées à pratiquer plus largement l'indexation des prêts. En vue d'exercer une action restrictive plus directe sur les importations, les conditions de ventes à crédit de véhicules automobiles ont été rendues plus strictes en novembre 1964. Une nouvelle aggravation de celles-ci affectant également d'autres biens de consommation durables est intervenue en avril 1965. Enfin, la Banque de Finlande a décidé, au mois de mai, que jusqu'à fin octobre 1965 les crédits consentis par les banques commerciales ne devraient pas dépasser de plus de 9% le montant des encours au début de l'année. Simultanément, les plafonds de réescompte ont été relevés, mais la réglementation des crédits à l'importation a été rendue moins avantageuse. En outre, les banques ont été autorisées à majorer les taux d'intérêt de leurs prêts à court terme, notamment de ceux qui servent à financer des importations.

*Espagne.* Depuis la mise en œuvre, en 1959, du programme de stabilisation, l'économie espagnole a fait de notables progrès, en grande partie grâce à son intégration de plus en plus étroite dans l'économie mondiale. L'afflux de capitaux étrangers, les recettes tirées du tourisme et les envois de fonds des émigrants ont permis de financer les importations dont le volume s'est rapidement accru, notamment en ce qui concerne les biens d'équipement, tout en renforçant continuellement les réserves d'or et de change. Toutefois, l'expansion a donné naissance à certains problèmes. La réalisation d'un excédent des paiements extérieurs est allée de pair avec l'apparition, sur le plan intérieur, de pressions inflationnistes, affectant principalement les denrées alimentaires et le secteur du bâtiment. Les prix, qui avaient connu en 1963 une période de relative stabilité, ont recommencé de monter sensiblement en 1964.

Toutefois, l'an dernier, l'excédent des finances extérieures n'a pas été le seul facteur d'accroissement des liquidités bancaires; les organismes publics, en faisant beaucoup plus largement appel au crédit de la Banque d'Espagne, y ont également contribué. Les banques ont été ainsi en mesure non seulement de réduire de plus de PTA 11 milliards leur propre endettement à l'égard de la banque centrale, mais

également d'accélérer leurs opérations de prêts. Les crédits du système bancaire (banque centrale comprise) au secteur privé se sont accrus l'an dernier de 21 %, soit à peu près autant que l'année précédente. C'est plutôt le rythme d'expansion des crédits au secteur public qui s'est accéléré. Il a en effet atteint 17 %, contre 7 % en 1963 et 4 % en 1962. En liaison avec l'évolution de ces deux catégories de crédits, les engagements monétaires et quasi monétaires du système bancaire ont augmenté de 21 % en 1964, au lieu de 17 % l'année précédente.

Le montant net des émissions de valeurs mobilières, qui s'était déjà fortement développé entre 1962 (PTA 30,9 milliards) et 1963 (PTA 53,6 milliards), a fait de nouveaux progrès en 1964 (PTA 63,4 milliards). L'accroissement par rapport à l'année précédente a été presque entièrement imputable aux émissions du secteur public, qui ont été principalement souscrites par les banques commerciales et par les caisses d'épargne. En février 1965, les organismes publics ont placé une autre émission d'un montant de PTA 10 milliards.

L'expansion des emprunts des organismes publics a eu pour principale raison le lancement, au début de 1964, du plan quadriennal de développement. Ce plan, qui doit contribuer à éliminer à la longue des défauts de structure de l'économie, sources de tensions inflationnistes, doit être appliqué de façon assez progressive pour ne pas intensifier exagérément la pression à court terme des demandes. Au nombre de ses dispositions figurent certaines mesures prises vers la fin de 1964 à l'effet de contenir les tendances inflationnistes: abaissement de droits de douane, extension de la libération des importations, efforts d'harmonisation des augmentations de salaires avec l'amélioration de la productivité.

*Canada.* En 1964, l'économie a réalisé de vigoureux progrès; la construction de logements, la production d'automobiles et les dépenses des collectivités locales ont continué d'augmenter à vive allure, et une reprise notable des dépenses d'installations et de matériel a encore renforcé ce mouvement. Dans ces conditions, la demande de crédit émanant des entreprises et des ménages s'est fortement accrue. En même temps, d'ailleurs, des recettes fiscales beaucoup plus abondantes ont contribué à améliorer la situation des finances publiques: en effet, alors que le budget du gouvernement central, calculé d'après les données de la comptabilité nationale, s'était soldé par un déficit de \$CAN 280 millions en 1963, il a laissé un excédent de \$CAN 330 millions en 1964. Ainsi, grâce au redressement du budget, les autorités monétaires ont pu adopter une attitude libérale à l'égard des besoins croissants de moyens de financement du secteur privé, sans modifier les conditions d'accès au crédit.

Le total des prêts en dollars canadiens des banques à charte s'est accru de 14% en 1964, contre 6,8% l'année précédente. Mais alors qu'en 1963 les banques avaient renforcé leurs portefeuilles de fonds d'Etat et de bons du Trésor de près de \$CAN 650 millions, elles les ont réduits d'un peu moins de \$CAN 280 millions en 1964. La diminution des besoins financiers du gouvernement a également facilité l'activité du secteur privé sur le marché des capitaux en 1964.

Jusqu'à l'automne de 1964, le rendement des bons du Trésor à trois mois a varié entre 3,5 et 3,9% et celui des fonds d'Etat à long terme entre 5,15 et 5,25%. Ultérieurement, toutefois, les rendements des titres à long terme ont amorcé une légère baisse et, peu après le relèvement du taux d'escompte officiel de 4 à 4 ¼% en novembre, le rendement des bons du Trésor a eu également tendance à fléchir. Ces variations, qui impliquaient un rétrécissement de l'écart entre les taux d'intérêt pratiqués au Canada et aux Etats-Unis, se conciliaient à peu près avec la poursuite des buts de la politique financière extérieure. Au début de mai 1965, le rendement des bons du Trésor à trois mois se situait à 3,77% et celui des fonds d'Etat à environ 5,10%.

Au printemps, en raison des perspectives de ralentissement de l'expansion, le gouvernement a annoncé qu'à dater du 1<sup>er</sup> juillet, l'impôt fédéral sur le revenu serait réduit de 10%, l'allégement ne pouvant toutefois dépasser \$CAN 600 par contribuable.

*Japon.* En 1963, comme ce fut déjà plusieurs fois le cas, l'expansion rapide de l'économie interne a provoqué une détérioration sensible de la balance des paiements. Comme précédemment, les autorités n'ont pas hésité à donner un coup de frein à l'activité économique intérieure en appliquant la politique habituelle, essentiellement fondée sur le resserrement monétaire. Cette nouvelle période de rigueur a commencé, en décembre 1963, par un léger relèvement des réserves obligatoires des banques correspondant aux dépôts à vue. Un pas plus décisif a été franchi dans cette voie lorsque, en janvier 1964, les banques ont été invitées à réduire l'accroissement de leurs prêts, par rapport à la période correspondante de l'année précédente, de 10% pour le premier trimestre, de 12% pour le deuxième et de 22% pour chacun des deux derniers trimestres. Ultérieurement, en mars, le taux officiel d'escompte a été relevé de 5,84 à 6,57%.

Si ces mesures ont effectivement provoqué un ralentissement immédiat de l'expansion des crédits bancaires et du volume monétaire, leur effet sur les dépenses n'a pas été aussi rapide. Le secteur des sociétés disposant d'importants avoirs liquides auxquels il pouvait faire appel et les dépenses d'investissement du secteur public augmentant notablement, l'activité économique a continué d'accélérer son allure et, en conséquence, la balance des paiements s'est encore dégradée

pendant le premier semestre de 1964. Après le milieu de l'année cependant, en même temps que le rythme de progression du crédit baissait de plus en plus, celui des investissements et de la consommation tombait sensiblement. La vive hausse du taux de l'argent au jour le jour et les ventes de valeurs mobilières effectuées par les entreprises ont été deux symptômes manifestes de la contraction des liquidités dans le secteur des banques et des sociétés. Ces ventes auraient encore plus accentué le marasme qui régnait déjà sur le marché des valeurs sans les opérations d'achat effectuées par la «Joint Securities Company», société contrôlée par l'Etat, créée au début de 1964 pour soutenir le marché. Cet organisme est surtout intervenu pendant le dernier trimestre de 1964, à l'aide de ressources financières fournies en grande partie par la banque centrale. Dans l'intervalle, toutefois, la balance des échanges visibles s'est progressivement améliorée à un tel point que les réserves extérieures se sont rapidement renforcées, de sorte qu'elles n'ont finalement accusé qu'une légère baisse pour l'ensemble de l'année.

En conséquence, à la fin de 1964, la politique appliquée depuis un an avait permis de rétablir l'équilibre des finances extérieures. La masse monétaire s'était accrue, il est vrai, de 14% environ, mais c'est là un chiffre relativement faible, comparé aux 34% de 1963, et il ne faut pas oublier qu'en 1964, le produit national, en termes réels, a progressé de 9%. Les crédits des banques commerciales au secteur privé ont augmenté l'an dernier de près de Y 2.500 milliards, soit 15% environ, alors qu'en 1963, ils avaient progressé de plus de 25%. A la fin de l'année dernière et au début de 1965, comme on s'attendait à voir persister la tendance favorable des exportations — en fait, elle s'est même renforcée depuis lors — et comme les symptômes de récession tendaient à s'amplifier, les autorités sont progressivement revenues à une politique plus libérale. En décembre, les coefficients de réserve obligatoire ont été abaissés et les directives en matière de crédit ont été assouplies. Au début de janvier, la Banque du Japon a abaissé son taux d'escompte de 6,57 à 6,205% et, au début d'avril, elle l'a ramené au niveau de 5,84% auquel il se trouvait avant la mise en vigueur des mesures restrictives.

## II. ÉCHANGES ET PAIEMENTS INTERNATIONAUX.

Les échanges internationaux ont poursuivi leur expansion en 1964 et leur valeur, calculée aux prix courants, s'est accrue de 11,5 %, contre 8,5 % l'année précédente. La cadence d'augmentation s'est toutefois ralentie dans le courant de l'année. Pour autant qu'on puisse en juger d'après des résultats encore incomplets, le développement des échanges internationaux pendant le premier trimestre de 1965 s'est ralenti, semble-t-il, à la fois par rapport au trimestre précédent et par rapport au trimestre correspondant de 1964. Ce recul s'explique toutefois dans une large mesure par la prolongation des conflits sociaux dans les ports des Etats-Unis au début de l'année et par la chute brutale des livraisons de marchandises américaines à l'étranger qui en est résultée.

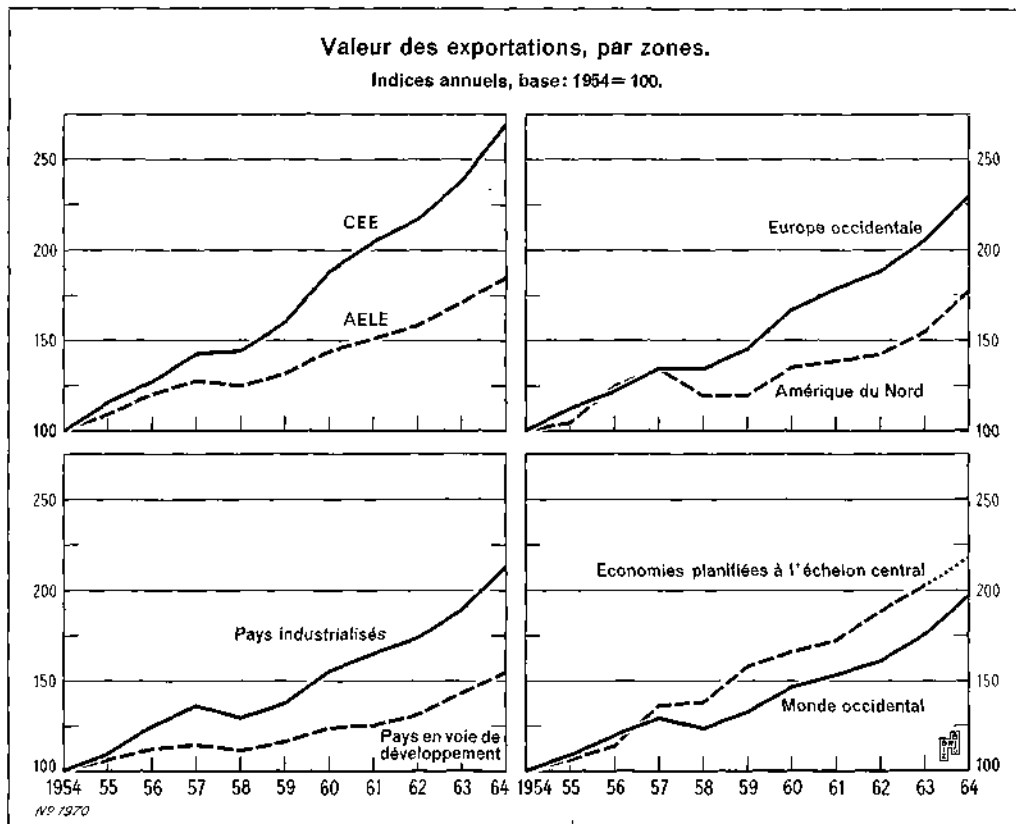
En 1964, les importations et les exportations des zones développées se sont accrues de 13 et 12,5 % respectivement, leur valeur absolue passant de \$104,5 à \$118,1 milliards pour les premières et de \$111 à \$125 milliards pour les secondes.

### Commerce international.

Zones	Exportations			Importations			Variations du volume	
	1954	1959	1964	1954	1959	1964	des exportations	des importations
	en milliards de dollars E.U.						1954-64	
							en pourcentage	
<b>Zones développées</b>								
Europe occidentale								
C.E.E. . . . .	15,8	25,2	42,6	16,6	24,3	44,9	+ 147	+ 171
A.E.L.E. . . . .	12,9	17,1	24,0	15,7	20,0	30,1	+ 68	+ 88
Autres pays . . . . .	2,3	2,8	4,5	3,0	4,0	7,6	+ 99	+ 185
<b>Total pour l'Europe occidentale . . . . .</b>	<b>31,0</b>	<b>45,1</b>	<b>71,1</b>	<b>35,3</b>	<b>48,3</b>	<b>82,6</b>	<b>+ 112</b>	<b>+ 135</b>
Etats-Unis et Canada . . . . .	19,5	23,3	34,7	15,6	23,3	27,8	+ 63	+ 76
Autres zones développées <sup>1</sup> . . . . .	4,9	7,5	12,3	6,3	7,9	14,6	+ 206	+ 153
<b>Total pour les zones développées</b>	<b>55,4</b>	<b>75,9</b>	<b>118,1</b>	<b>57,2</b>	<b>79,5</b>	<b>125,0</b>	<b>+ 96</b>	<b>+ 118</b>
<b>Zones en voie de développement</b>								
Amérique latine . . . . .	7,3	7,7	9,9	6,8	7,2	8,5	+ 57	+ 21
Autres zones . . . . .	14,4	17,6	23,9	15,3	19,6	25,7	+ 77	+ 63
<b>Total pour les zones en voie de développement . . . . .</b>	<b>21,7</b>	<b>25,3</b>	<b>33,8</b>	<b>22,1</b>	<b>26,8</b>	<b>34,2</b>	<b>+ 67</b>	<b>+ 49</b>
<b>Total général<sup>2</sup> . . . . .</b>	<b>77,1</b>	<b>101,2</b>	<b>151,9</b>	<b>79,3</b>	<b>106,3</b>	<b>159,2</b>	<b>+ 89</b>	<b>+ 96</b>

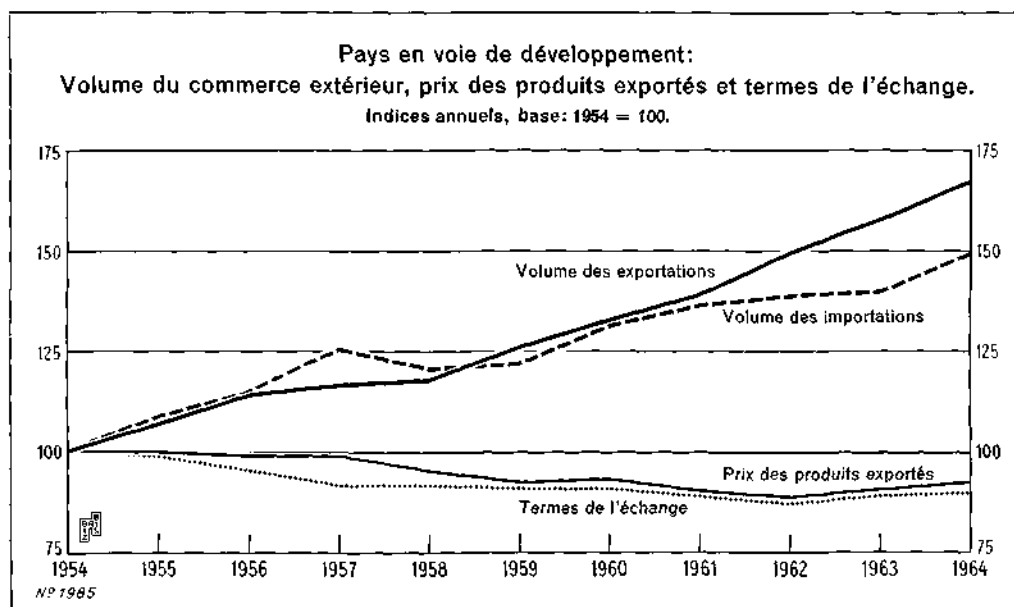
<sup>1</sup> Afrique du Sud, Australie, Japon et Nouvelle-Zélande. <sup>2</sup> Représente en gros 90 % du total des échanges mondiaux, le commerce extérieur des pays dont l'économie fonctionne sous le régime de la planification centralisée n'étant inclus que dans la mesure où ce commerce est enregistré dans les importations et les exportations de leurs partenaires du monde occidental.

Le groupe formé par l'Afrique du Sud, l'Australie, le Japon et la Nouvelle-Zélande a enregistré la progression la plus rapide, avec 18% pour ses importations et 16% pour ses exportations. L'essor des importations provient notamment d'une montée en flèche des achats de l'Australie, les livraisons massives de blé à l'U.R.S.S. et le niveau élevé des cours de la laine et du sucre ayant procuré à ce pays, l'année précédente, de confortables recettes en devises. L'augmentation des exportations de ce groupe a été due principalement à une forte amélioration des ventes du



Remarque : Le groupe des pays industrialisés comprend les pays d'Europe occidentale et d'Amérique du Nord, l'Afrique du Sud, l'Australie, le Japon et la Nouvelle-Zélande. Le groupe constitué par la réunion des pays industrialisés et des pays en voie de développement est appelé monde occidental. Le groupe des économies planifiées à l'échelon central comprend l'U.R.S.S., l'Europe de l'Est, la Chine continentale et Cuba.

Japon, pays qui entre pour plus de la moitié des exportations totales. Les livraisons à l'étranger des Etats-Unis et du Canada se sont élevées de 15%, tandis que le développement des achats a été moins marqué (10,5%). En Europe occidentale, au contraire, les importations ont progressé de 12,5%, soit un peu plus rapidement que les exportations (11,5%). Les exportations des pays de la C.E.E. se sont développées près de deux fois plus vite que celles des membres de l'A.E.L.E., dont la progression globale a été freinée par l'allure trop lente des ventes de la Grande-



Bretagne. En revanche, à la suite de la montée en flèche des importations du Royaume-Uni, les achats à l'étranger du groupe de l'A.E.L.E. ont, fait exceptionnel, progressé à un rythme plus rapide que ceux de la C.E.E.

Si l'on considère l'évolution du commerce mondial au cours de la période 1954-1964, on constate que le taux annuel cumulé d'accroissement des exportations a été de 7% pendant ces dix années. Pendant les cinq premières, il ressort à 5,5% et à 8,5% pendant la seconde moitié de la période considérée. Pour le groupe des pays industrialisés, le taux s'est établi à 6,5% entre 1954 et 1959, et à 9% pour les cinq années suivantes, marquées par la création de la C.E.E. et de l'A.E.L.E.

Les exportations du groupe des économies planifiées à l'échelon central, parties d'un faible niveau en 1954, ont progressé de 8,5% par an en moyenne au cours des neuf années suivantes (au moment de la rédaction du Rapport, on ne possédait pas encore de données chiffrées complètes pour 1964); ce taux dépasse quelque peu celui des exportations des pays industrialisés, mais en limitant la comparaison à la période 1959-1963, on obtient, au contraire, un taux d'accroissement plus lent.

Les exportations des pays en voie de développement ont suivi de loin celles de tous les autres pays, leur pourcentage d'augmentation s'établissant respectivement à 3 et à 6% pour les cinq premières et les cinq dernières années de la période considérée. En conséquence, la part de ce groupe de pays dans le commerce mondial a fléchi de 28% en 1954 à 22% en 1964. L'Amérique latine, dont les exportations se sont accrues moitié moins vite environ que celles d'autres pays en voie de développement, a vu sa part dans le total des exportations tomber de 9,5 à 6,5%.



**Balance mondiale des paiements.**

1962	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 . . . . .	—	— 0,9	— 1,5
de l'Europe occidentale . . .	+ 0,9	—	— 0,7
du reste du monde . . . . .	+ 1,5	+ 0,7	—
Total des opérations courantes . . . . .	+ 2,4	— 0,2	— 2,2
Opérations en capital, erreurs et omissions . . . . .	— 4,6	+ 2,4	+ 2,6
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. . . . .	— 2,2	+ 2,2	+ 0,4
Ventes d'or monétaire . . . . .	—	—	+ 0,3
<b>1963</b>			
Balance des paiements courants à l'égard des Etats-Unis . . . . .	—	— 1,2	— 1,8
de l'Europe occidentale . . .	+ 1,2	—	— 0,3
du reste du monde . . . . .	+ 1,8	+ 0,3	—
Total des opérations courantes . . . . .	+ 3,0	— 0,9	— 2,1
Opérations en capital, erreurs et omissions . . . . .	— 5,0	+ 2,6	+ 3,0
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. . . . .	— 2,0	+ 1,7	+ 0,9
Ventes d'or monétaire . . . . .	—	—	+ 0,8
<b>1964</b>			
Balance des paiements courants à l'égard des Etats-Unis . . . . .	—	— 1,9	— 3,6
de l'Europe occidentale . . .	+ 1,9	—	0
du reste du monde . . . . .	+ 3,6	0	—
Total des opérations courantes . . . . .	+ 5,5	— 1,9	— 3,6
Opérations en capital, erreurs et omissions . . . . .	— 6,7	+ 3,5	+ 3,3
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. et au titre des A.G.E. . . . .	— 1,2	+ 1,6	— 0,3
Ventes d'or monétaire . . . . .	—	—	+ 0,7

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. Les chiffres ci-dessus ne comprennent pas les réserves de l'U.R.S.S., des autres pays d'Europe orientale, de la Chine continentale et de la Corée du Nord. Les réserves des Etats-Unis sont indiquées après déduction des engagements à court terme en dollars à l'égard des détenteurs officiels étrangers et des avoirs officiels étrangers en titres non négociables du gouvernement des Etats-Unis. Les réserves de la Grande-Bretagne sont indiquées après déduction des engagements en sterling à l'égard des autorités monétaires des pays d'outre-mer. 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.

L'augmentation en valeur des exportations des pays en voie de développement a été due avant tout à une expansion des ventes, dont la cadence s'est accélérée pendant la période 1959-1964. Les termes de l'échange, devenus défavorables de

1954 à 1957 en raison de la hausse des prix des produits importés, sont demeurés ensuite assez stables jusqu'en 1962, année à partir de laquelle ils se sont légèrement améliorés à la suite du relèvement des prix des produits exportés. La progression en valeur des importations, en cadence annuelle, a suivi de très près celle des exportations au cours des dix années considérées (4,5%), mais, alors que pendant la première moitié de la période le pourcentage d'accroissement des importations (4%) a dépassé celui des exportations, pendant la seconde moitié de celle-ci, le taux de croissance des achats à l'étranger (5%) a été inférieur à celui des ventes à l'étranger.

Le tableau ci-après indique les changements intervenus dans la situation de la balance mondiale des paiements au cours des trois dernières années. Il permet de constater qu'en 1964, l'excédent courant des Etats-Unis s'est accru de \$2,5 milliards et que cette variation a été imputable pour les deux tiers aux transactions avec les zones autres que l'Europe occidentale. Dans le même temps, les exportations de capitaux des Etats-Unis ont augmenté de \$1,7 milliard et, à l'exception de \$300 millions, ces capitaux supplémentaires se sont dirigés vers l'Europe occidentale.

Les réserves de l'Europe occidentale ont progressé autant en 1964 que l'année d'avant, un afflux plus important de capitaux ayant compensé la détérioration de \$1 milliard de la balance des opérations courantes.

Dans le reste du monde, compte tenu des ventes d'or monétaire, les réserves qui s'étaient renforcées de \$1,7 milliard en 1963, n'ont progressé que de \$400 millions en 1964. Compte non tenu des ventes d'or monétaire, le déficit des opérations courantes s'est aggravé de \$1,5 milliard, exclusivement à l'égard des Etats-Unis, et ce mouvement n'a été contrebalancé qu'à raison de \$300 millions par des entrées accrues de capitaux. Pour plus de commodité, on peut répartir ces pays en deux groupes: celui des cinq pays développés - Afrique du Sud, Australie, Canada, Japon, Nouvelle-Zélande - d'une part, et celui des pays moins développés de l'autre. La détérioration enregistrée en 1964 par la balance des paiements des pays constituant le « reste du monde » est attribuable pour un quart aux cinq pays développés, dont les recettes en capital ont en outre légèrement fléchi. Quant aux pays moins développés, leur balance des paiements courants, qui était en équilibre en 1963, s'est détériorée en 1964, accusant un déficit de \$1,2 milliard. Toutefois, comme leurs recettes en capital sont passées de \$1,2 à \$1,6 milliard, ils ont continué à renforcer leurs réserves, de \$400 millions seulement à vrai dire, au lieu de \$1,1 milliard en 1963.

La circulation des capitaux dans le monde a continué d'être caractérisée, en 1964, par de très importants mouvements des Etats-Unis vers l'Europe occidentale aussi bien que vers le reste du monde. Comme les années précédentes, toutefois,

les importations nettes de capitaux des pays moins développés ont été inférieures en 1964 au montant brut des capitaux qu'ils ont reçus. Il semblerait toutefois que les capitaux venant de ces pays plus pauvres aient représenté une part moins importante qu'en 1963 des entrées de fonds en Europe.

### **Balances des paiements.**

*Etats-Unis.* En 1964, le déficit de la balance des transactions normales des Etats-Unis a atteint \$3,1 milliards, soit un peu moins que l'année précédente. L'excédent de la balance commerciale est passé de \$3,8 à \$6 milliards et les dépenses nettes au titre des transactions officielles ont été réduites de \$600 millions, mais l'amélioration de ces deux postes a été presque entièrement compensée par une progression de \$4,3 à \$7 milliards des sorties nettes de capitaux privés – y compris les opérations non enregistrées. La moitié environ du déficit des transactions normales a été notée au cours du dernier trimestre.

Les exportations commerciales ont progressé de \$3,1 milliards, soit 17% en 1964, et les exportations financées par le gouvernement de quelque \$100 millions, soit 4%. Alors que pendant le premier semestre les exportations globales, après correction des variations saisonnières, ont été à peine légèrement supérieures au niveau élevé du dernier trimestre de 1963, au cours de la seconde moitié de 1964, elles ont dépassé de \$900 millions le chiffre des six premiers mois. Toutefois, ce gain s'explique, à concurrence de \$200 millions environ, par l'accélération des livraisons en prévision de la grève des dockers.

Les ventes à l'étranger de produits non agricoles ont progressé l'an dernier de \$2,5 milliards, contre \$860 millions en 1963, les matières premières à usage industriel s'étant accrues de \$950 millions et les ventes de biens d'équipement – machines principalement – de \$900 millions. L'augmentation des exportations de produits non agricoles a été due à concurrence de plus de 50% à la progression des ventes à l'Europe occidentale (\$750 millions) et au Canada (\$620 millions). Dans le cas de l'Europe occidentale, l'expansion de la demande a porté avant tout sur des approvisionnements et des matières premières à usage industriel alors que, pour le Canada, elle a été imputable aux biens d'équipement, vraisemblablement en raison de tensions sur le potentiel de production de l'industrie canadienne. Les ventes au Japon ont monté de \$200 millions, c'est-à-dire dans une moindre mesure que l'année précédente; elles ont sans doute été affectées par la politique restrictive de ce pays. L'accroissement des recettes en devises de l'Amérique latine, de l'Australie et de l'Afrique du Sud a sensiblement stimulé les exportations à destination de ces zones. Les exportations de produits agricoles se sont accrues l'an dernier de \$650

**Etats-Unis: Balance des transactions normales.**

Rubriques	1963	1964	1964				1965
			par trimestres, variations saisonnières éliminées				1er
			1er	2ème	3ème	4ème	
en millions de dollars							
<b>Opérations commerciales</b>							
Exportations . . . . .	19.270	22.380	5.470	5.345	5.615	5.950	n.d.
Importations . . . . .	16.995	18.635	4.415	4.605	4.715	4.900	4.665
Balance commerciale . . .	+ 2.275	+ 3.745	+ 1.055	+ 740	+ 900	+ 1.050	n.d.
Revenu des investissements . . .	+ 3.275	+ 3.860	+ 1.030	+ 1.000	+ 1.020	+ 810	+ 1.180
Envois de fonds . . . . .	- 825	- 830	- 195	- 205	- 215	- 215	- 220
Autres services . . . . .	- 945	- 760	- 170	- 220	- 200	- 170	n.d.
Balance des opérations commerciales et des services	+ 3.780	+ 6.015	+ 1.720	+ 1.315	+ 1.505	+ 1.475	n.d.
<b>Opérations pour le compte du gouvernement</b>							
Exportations . . . . .	+ 2.720	+ 2.840	+ 640	+ 710	+ 755	+ 735	n.d.
Services . . . . .	+ 600	+ 580	+ 135	+ 145	+ 150	+ 150	n.d.
Dépenses militaires, recettes déduites	- 2.240	- 2.050	- 505	- 580	- 510	- 455	- 485
Dons et prêts . . . . .	- 3.785	- 3.660	- 780	- 910	- 935	- 1.035	- 785
Engagements divers non liquides*	+ 0	+ 205	+ 0	+ 0	+ 205	+ 0	n.d.
Total . . . . .	- 2.705	- 2.085	- 510	- 635	- 335	- 605	n.d.
Mouvements de capitaux privés	- 3.995	- 6.090	- 1.335	- 1.275	- 1.580	- 1.900	- 1.155
Erreurs et omissions . . . . .	- 340	- 895	- 140	- 30	- 250	- 475	- 95
Balance des transactions normales . . . . .	- 3.260	- 3.055	- 265	- 625	- 660	- 1.505	- 730
moins: éléments d'ajustement des variations saisonnières . . . . .	-	-	- 335	- 35	+ 350	+ 20	- 515
Balance des transactions normales et spéciales avant ajustement des variations saisonnières . . . . .	- 3.260	- 3.055	+ 70	- 590	- 1.010	- 1.525	- 215

\* Titres non négociables du gouvernement des Etats-Unis, d'une valeur de \$204 millions, souscrits par le Canada en contrepartie de la participation américaine de \$254 millions, prévue par le « Columbia River Treaty », qui est comprise dans les mouvements de capitaux privés.

millions; les ventes de caractère commercial ont représenté 85% de l'augmentation. Les deux tiers de celle-ci ont été enregistrés durant les six premiers mois au cours duquel l'U.R.S.S. et l'Europe de l'Est ont acheté pour \$160 millions de céréales aux Etats-Unis.

Les importations ont progressé de \$1,6 milliard, soit 10% en 1964 et, comme les exportations, elles ont atteint un maximum pendant le dernier trimestre. Les approvisionnements et les matières premières à usage industriel sont intervenus à raison de \$750 millions dans l'augmentation annuelle et les produits finis à concurrence de la majeure partie de la différence. La montée modérée des achats de denrées alimentaires et de boissons est principalement imputable à une forte hausse des cours du café.

Le revenu net des investissements privés, qui est la composante la plus importante des postes invisibles, a atteint près de \$3,9 milliards l'an dernier, soit \$600 millions de plus qu'en 1963, année pendant laquelle il avait légèrement fléchi. Dans l'ensemble, ce poste n'a cessé de s'améliorer depuis la fin de la guerre et, en 1964, il était quatre fois et demie plus élevé qu'en 1947. Le revenu des investissements directs du secteur privé, qui représente quelque 70% du total, est passé l'an dernier de \$3,1 à \$3,6 milliards. Ce gain a été constitué en partie par les recettes provenant de nouveaux gisements de pétrole africains mis en exploitation en 1964. Il s'est produit également un accroissement de près de \$200 millions du revenu des autres investissements privés. Les décaissements des Etats-Unis au titre du revenu des investissements privés ont progressé de \$60 millions.

Les dépenses militaires nettes ont été progressivement ramenées de leur maximum de \$3,1 milliards en 1958 à \$2,1 milliards en 1964, année pendant laquelle un cinquième de cette diminution a été enregistré. Ce résultat a été obtenu avant tout par un redéploiement plus rationnel des forces armées stationnées à l'étranger et par un accroissement des ventes au comptant de matériel militaire, qui sont passées de \$300 millions en 1958 à \$700 millions en 1964. Au cours de la même période, le montant net des dons et des prêts du gouvernement au titre de l'aide à l'étranger est passé de \$2,6 à \$3,7 milliards, mais ce poste enregistre des opérations ne donnant pas lieu à des sorties directes de dollars, l'aide étant dorénavant presque entièrement liée à des fournitures de biens et de services produits aux Etats-Unis.

Les sorties nettes de capitaux privés ont progressé de \$4,3 à \$6,4 milliards en 1964 et cette augmentation a porté, à concurrence des deux tiers, sur des capitaux à court terme.

En dépit d'une diminution de \$430 millions des placements nets de portefeuille, les sorties nettes de capitaux américains à long terme ont augmenté de \$680 millions, les investissements directs s'étant élevés de plus de \$400 millions et les autres investissements opérés par les banques et le secteur non bancaire de près de \$700 millions.

La progression des investissements directs, qui a atteint \$2,3 milliards en 1964 (dont plus de la moitié à destination de l'Europe), s'est poursuivie à une cadence régulière durant les trois premiers trimestres, mais s'est accélérée au cours des trois derniers mois. Les placements de portefeuille se sont, eux aussi, concentrés sur le dernier trimestre en raison principalement du lancement simultané d'émissions canadiennes qui avait été différé en attendant l'entrée en application de la taxe de péréquation de l'intérêt. De ce fait, les investissements de portefeuille se sont élevés à \$505 millions au cours des trois derniers mois, contre \$675 millions pour l'année tout entière.

**Etats-Unis: Mouvements de capitaux privés.**

Rubriques	1963	1964	1964			
			par trimestres, variations saisonnières éliminées			
			1er	2ème	3ème	4ème
en millions de dollars						
<b>Capitaux américains</b>						
<b>A long terme</b>						
Investissements directs . . . .	- 1.885	- 2.300	- 515	- 570	- 575	- 640
Investissements de portefeuille .	- 1.105	- 675	+ 40	- 125	- 85	- 505
<b>Divers</b>						
Secteur bancaire . . . . .	- 740	- 940	- 265	- 100	- 245	- 330
Secteur non bancaire . . . . .	+ 160	- 335	- 10	- 55	- 265	- 5
<b>Total . . . . .</b>	<b>- 3.570</b>	<b>- 4.250</b>	<b>- 750</b>	<b>- 850</b>	<b>- 1.170</b>	<b>- 1.480</b>
<b>A court terme</b>						
Banques . . . . .	- 745	- 1.530	- 450	- 460	- 175	- 445
Secteur non bancaire . . . . .	+ 10	- 580	- 160	- 95	- 230	- 95
<b>Total . . . . .</b>	<b>- 735</b>	<b>- 2.110</b>	<b>- 610</b>	<b>- 555</b>	<b>- 405</b>	<b>- 540</b>
<b>Total des sorties de capitaux américains . . . . .</b>	<b>- 4.305</b>	<b>- 6.360</b>	<b>- 1.360</b>	<b>- 1.405</b>	<b>- 1.575</b>	<b>- 2.020</b>
<b>Capitaux étrangers</b>						
<b>A long terme . . . . .</b>	<b>+ 330</b>	<b>+ 165</b>	<b>+ 15</b>	<b>+ 115</b>	<b>- 65</b>	<b>+ 90</b>
<b>A court terme . . . . .</b>	<b>- 20</b>	<b>+ 115</b>	<b>+ 10</b>	<b>+ 15</b>	<b>+ 60</b>	<b>+ 30</b>
<b>Total des entrées de capitaux étrangers . . . . .</b>	<b>+ 310</b>	<b>+ 270</b>	<b>+ 25</b>	<b>+ 130</b>	<b>- 5</b>	<b>+ 120</b>
<b>Total des sorties de capitaux privés . . . . .</b>	<b>- 3.995</b>	<b>- 6.090</b>	<b>- 1.335</b>	<b>- 1.275</b>	<b>- 1.580</b>	<b>- 1.900</b>

L'accroissement de la tension sur des marchés financiers étrangers, conjugué avec le freinage des opérations sur titres aux Etats-Unis, a entraîné un développement sensible des prêts américains à long terme sous d'autres formes que les investissements directs et de portefeuille. Ces prêts sont passés de \$580 millions à \$1.280 millions. Tandis que les banques accroissaient leurs prêts de \$200 millions, les établissements à vocation non financière passaient de la position d'emprunteurs nets à celle de prêteurs nets, l'écart entre les deux positions se chiffrant par \$500 millions. Ce revirement a été provoqué pour moitié par un versement de \$254 millions au Canada aux termes du «Columbia River Treaty». En contrepartie, le Canada a placé, sur le montant qu'il a reçu, \$204 millions en valeurs non négociables du gouvernement des Etats-Unis. (Celles-ci sont comptabilisées dans le poste «engagements divers non liquides» de la balance des opérations ordinaires.)

Quant aux mouvements de capitaux à court terme, les sorties nettes ont progressé de \$735 millions en 1963 à \$2.110 millions l'année dernière, les banques ayant participé à cette augmentation à concurrence de \$785 millions et le secteur non bancaire à raison de \$590 millions. L'expansion des prêts bancaires à court terme, qui s'était amorcée durant le dernier trimestre de 1963, s'est poursuivie à une

très vive allure en 1964, sauf au cours du troisième trimestre. Le Japon a été le principal emprunteur à court terme pendant les deux années écoulées, mais sa part est tombée approximativement de 65 à 25 % du total, l'Amérique latine et d'autres pays, exception faite du Canada, ayant considérablement développé leurs emprunts aux banques américaines. En revanche, les entreprises canadiennes ont fait appel avant tout aux crédits directs consentis par des entreprises commerciales américaines. Les créances à court terme de ces dernières ont accusé, en 1964, une augmentation de \$590 millions, dont \$285 millions sur des entreprises canadiennes.

Pour contenir les sorties de capitaux, le Président des Etats-Unis a adressé au Congrès, en février 1965, un message dont on trouvera un exposé détaillé dans la Première Partie, pages 9 et 10. Les dispositions effectivement appliquées et les prévisions des agents économiques ont exercé, semble-t-il, une influence favorable sur le cours des événements pendant le premier trimestre. D'après des résultats provisoires, le déficit de la balance des transactions normales a atteint, pendant le premier trimestre de 1965, \$730 millions seulement, soit la moitié environ de celui du quatrième trimestre de 1964.

*Canada.* L'excédent global de la balance des paiements a progressé de \$135 millions en 1963 à \$335 millions l'an dernier; la moitié environ de cette augmentation a été due à une réduction du déficit des opérations courantes et la différence à une accélération de l'afflux de capitaux à long terme.

Le commerce extérieur s'est développé plus rapidement en 1964 que l'année précédente, les exportations s'étant accrues de 16 % et les importations de presque autant. Les ventes de céréales à l'U.R.S.S., aux pays de l'Europe orientale et à Cuba ont monté de \$180 à \$280 millions et les exportations de la plupart des autres produits de base et d'articles manufacturés ont également accusé de fortes augmentations. L'accroissement des importations a résulté dans une large mesure de l'expansion des investissements des entreprises. L'augmentation des achats de machines industrielles et de véhicules à moteur est intervenue à concurrence d'un cinquième environ dans l'expansion globale des importations.

Sous l'effet conjugué d'un relèvement des dépenses des touristes canadiens à l'étranger et de l'augmentation du service des intérêts et des dividendes à des non-résidents, le déficit de la balance des transactions invisibles s'est accru de \$85 millions l'an dernier. L'amélioration, en chiffres nets, de la balance des paiements courants ressort ainsi à \$95 millions. Alors que le déficit des opérations courantes du Canada avec les Etats-Unis s'est élargi de \$440 millions, son excédent envers d'autres pays s'est accru de \$535 millions.

**Canada: Balance des paiements.**

Rubriques	1963	1964	1964			
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en millions de dollars E.U.						
<b>Commerce (f.o.b.)</b>						
Exportations . . . . .	6.550	7.620	1.600	2.035	2.015	1.970
Importations . . . . .	6.085	6.975	1.570	1.895	1.690	1.820
<b>Balance commerciale . . . . .</b>	<b>+ 465</b>	<b>+ 645</b>	<b>+ 30</b>	<b>+ 140</b>	<b>+ 325</b>	<b>+ 150</b>
<b>Services</b>						
Intérêts et dividendes . . . . .	- 600	- 625	- 160	- 145	- 145	- 175
Tourisme . . . . .	+ 20	- 45	- 85	- 45	+ 110	- 25
Divers . . . . .	- 400	- 395	- 100	- 95	- 95	- 105
<b>Total . . . . .</b>	<b>- 980</b>	<b>- 1.065</b>	<b>- 345</b>	<b>- 285</b>	<b>- 130</b>	<b>- 305</b>
<b>Balance des paiements courants</b>	<b>- 515</b>	<b>- 420</b>	<b>- 315</b>	<b>- 145</b>	<b>+ 195</b>	<b>- 155</b>
<b>Mouvements de capitaux à long terme</b>						
<b>Valeurs mobilières canadiennes</b>						
Nouvelles émissions . . . . .	+ 895	+ 975	+ 130	+ 290	+ 95	+ 460
Autres transactions . . . . .	- 430	- 350	- 140	- 80	- 25	- 105
<b>Valeurs mobilières étrangères</b>						
Investissements directs . . . . .	+ 120	+ 70	+ 10	- 35	+ 30	+ 65
Divers . . . . .	- 40	- 20	- 30	- 35	+ 15	+ 30
<b>Total . . . . .</b>	<b>+ 565</b>	<b>+ 675</b>	<b>- 35</b>	<b>+ 110</b>	<b>+ 160</b>	<b>+ 440</b>
<b>Balance des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme . . . . .</b>	<b>+ 50</b>	<b>+ 255</b>	<b>- 350</b>	<b>- 35</b>	<b>+ 355</b>	<b>+ 285</b>
<b>Mouvements de capitaux à court terme</b>	<b>+ 85</b>	<b>+ 80</b>	<b>+ 310</b>	<b>+ 100</b>	<b>- 210</b>	<b>- 120</b>
<b>Balance totale (= variations des postes monétaires) . . . . .</b>	<b>+ 135</b>	<b>+ 335</b>	<b>- 40</b>	<b>+ 65</b>	<b>+ 145</b>	<b>+ 165</b>

\* Y compris \$50 millions de recettes nettes encaissées au titre du «Columbia River Treaty». (En vertu de ce dernier, le Canada a reçu des Etats-Unis un paiement de \$254 millions sur lesquels il a réinvesti \$204 millions en valeurs à moyen terme non négociables du gouvernement des Etats-Unis.)

Les entrées de capitaux à long terme, qui s'étaient à peu près arrêtées au milieu de 1963 à la suite de l'annonce du projet américain de taxe de péréquation de l'intérêt, ont repris au cours du second trimestre de 1964. Après l'adoption au début de septembre du projet exonérant le Canada de la taxe, les nouvelles émissions sur le marché de New York ont accusé une forte recrudescence d'activité. L'entrée nette de capitaux à long terme, qui s'était chiffrée par \$540 millions durant le premier semestre de 1963 et par \$25 millions au cours des six derniers mois, s'est élevée à \$75 millions et à \$600 millions respectivement pendant le premier et le deuxième semestre de 1964. Tandis que, pour l'année entière, les ventes



nettes de valeurs canadiennes à des non-résidents progressaient de \$160 millions, les investissements directs nets au Canada fléchissaient encore de \$50 millions. Avec \$70 millions, ils ont été les plus faibles de toute la période d'après-guerre, ne représentant plus que quelque 12% du montant sans précédent de \$555 millions, enregistré en 1960.

*Pays européens de l'O.C.D.E.* La balance des paiements courants des pays européens de l'O.C.D.E., à peu près équilibrée en 1962, a été déficitaire de près de \$800 millions en 1963 et de \$1,7 milliard l'an dernier. Le déficit a été dû, dans les deux cas, à une augmentation de l'excédent d'importations.

Alors qu'en 1963 la détérioration avait été imputable aux pays de la C.E.E., en 1964 elle l'a été aux membres de l'A.E.L.E. En fait, l'aggravation du déficit de la balance commerciale européenne pendant chacune de ces deux années a été due en premier lieu à l'accroissement des importations d'un seul pays, à savoir l'Italie en 1963 et la Grande-Bretagne en 1964.

La balance commerciale des pays de la C.E.E., qui avait enregistré un déficit de \$510 millions en 1963, a été presque en équilibre l'an dernier. Ce redressement tient essentiellement à une réduction de \$1 milliard de l'excédent d'importations de l'Italie. En revanche, le déficit de la balance commerciale des Pays-Bas s'est accru de \$400 millions et la balance commerciale de la France s'est dégradée à concurrence de \$290 millions. L'excédent d'exportations de l'Allemagne a augmenté de \$170 millions. Les recettes nettes des pays de la C.E.E. au titre des services, qui ont eu tendance à fléchir au cours des dernières années, se sont élevées à près de \$450 millions. Au total, la balance des paiements courants de ce groupe de pays a laissé un excédent de \$420 millions en 1964, contre \$25 millions seulement l'année précédente.

Le déficit des opérations courantes du groupe des pays de l'A.E.L.E. est passé de \$265 millions en 1963 à \$1,6 milliard l'an dernier. Cette détérioration s'explique en totalité par le déficit des opérations commerciales en raison de la montée en flèche des achats à l'étranger de la Grande-Bretagne, dont le déficit commercial a progressé de \$1,3 milliard. L'Autriche, le Danemark, le Portugal et la Suisse ont accusé, eux aussi, une augmentation de leurs excédents d'importations de \$365 millions, dont un tiers pour le Danemark. A l'inverse, la balance commerciale cumulée de la Norvège et de la Suède s'est améliorée à concurrence de \$60 millions. Les recettes nettes au titre des postes invisibles ont progressé de \$300 millions, du fait principalement des recettes plus élevées provenant du tourisme en Autriche et au Portugal et de la marine marchande au Danemark et en Norvège.

En ce qui concerne les cinq autres pays de l'O.C.D.E., la situation de la balance des paiements courants de l'Espagne et de la Turquie s'est améliorée en 1964, tandis qu'elle restait pratiquement inchangée en Islande et s'aggravait en Grèce et en Irlande. En Espagne, le mouvement ascendant des recettes invisibles, notamment de celles provenant du tourisme et des transferts des émigrants, a compensé, et au-delà, l'expansion des importations, de sorte qu'un déficit de \$130 millions de la balance des paiements courants a fait place à un excédent de \$60 millions. L'important déficit des paiements courants de la Turquie s'est quelque peu réduit grâce à un fléchissement des importations.

La dégradation de la balance des paiements courants de la Grèce a été provoquée par une forte progression des achats à l'étranger. En outre, les recettes nettes au titre des services se sont amenuisées, les transferts des émigrants et les apports provenant du tourisme s'étant réduits. En conséquence, le déficit des paiements courants est passé de \$50 à \$205 millions.

En Irlande, une hausse de 7% des prix à l'exportation n'a pas contrebalancé l'augmentation en valeur des importations, de sorte que le déficit commercial s'est accru de \$40 millions en 1964 par rapport à l'année précédente. Les recettes nettes provenant des postes invisibles n'ont compensé que partiellement ce mouvement. Le déficit de la balance commerciale de l'Islande s'est aussi aggravé l'an dernier en raison d'importants achats de navires et d'avions. Cependant, ces opérations étant financées par des crédits de l'étranger, la balance globale a, en définitive, fait apparaître un excédent.

Pour l'ensemble des pays de l'O.C.D.E., les entrées nettes de capitaux (calculées en faisant la différence entre la variation des réserves et la balance des paiements courants) sont passées de \$2,8 milliards en 1963 à \$3,2 milliards l'an dernier. Cet accroissement a été imputable pour les deux cinquièmes aux mouvements de capitaux à long terme identifiés et, pour le reste, aux mouvements de capitaux à court terme, aux mouvements de caractère monétaire autres que ceux des réserves officielles, ainsi qu'aux erreurs et omissions. L'entrée nette de capitaux à long terme identifiés est passée de \$115 à \$275 millions. Cette progression masque trois changements importants intervenus en Allemagne, en Grande-Bretagne et en Italie. En Allemagne, où des sorties nettes ont fait place à des entrées nettes, on a noté un renversement de \$760 millions, tandis qu'en Italie un mouvement encore plus accentué était enregistré en sens inverse. En Grande-Bretagne, les sorties nettes de capitaux à long terme, qui avaient déjà atteint près de \$500 millions en 1963, ont fait l'an dernier un bond considérable, passant à plus de \$1 milliard. Au sein de la C.E.E., les mouvements enregistrés en Allemagne et en Italie se sont à peu près neutralisés. Etant donné, toutefois, que les sorties de ressources publiques

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

Pays	Années	Balance commerciale (f.o.b.)	Services <sup>1</sup>	Balance des paiements courants	Mouvements nets de capitaux (entrées +) <sup>2</sup>		Balance globale <sup>3</sup>
					Long terme	Court terme	
en millions de dollars E.U.							
Allemagne . . . . .	1963	+ 2.345	- 2.125	+ 220	+ 490	+ 10	+ 720
	1964	+ 2.515	- 2.415	+ 100	- 270	+ 395	+ 225
France . . . . .	1963	+ 175	+ 335	+ 510	+ 85	+ 265 <sup>4</sup>	+ 860
	1964	+ 115	+ 200	+ 85	+ 465	+ 265 <sup>4</sup>	+ 815
Italie . . . . .	1963	- 2.495 <sup>5</sup>	+ 1.605	- 890	- 355	+ 835	- 410
	1964	- 1.485 <sup>5</sup>	+ 1.820	+ 335	+ 440	- 410	+ 365
Pays-Bas . . . . .	1963	- 365	+ 635	+ 270	- 120	+ 20	+ 170
	1964	- 765	+ 660	- 105	+ 85	+ 270	+ 250
Union belgo-luxembourgeoise . . . . .	1963	- 170	+ 85	- 85		+ 305	+ 220
	1964	- 175	+ 180	+ 5		+ 245	+ 250
Total pour les pays de la C.E.E.	1963	- 510	+ 535	+ 25	+ 1.535		+ 1.560
	1964	- 25	+ 445	+ 420	+ 1.485		+ 1.905
Autriche . . . . .	1963	- 340 <sup>5</sup>	+ 360	+ 20	+ 100	+ 25	+ 145
	1964	- 415 <sup>5</sup>	+ 475	+ 60	+ 20	- 0	+ 80
Danemark . . . . .	1963	- 65	+ 115	+ 50	+ 170		+ 220
	1964	- 215	+ 160	- 55	+ 225		+ 170
Grande-Bretagne . . . . .	1963	- 225	+ 495	+ 270	- 485	+ 55	- 160
	1964	- 1.545	+ 500	- 1.045	- 1.040	+ 740	- 1.345
Norvège . . . . .	1963	- 750 <sup>5</sup>	+ 555	- 195	+ 245		+ 50
	1964	- 700 <sup>5</sup>	+ 620	- 80	+ 120		+ 40
Portugal . . . . .	1963	- 180	+ 140	- 20	+ 90	- 35	+ 35
	1964	- 175	+ 190	+ 15	+ 120	- 30	+ 105
Suède . . . . .	1963	- 190 <sup>5</sup>	+ 160	- 30	- 15		- 45
	1964	- 180 <sup>5</sup>	+ 155	- 25	+ 225		+ 200
Suisse . . . . .	1963	- 820 <sup>5</sup>	+ 460	- 360	+ 560		+ 200
	1964	- 945 <sup>5</sup>	+ 485	- 460	+ 505		+ 45
Total pour les pays de l'A.E.L.E.	1963	- 2.550	+ 2.285	- 265	+ 710		+ 445
	1964	- 4.175	+ 2.585	- 1.590	+ 885		- 705
Espagne . . . . .	1963	- 935	+ 805	- 130	+ 210	+ 20	+ 100
	1964	- 995	+ 1.055	+ 60	+ 265	+ 40	+ 365
Grèce . . . . .	1963	- 450 <sup>5</sup>	+ 400	- 50	+ 100	- 40	+ 10
	1964	- 575 <sup>5</sup>	+ 370	- 205	+ 190	+ 5	- 10
Irlande . . . . .	1963	- 310 <sup>5</sup>	+ 250	- 60	+ 70		+ 10
	1964	- 350 <sup>5</sup>	+ 265	- 85	+ 100		+ 15
Islande . . . . .	1963	- 5	+ 0	- 5	+ 5		- 0
	1964	- 10	+ 5	- 5	+ 10		+ 5
Turquie . . . . .	1963	- 320 <sup>5</sup>	+ 40	- 280	+ 215		- 65
	1964	- 255 <sup>5</sup>	+ 5	- 250	+ 260		+ 10
Total général . . . . .	1963	- 5.080	+ 4.315	- 765	+ 2.825		+ 2.060
	1964	- 6.385	+ 4.730	- 1.655	+ 3.240		+ 1.585

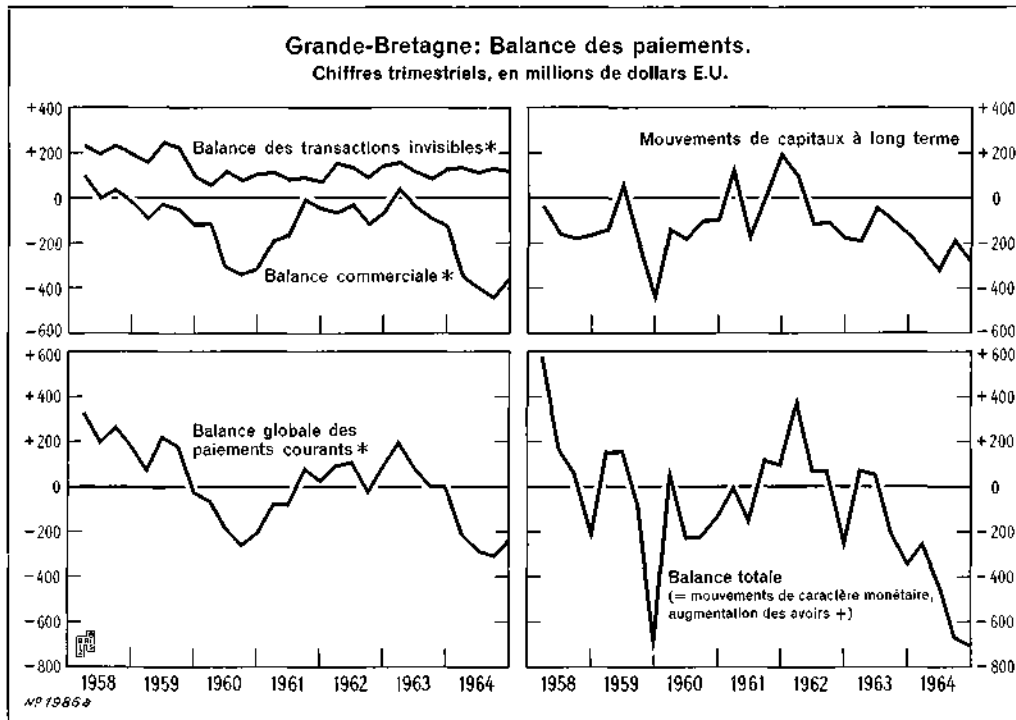
<sup>1</sup> Y compris les transferts gratuits. <sup>2</sup> Chiffres obtenus en faisant la différence entre, d'une part, la balance des paiements courants et, d'autre part, la balance globale. Les mouvements de capitaux à long terme ont été repris séparément chaque fois qu'il a été possible de le faire. Les chiffres globaux ou les chiffres relatifs aux mouvements de capitaux à court terme comprennent les erreurs et omissions ainsi que des mouvements monétaires autres que ceux des réserves officielles. <sup>3</sup> Correspond aux changements survenus dans les réserves nettes et dans la position nette envers le F.M.I., y compris la position au titre des Accords généraux d'emprunt. <sup>4</sup> Y compris la balance des territoires français d'outre-mer vis-à-vis des pays situés hors de la zone franc. <sup>5</sup> Importations c.a.f.

de France se sont fortement réduites tandis que les investissements étrangers aux Pays-Bas se sont sensiblement développés l'an dernier, les entrées nettes de capitaux à long terme dans la C.E.E. — abstraction faite de l'Union belgo-luxembourgeoise pour laquelle on ne dispose pas de renseignements — ont progressé de \$100 millions pour atteindre plus de \$700 millions.

*Grande-Bretagne.* La situation de la balance des paiements a été le trait caractéristique de l'évolution économique de la Grande-Bretagne en 1964. Un déficit de \$2,1 milliards, réparti à peu près également entre la balance des paiements courants et celle des mouvements de capitaux à long terme, a été enregistré pour l'ensemble de l'année. Il avait commencé de se manifester au cours du second semestre de 1963. Sa cadence annuelle atteignait \$1,8 milliard au premier trimestre de 1964 et, pendant les deux trimestres suivants, un chiffre encore plus élevé. Durant les trois premiers trimestres, il avait été couvert en majeure partie par un important afflux de fonds vers Londres. Pendant les trois derniers mois, alors que le déficit n'atteignait plus son point culminant tout en demeurant considérable, un très vaste mouvement de sorties de capitaux est venu l'aggraver, provoquant une crise caractérisée. Des mesures ont alors été prises, qui étaient destinées principalement à redresser la balance commerciale. Cependant, celle-ci accusait des signes de redressement, tant à l'importation qu'à l'exportation, et il n'est guère douteux que le déficit global du premier trimestre de 1965 a été très inférieur à celui de n'importe quel trimestre de 1964. Par la suite, le projet de budget présenté en avril 1965 a prévu une série de dispositions tendant à réduire d'une manière permanente et appréciable les sorties nettes de capitaux.

Avant d'exposer les événements de 1964, il y a lieu d'examiner certains traits marquants de la balance des paiements de la Grande-Bretagne au cours des dernières années. Pendant la période de sept ans allant de 1958 à 1964 — années qui ont été respectivement les meilleures et les plus mauvaises du point de vue de la balance des paiements — on est frappé, en premier lieu, par l'évolution cyclique des mouvements de la balance commerciale et, partant, de celle des paiements courants. Il existe un écart considérable entre les sommets atteints en 1958 et en 1962 et les creux enregistrés en 1960 et en 1964. En second lieu, la balance commerciale et la balance des paiements courants ont eu l'une et l'autre tendance à se dégrader progressivement pendant toute la période considérée, car le redressement survenu à partir du faible niveau de 1960 n'a pas rétabli la situation de 1958 et le fléchissement de 1963-64 a porté le déficit des paiements courants à un montant beaucoup plus élevé que celui de 1960.

La détérioration de la balance des paiements courants en 1958-60 et 1963-64 peut s'expliquer par l'apparition, dans les deux cas, d'une situation de suremploi



\* Corrigée des variations saisonnières.

des ressources intérieures. D'autre part, pour 1963-64, il faut tenir compte de la hausse des prix des denrées alimentaires et des matières premières importées. La tendance défavorable constatée durant toute la période couverte par les graphiques est un phénomène différent. La position de la Grande-Bretagne face à ses concurrents étrangers s'est quelque peu affaiblie, ainsi qu'en témoigne la diminution de 18% en 1958 à 14% en 1964 de la part de ce pays dans les exportations mondiales de produits manufacturés. Depuis quelques années, l'Europe occidentale offre aux produits britanniques le débouché dont l'élargissement est le plus rapide; ce mouvement aurait même pu connaître une expansion encore plus vive sans la scission entre la C.E.E. et l'A.E.L.E. On mentionnera, en outre, que la part des produits finis dans les importations totales de la Grande-Bretagne a progressé de 8 à 15% pendant cette période.

Si l'on considère les deux principales périodes de détérioration de la balance des paiements courants, on constate que la première s'est étendue sur sept trimestres allant de la fin de 1959 jusqu'au milieu de 1961 et que la seconde a débuté au cours du troisième trimestre de 1963 et s'est prolongée jusqu'à la fin de 1964. Etant donné la situation des réserves monétaires de la Grande-Bretagne, des déficits de la balance des opérations courantes atteignant une telle ampleur dans un pays traditionnellement exportateur de capitaux à long terme, eussent été impossibles

s'ils n'avaient pas coïncidé avec des afflux de fonds vers Londres. L'année 1960 avait été marquée par une très forte augmentation des avoirs sur cette place des pays ne faisant pas partie de la zone sterling — Europe en particulier — alors qu'en 1963-64, les territoires d'outre-mer membres de la zone sterling ont enregistré un excédent de paiements et les collectivités locales de la Grande-Bretagne ont emprunté par l'intermédiaire du marché de l'Euro-dollar.

Pour l'ensemble des sept années considérées, on constate que la moyenne trimestrielle des postes identifiés de la balance des paiements courants est en fait en équilibre. Les sorties trimestrielles de capitaux à long terme ont été en moyenne de \$125 millions. Même en admettant qu'une grande partie du « poste résiduel » favorable de \$25 millions par trimestre représente des recettes courantes non identifiées, au cours de ces sept années les sorties nettes de capitaux à long terme de la Grande-Bretagne ont été financées principalement par une modification de \$2,6 milliards de la position monétaire extérieure du pays, sur lesquels \$2 milliards ont été enregistrés en 1964. Les réserves officielles n'ayant pour ainsi dire pas varié entre le début et la fin de la période, le financement a été réalisé en quasi-totalité par une augmentation des engagements envers l'étranger. Les emprunts officiels auprès d'autorités monétaires étrangères et du F.M.I. se sont accrus de \$800 millions; les avoirs en sterling détenus à Londres par des non-résidents (abstraction faite de la contrepartie de l'aide officielle) ont progressé à peu près du même montant, les deux tiers de cette augmentation ayant été imputables à des détenteurs résidant dans les territoires d'outre-mer membres de la zone sterling; enfin, le reliquat, soit \$1 milliard, provenait d'entrées de fonds qui n'ont pas été comptabilisées sous forme d'un renforcement des avoirs étrangers en sterling.

En ce qui concerne la seule année 1964, la balance commerciale calculée d'après les statistiques douanières s'est détériorée à concurrence de \$1.470 millions. Les importations ont monté de \$1.960 millions, soit 15%, et les exportations de \$490 millions, soit 4%. La hausse des prix est intervenue pour un quart dans l'augmentation des paiements d'importations et pour moitié dans celle des recettes d'exportations.

Du côté des importations, l'accroissement a été imputable à concurrence de \$1.080 millions à des achats de matières premières à usage industriel, y compris les produits semi-finis, qui ont progressé de 20% par rapport à 1963. L'expansion a été due à raison d'un quart à la hausse des prix et, probablement dans une proportion encore plus forte, au renforcement du stockage. La catégorie d'importations venant au second rang pour l'augmentation a été celle des produits finis, avec \$515 millions. (En fait, si l'on considère l'augmentation en valeur relative, elle vient au premier rang, avec 29%.) Les achats de biens d'équipement se sont accrus de \$380 millions, ce qui représente plus de 40% de l'expansion des investissements en capital fixe du

**Grande-Bretagne: Balance des paiements.\***

Rubriques	1963	1964	1964			
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en millions de dollars E.U.						
<b>Commerce (f.o.b.)</b>						
Importations . . . . .	12.230	14.065	3.505	3.530	3.415	3.615
Exportations et réexportations . . .	12.005	12.520	3.155	3.225	2.985	3.255
Balance commerciale. . . . .	- 225	-1.545	- 350	- 305	- 530	- 360
<b>Services . . . . .</b>	+ 495	+ 500	+ 200	+ 135	+ 25	+ 140
Balance des paiements courants	+ 270	-1.045	- 150	- 170	- 505	- 220
<b>Mouvements de capitaux à long terme</b>						
Capitaux officiels . . . . .	- 295	- 335	- 80	- 55	- 60	- 120
Capitaux privés						
britanniques . . . . .	- 945	-1.185	- 290	- 315	- 280	- 300
étrangers . . . . .	+ 755	+ 480	+ 130	+ 50	+ 165	+ 135
Total . . . . .	- 485	-1.040	- 240	- 320	- 195	- 285
Balance des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme . . . . .	- 215	-2.085	- 390	- 490	- 700	- 505
Erreurs et omissions . . . . .	- 205	+ 5	+ 125	+ 50	+ 30	- 200
Balance totale (= variations des postes monétaires) . . . . .	- 420	-2.080	- 265	- 440	- 670	- 705
dont variations des réserves et de la position à l'égard du F.M.I. . . . .	- 160	-1.345	+ 5	+ 45	- 165	-1.230

\* Sur la base des transactions.

secteur privé, à l'exception des logements. Les achats à l'étranger de produits finis de consommation ont monté de 23% en 1964 pour la seconde année de suite; quant aux denrées alimentaires et aux combustibles, leurs achats ont dépassé de \$365 millions, soit 6½% environ, ceux de l'année précédente.

Du côté des exportations, les ventes de produits des constructions mécaniques, qui représentent près de la moitié du total, ont progressé de \$90 millions seulement, soit 2%, exclusivement en raison de l'accroissement des ventes de véhicules à moteur. La majeure partie de l'accroissement des exportations a été due à d'autres catégories de produits manufacturés, dont les ventes ont monté de \$420 millions. L'augmentation des ventes a été de \$125 millions pour les produits chimiques, de \$110 millions pour les métaux, de \$100 millions pour divers produits manufacturés et de \$60 millions pour les articles textiles. Les exportations de produits non manufacturés, qui représentent 16% du total, sont restées inchangées dans l'ensemble. Les ventes de denrées alimentaires et de boissons (whisky notamment) ont été plus élevées, tandis que celles de combustibles qui, en 1963, avaient été renforcées par des livraisons exceptionnellement importantes de charbon à la France et aux Pays-Bas, ont fléchi.

La baisse des exportations au cours des deuxième et troisième trimestre, qui a fait que les ventes à l'étranger ont enregistré un accroissement relativement modeste pour l'année tout entière a été due, en premier lieu, au ralentissement des livraisons faites aux pays de la C.E.E. Les ventes au Marché Commun ont en effet progressé de \$45 millions seulement en 1964, contre une augmentation de \$295 millions en 1963. La différence entre les deux chiffres s'explique, à concurrence des deux tiers, par le ralentissement de livraisons au marché italien sur lequel les ventes ont diminué de 21 % en 1964. Les ventes à la France et à l'Allemagne n'ont guère dépassé celles de 1963, mais les exportations vers les pays du Benelux ont augmenté sensiblement. Les ventes aux membres de l'A.E.L.E. ayant progressé de \$175 millions, l'Europe occidentale a absorbé près de la moitié de l'accroissement des exportations britanniques en 1964. Les ventes à la zone sterling ont monté de \$175 millions et les achats de l'Amérique du Nord de \$85 millions.

Le 26 octobre 1964, une surtaxe temporaire de 15 % a été appliquée à toutes les importations britanniques autres que celles de denrées alimentaires et de matières premières. De ce fait, les droits de douane sur les produits manufacturés ont à peu près doublé. Il a été annoncé en même temps que les exportateurs bénéficieraient d'une réduction de divers impôts indirects affectant le prix de revient de produits d'exportation. Cet abattement représentait de 1 à 3 % de la valeur des marchandises. La surtaxe frappant les importations a été ramenée à 10 % en avril 1965.

Pour le premier trimestre de 1965, le déficit de la balance commerciale, calculé sur une base f.o.b., variations saisonnières éliminées, a atteint \$106 millions. Les importations ont été inférieures de 4 % à celles du trimestre précédent. Ce fléchissement a peut-être été dû en partie à la grève des dockers aux Etats-Unis. Les exportations, qui avaient déjà progressé de 4 % au cours du dernier trimestre de 1964, se sont encore accrues de 1 ½ % pendant les trois premiers mois de 1965. La reprise des exportations s'est manifestée en majeure partie dans la branche des constructions mécaniques.

Le déficit de la balance commerciale, calculé sur la base des paiements, s'est chiffré par \$1.545 millions en 1964, au lieu de \$225 millions en 1963. En dépit de l'ajournement de paiements d'intérêts représentant \$90 millions, dus sur les prêts consentis après la guerre par les Etats-Unis et le Canada, le solde positif de la balance nette des transactions invisibles, avec \$500 millions, n'a pour ainsi dire pas varié. L'excédent aurait été encore plus élevé en l'absence de versements spéciaux effectués aux termes d'un accord prévoyant un nouvel échelonnement dans le temps du règlement d'impôts dus à un grand pays producteur de pétrole. Les dépenses du gouvernement à l'étranger se sont accrues de \$125 millions et la balance des paiements courants identifiés a accusé un déficit de \$1.045 millions.



Les sorties nettes de capitaux à long terme (\$1.040 millions) ont été exceptionnellement élevées en 1964. Les exportations de ressources publiques ont légèrement augmenté, passant de \$295 à \$335 millions. Dans le secteur privé, en revanche, les sorties nettes de capitaux à long terme ont augmenté de plus de \$500 millions d'une année à l'autre, passant de \$190 à \$705 millions. Cette augmentation a été imputable pour une large part à l'expansion des investissements nets à l'étranger de l'industrie pétrolière, y compris les \$170 millions investis par le groupe Royal Dutch/Shell dans la société Montecatini. La balance nette des investissements de portefeuille, qui s'était soldée par des entrées de fonds en 1963, a enregistré une sortie de \$160 millions en 1964. Ce renversement a probablement été dû en partie au mouvement de défiance envers le sterling, qui s'est manifesté dans le courant de l'année; mais, en 1964, les sorties nettes d'investissements sous forme de valeurs de portefeuille ont été dues à concurrence de près d'un tiers à l'acquisition de participations étrangères dans une société britannique.

Au total, le déficit de la balance des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme s'est élevé à \$2.085 millions. Le «poste résiduel», qui représente les erreurs et omissions, a été pour ainsi dire nul. Comme il contient un certain excédent net provenant d'opérations courantes non identifiées, les sorties de capitaux ont dû être un peu plus importantes que les statistiques ne le laissent supposer.

Dans son exposé budgétaire du 6 avril 1965, le Chancelier de l'Echiquier a annoncé des mesures destinées à obtenir une diminution sensible des sorties nettes de capitaux à long terme de Grande-Bretagne. Les revenus provenant d'investissements à l'étranger seront, au moment de leur transfert au Royaume-Uni, plus lourdement taxés que dans le passé, car les dégrèvements fiscaux dont ils bénéficient jusqu'ici ont été en partie supprimés. D'autre part, l'offre de devises susceptibles d'être obtenues en dehors du marché des changes officiel pour effectuer des investissements à l'étranger sera réduite. Enfin, des dispositions plus rigoureuses sont mises en vigueur en ce qui concerne le recours au marché officiel des changes pour financer des investissements directs en dehors de la zone sterling.

*Italie.* La balance générale des paiements, qui avait été déficitaire pendant toute l'année 1963 et le premier trimestre de 1964, s'est vivement redressée au cours du second trimestre qui a été marqué par un excédent, à la fois au titre des paiements courants et des mouvements de capitaux. Le déficit de plus de \$1,2 milliard enregistré en 1963 a donc été remplacé l'an dernier par un excédent de \$775 millions. Ce renversement a été dû à la fois à une diminution des importations et à une augmentation des exportations, et le déficit de la balance commerciale

a été réduit de \$1 milliard, pendant que les entrées nettes de capitaux atteignaient un chiffre appréciable.

Par rapport au niveau de l'année précédente, les décaissements au titre des achats à l'étranger (sur la base de prix c.a.f.) ont été réduits de 3% en 1964 (après avoir monté de 18% durant le premier trimestre, ils ont fléchi de 9% au cours des neuf mois suivants). Les recettes d'exportation ont progressé de 17% pour l'année entière (11% pendant le premier trimestre et 19% durant les trois derniers). En conséquence, le déficit de la balance commerciale a été ramené de \$680 millions en janvier-mars 1964 à \$270 millions en moyenne par trimestre, d'avril à décembre. Au cours du premier trimestre de 1965, une nouvelle contraction des importations l'a fait tomber à \$195 millions.

La politique de restriction du crédit appliquée à partir du milieu de 1963, combinée avec des mesures de caractère plus spécifique mises en vigueur en février et en avril 1964, ont contribué à obtenir ce résultat. C'est ainsi que l'institution d'une taxe de 7 à 15% sur les achats d'automobiles neuves – supprimée par la suite en novembre – et l'adoption de conditions plus strictes pour le règlement échelonné d'importations de certains biens durables ont affecté les achats d'automobiles: leur montant est tombé de \$325 à \$200 millions, soit le tiers de la diminution totale des importations enregistrées par les statistiques douanières. Les achats à l'étranger de produits sidérurgiques et de machines ont diminué, pour chaque catégorie de produits, d'environ \$140 millions l'an dernier, ce qui témoigne du ralentissement de l'activité économique. Quant aux ventes à l'étranger, elles ont enregistré une progression en valeur absolue de \$900 millions, imputable à concurrence d'un tiers environ aux biens de consommation et d'un tiers environ aux biens d'équipement. Cette seconde catégorie d'exportations a bénéficié de l'activité des demandes étrangères, combinée avec un ralentissement de la demande intérieure, à l'inverse de ce qui s'était passé en 1963.

La balance nette des services s'est améliorée de plus de \$200 millions en 1964, principalement en raison de l'amélioration des recettes nettes provenant du tourisme, élément qui doit être attribué à la hausse des prix intérieurs, le degré d'occupation des hôtels ayant été, en fait, quelque peu inférieur à celui de 1963. Les autres postes invisibles importants ont, eux aussi, donné de meilleurs résultats que l'année précédente. Les recettes nettes au titre des services pour le premier trimestre de 1965 ont dépassé de \$55 millions celles du trimestre correspondant de 1964.

Le renversement accusé par la balance des mouvements de capitaux, une sortie nette de \$355 millions en 1963 ayant fait place à une entrée nette de \$440 millions, a été dû avant tout à une diminution sensible des exportations illégales de

Italie: Balance des paiements.\*

Rubriques	1963	1964	1964				1965 1er trimestre
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
en millions de dollars E.U.							
<b>Commerce</b>							
Importations (c.a.f.) . . . . .	7.260	7.065	1.935	1.725	1.635	1.770	1.710
Exportations (f.o.b.) . . . . .	4.765	5.580	1.255	1.330	1.475	1.520	1.515
Balance commerciale . . . . .	- 2.495	- 1.485	- 680	- 395	- 160	- 250	- 195
<b>Services</b>							
Tourisme . . . . .	+ 750	+ 825	+ 90	+ 185	+ 350	+ 200	+ 115
Transferts des émigrants . . . . .	+ 520	+ 550	+ 100	+ 135	+ 160	+ 155	+ 115
Transports . . . . .	+ 305	+ 330	+ 80	+ 85	+ 90	+ 75	+ 80
Divers . . . . .	+ 30	+ 115	+ 15	+ 45	+ 35	+ 50	+ 0
Total . . . . .	+ 1.605	+ 1.820	+ 255	+ 450	+ 635	+ 490	+ 310
Balance des paiements courants	- 890	+ 335	- 425	+ 55	+ 475	+ 230	+ 115
<b>Mouvements de capitaux</b>							
Rapatriements de billets de banque	- 1.470	- 575	- 260	- 140	- 115	- 60	- 135
Investissements de non-résidents . . . . .	+ 1.240	+ 1.085	+ 245	+ 430	+ 200	+ 210	+ 90
Investissements de résidents . . . . .	- 115	- 110	- 30	- 15	- 45	- 20	
Divers . . . . .	- 10	+ 40	+ 35	- 105	- 15	+ 125	
Total . . . . .	- 355	+ 440	- 10	+ 170	+ 25	+ 255	- 45
Balance totale (= variations des postes monétaires) . . . . .	- 1.245	+ 775	- 435	+ 225	+ 500	+ 485	+ 70
dont variations des réserves et de la position à l'égard du F.M.I. . . . .	- 410	+ 365	- 645	+ 80	+ 430	+ 500	0

\* Sur la base des règlements.

capitaux sous forme de billets de banque, liée au resserrement de la liquidité et plus spécialement aux modifications apportées au régime fiscal des dividendes. En février, l'impôt de 15% perçu par retenue à la source a été remplacé par la faculté de payer soit un impôt de 5% perçu par retenue à la source à titre d'avance sur l'impôt sur le revenu, soit un impôt forfaitaire de 30% sur les dividendes encaissés. Les exportations de billets de banque, telles qu'elles ressortent du montant des billets rapatriés et versés au crédit des comptes capital en liras des non-résidents, sont tombées de \$1.470 millions en 1963 à \$575 millions l'an dernier. Au quatrième trimestre, elles s'étaient réduites à \$60 millions, alors qu'elles avaient atteint \$280 millions un an plus tôt et un maximum de \$525 millions au cours des trois premiers mois de 1963. Les investissements nets de non-résidents en Italie ont fléchi de \$155 millions, s'établissant à \$1.085 millions, et ont eu tendance à changer de forme, les investissements directs et les prêts l'emportant sur les investissements de portefeuille; en effet, les achats nets de valeurs italiennes par des étrangers ont diminué de \$600 millions, tandis que les investissements directs nets progressaient de \$190 millions et que les prêts nets obtenus à l'extérieur augmentaient de \$255 millions.

*Allemagne.* La balance groupée des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme, qui avait enregistré un excédent de \$710 millions en 1963, est devenue déficitaire l'an dernier à concurrence de \$165 millions. La cause principale de ce revirement a été la modification intervenue dans la balance des transactions sur valeurs mobilières allemandes; en outre, les dépenses nettes afférentes aux services ont légèrement augmenté.

Pour l'ensemble de l'année, l'excédent de la balance commerciale, un peu supérieur à \$1,5 milliard, a été à peu près le même qu'en 1963 mais, par suite de la rapide expansion des importations, il a été sensiblement plus faible durant le second semestre que pendant les six premiers mois. En effet, par rapport à la période correspondante de 1963, les achats à l'étranger se sont accrus de 8% au cours du premier semestre de 1964 et de 17% pendant les six derniers mois, alors qu'à l'inverse, la progression des ventes a eu tendance à se ralentir (17% pour le premier semestre et 7% pour le deuxième). Les importations ont continué de se développer plus rapidement que les exportations pendant le premier trimestre de 1965, de sorte que l'excédent d'exportations a été ramené à \$275 millions, contre un excédent de \$595 millions pendant le trimestre correspondant de 1964.

A l'exception des achats de matériel militaire qui ont continué de fléchir en 1964, toutes les principales catégories de produits ont participé à l'expansion. Les importations de denrées alimentaires et de produits finis ont toutes monté de quelque 10% et celles de matières premières à usage industriel et de produits semi-finis ont progressé à une cadence à peu près double.

Pour la première fois depuis la création de la Communauté Economique Européenne, les ventes aux pays membres ont augmenté dans une mesure moindre que les exportations totales, soit de 8%, contre 11%. L'excédent d'exportations vis-à-vis de l'Italie, qui s'était chiffré par \$440 millions en 1963, a été ramené à \$30 millions l'an dernier.

En revanche, l'excédent de la balance commerciale avec les pays de l'A.E.L.E. s'est nettement accru en 1964, avant tout par suite d'une amélioration de la balance commerciale avec le Danemark, la Grande-Bretagne et l'Autriche.

La tendance à l'apparition d'un important déficit au titre des services s'est accentuée l'an dernier. Toutefois, alors que les années précédentes, la détérioration avait eu pour cause principale l'accroissement du solde négatif du tourisme, celle qui a été enregistrée en 1964 était imputable à presque toutes les catégories de services, mais avant tout aux paiements effectués au titre des revenus des placements. Le poste a enregistré une augmentation de \$100 millions – alors que le déficit de la balance des services s'est aggravé au total de \$165 millions – due à une majoration des dividendes versés par les sociétés allemandes à leurs actionnaires étrangers.

**Allemagne: Balance des paiements.<sup>1</sup>**

Rubriques	1963	1964	1964				1965 1er trimestre
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
en millions de dollars E.U.							
<b>Commerce</b>							
Exportations (f.o.b.) . . . . .	14.580	16.230	3.890	4.055	3.870	4.415	4.340
Importations (c.a.f.) . . . . .	13.070	14.710	3.295	3.560	3.700	4.155	4.065
Balance commerciale . . . . .	+ 1.510	+ 1.520	+ 595	+ 495	+ 170	+ 260	+ 275
Services . . . . .	- 50	- 215	- 20	- 20	- 140	- 35	- 15
Transferts gratuits . . . . .	- 1.240	- 1.205	- 280	- 355	- 290	- 280	- 305
Balance des paiements courants . . . . .	+ 220	+ 100	+ 295	+ 120	- 260	- 55	- 45
<b>Mouvements de capitaux à long terme</b>							
Privés							
Opérations sur valeurs mobilières . . . . .	+ 595	- 110	+ 80	- 245	+ 45	+ 10	- 140
Autres transactions . . . . .	+ 190	+ 155	+ 35	+ 40	- 5	+ 85	+ 220
Total des transactions privées . . . . .	+ 785	+ 45	+ 115	- 205	+ 40	+ 95	+ 80
Officiels . . . . .	- 295	- 310	- 65	- 60	- 65	- 120	- 45
Total . . . . .	+ 490	- 265	+ 50	- 265	- 25	- 25	+ 35
Balance des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme . . . . .	+ 710	- 165	+ 345	- 145	- 285	- 80	- 10
<b>Mouvements de capitaux à court terme</b>							
Privés <sup>2</sup> . . . . .	+ 5	+ 40	+ 165	+ 15	- 75	- 65	+ 45
Officiels <sup>3</sup> . . . . .	- 80	- 175	- 95	+ 5	+ 20	- 105	+ 20
Total . . . . .	- 75	- 135	+ 70	+ 20	- 55	- 170	+ 65
Balance des mouvements de capitaux . . . . .	+ 415	- 400	+ 120	- 245	- 80	- 195	+ 100
Erreurs et omissions . . . . .	- 130	+ 470	+ 235	+ 105	+ 190	- 60	+ 300
Balance totale (= variations des postes monétaires) . . . . .	+ 505	+ 170	+ 650	- 20	- 150	- 310	+ 355
dont variations des réserves et de la position envers le F.M.I. . . . .	+ 720	+ 225 <sup>4</sup>	+ 100	+ 90	- 80	+ 115 <sup>4</sup>	- 160

<sup>1</sup> Sur la base des transactions. <sup>2</sup> Non compris les variations de la position extérieure nette des banques commerciales. <sup>3</sup> A l'exclusion des opérations avec le F.M.I. <sup>4</sup> Y compris le crédit de \$180 millions accordé au F.M.I. aux termes des Accords généraux d'emprunt.

Avec \$1,2 milliard, les transferts gratuits ont été un peu plus faibles qu'en 1963. Les versements d'indemnités ont continué à se réduire, alors que les transferts des émigrants sont restés stables. Le nombre des ouvriers étrangers et le niveau général des salaires s'étant élevés l'an dernier, il y a lieu de supposer que beaucoup d'immigrants ont maintenant amené leurs familles en Allemagne.

Les entrées nettes de capitaux privés à long terme, qui, depuis 1960, sont un trait caractéristique de la balance des paiements et qui se chiffraient par près

de \$800 millions en 1963, sont tombées à moins de \$50 millions l'an dernier. Cette baisse est due avant tout à une diminution sensible des investissements étrangers en Allemagne, mais elle provient aussi d'une expansion des investissements allemands à l'étranger.

En ce qui concerne les capitaux privés étrangers, leurs entrées nettes ont fléchi de plus de \$1 milliard à moins de \$500 millions l'an dernier, la chute des achats nets d'obligations allemandes intervenant pour presque neuf dixièmes dans cette différence. La cause directe de ce mouvement a été l'annonce, en mars 1964, que le gouvernement se proposait d'instituer un impôt de 25 % sur le rendement des capitaux détenus par des étrangers sous forme de valeurs allemandes à revenu fixe. Cet impôt a été effectivement voté au début de 1965. Alors que les achats nets de valeurs allemandes s'étaient élevés à \$110 millions au cours du premier trimestre de 1964, le second trimestre a été marqué par des ventes nettes de \$130 millions. Quoique pendant le reste de l'année les non-résidents aient acheté un peu plus de valeurs allemandes qu'ils n'en ont réalisées, pour l'année entière les opérations sur obligations allemandes effectuées par des étrangers se sont absolument compensées. Quant aux achats nets d'actions allemandes par des étrangers, ils ont fléchi de \$220 millions en 1963 à \$100 millions l'an dernier, cette diminution étant intervenue, comme pour les obligations, durant le second trimestre. Contrairement aux placements en valeurs mobilières, les investissements directs étrangers ont progressé l'an dernier.

Quant aux capitaux privés allemands à long terme, leurs sorties nettes se sont élevées l'an dernier à \$445 millions (contre \$280 millions en 1963), dont \$120 millions représentaient des achats nets d'obligations étrangères. En 1964, douze emprunts étrangers, libellés en deutsche mark, d'un montant total de \$225 millions ont été offerts sur le marché allemand; les résidents en ont souscrit pour \$90 millions environ. Les crédits et les prêts à des étrangers ont largement doublé, et les achats d'actions étrangères se sont, eux aussi, fortement développés. Pendant le premier trimestre de 1965, sous l'effet conjoint de gros achats d'obligations étrangères par des résidents allemands et de fortes ventes de valeurs allemandes par des non-résidents, les sorties nettes ont atteint \$140 millions, mais elles ont été plus que compensées par une progression des entrées nettes d'autres catégories de capitaux à long terme, de sorte que la balance globale des mouvements de capitaux privés à long terme s'est soldée par une entrée nette de \$80 millions.

Pour ce qui est des mouvements de capitaux à court terme, le total des sorties s'est accru, passant de \$75 millions en 1963 à \$135 millions l'an dernier. Les sorties nettes de ressources publiques ont progressé de \$80 à \$175 millions, du fait de paiements anticipés de matériel militaire commandé par l'Allemagne. D'autre part, dans

le secteur privé, les entrées nettes de capitaux ont été plus importantes qu'en 1963, les entreprises allemandes ayant emprunté davantage à l'étranger.

Le renversement intervenu dans la balance globale des mouvements de capitaux — une entrée nette de \$415 millions en 1963 ayant fait place l'an dernier à une sortie nette de même ampleur — a été compensé dans une large mesure par l'amélioration, à concurrence de \$600 millions, de la balance des transactions non enregistrées, car les termes de paiement ont évolué en faveur de l'Allemagne. Etant donné toutefois l'aggravation de la balance des paiements courants, l'excédent de la balance générale s'est trouvé ramené de \$505 à \$170 millions l'an dernier. Le premier trimestre de 1965 a été marqué par un excédent global de \$355 millions, dû presque entièrement à un très important surplus au titre des transactions non enregistrées.

*France.* L'an dernier, pour la première fois depuis 1958, la balance commerciale de la France a été déficitaire. A la suite du fléchissement des recettes provenant des services, l'excédent de la balance des paiements courants, qui avait atteint en moyenne quelque \$730 millions entre 1959 et 1963, est tombé à \$85 millions. Toutefois, comme il n'y a pas eu de remboursements anticipés de dettes — en 1963, ils s'étaient élevés à \$280 millions —, que d'autre part les entrées nettes de capitaux étrangers privés ont été un peu plus importantes et qu'enfin de meilleurs résultats ont été obtenus dans le reste de la zone franc, l'excédent global, mesuré par l'accroissement des réserves officielles, a atteint \$815 millions, soit presque autant qu'en 1963.

Les échanges avec les pays ne faisant pas partie de la zone franc ont continué de se développer rapidement. Si l'on se réfère aux statistiques douanières, les exportations, qui avaient progressé de 11% en 1963, se sont accrues de 12% l'an dernier; le taux d'expansion des importations a baissé légèrement de 22 à 17%. Toutefois, dans le courant de 1964 et pendant les premiers mois de 1965, les exportations ont augmenté plus rapidement que les importations, de sorte que le déficit de la balance commerciale est tombé de \$340 millions au cours du premier trimestre de 1964 à \$180 millions durant le premier trimestre de 1965.

Des changements sensibles se produisent depuis cinq ans dans la structure du commerce extérieur. En ce qui concerne les achats à l'étranger, dont la valeur absolue est montée de \$4.860 millions en 1960 à \$8.430 millions en 1964, la part des biens de consommation est passée de 7 à 14% et celle des denrées alimentaires de 9 à 12%. Il convient toutefois de noter que l'accroissement de 80% des importations de viande en 1964 par rapport à l'année précédente a été dû à une raréfaction des approvisionnements sur le marché intérieur. En revanche, la part des achats de matières premières et celle des combustibles dans le total ont diminué, passant de

**France: Balance des paiements<sup>1</sup>.**

Rubriques	1963	1964 <sup>2</sup>	1964			
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en millions de dollars E.U.						
<b>France</b>						
<b>Commerce (f.o.b.)</b>						
Exportations . . . . .	6.745	7.585	1.825	1.835	1.830	1.935
Importations . . . . .	6.570	7.700	1.950	1.890	1.750	2.010
<b>Balance commerciale . . . . .</b>	<b>+ 175</b>	<b>- 115</b>	<b>- 125</b>	<b>- 55</b>	<b>+ 80</b>	<b>- 75</b>
<b>Services</b>						
Tourisme . . . . .	+ 120	+ 30	+ 30	+ 60	- 90	+ 20
Envois de fonds des travailleurs étrangers	- 205	- 230	- 50	- 55	- 65	- 65
Divers . . . . .	+ 420	+ 400	+ 50	+ 90	+ 105	+ 120
<b>Total . . . . .</b>	<b>+ 335</b>	<b>+ 200</b>	<b>+ 30</b>	<b>+ 95</b>	<b>- 50</b>	<b>+ 75</b>
<b>Balance des paiements courants . . . . .</b>	<b>+ 510</b>	<b>+ 85</b>	<b>- 95</b>	<b>+ 40</b>	<b>+ 30</b>	<b>+ 0</b>
<b>Mouvements de capitaux à long terme</b>						
Officiels . . . . .	- 430 <sup>3</sup>	- 80	- 15	- 10	- 40	- 15
Privés . . . . .	+ 515	+ 545	+ 110	+ 140	+ 130	+ 145
<b>Total . . . . .</b>	<b>+ 85</b>	<b>+ 465</b>	<b>+ 95</b>	<b>+ 130</b>	<b>+ 90</b>	<b>+ 130</b>
<b>Balance des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme</b>	<b>+ 595</b>	<b>+ 550</b>	<b>+ 0</b>	<b>+ 170</b>	<b>+ 120</b>	<b>+ 130</b>
<b>Mouvements de capitaux à court terme . . . . .</b>	<b>- 70</b>	<b>- 100</b>	<b>- 25</b>	<b>- 20</b>	<b>- 25</b>	<b>- 20</b>
<b>Reste de la zone du franc français</b>	<b>+ 130</b>	<b>+ 260</b>	<b>+ 85</b>	<b>+ 50</b>	<b>+ 55</b>	<b>+ 75</b>
Erreurs et omissions . . . . .	- 5	+ 65	+ 60	+ 70	+ 25	+ 45
<b>Balance totale (= variations des postes monétaires) . . . . .</b>	<b>+ 650</b>	<b>+ 775</b>	<b>+ 100</b>	<b>+ 270</b>	<b>+ 175</b>	<b>+ 230</b>
<i>dont variations des réserves et de la position à l'égard du F.M.I. . . . .</i>	<i>+ 660</i>	<i>+ 815</i>	<i>+ 70</i>	<i>+ 305</i>	<i>+ 95</i>	<i>+ 345</i>

<sup>1</sup> Sur la base des règlements.   <sup>2</sup> Le total des trimestres ne concorde pas avec les chiffres annuels, le total annuel comportant des révisions dont les chiffres trimestriels n'ont pas été l'objet.   <sup>3</sup> Y compris des remboursements anticipés d'emprunts de \$161 millions aux Etats-Unis et de \$119 millions à la B.I.R.D.

24 à 16% et de 19 à 14% respectivement; c'est au développement de l'approvisionnement dans la zone franc qu'a été due la baisse dans le cas des combustibles.

Les exportations ont progressé de \$4.810 millions en 1960 à \$7.410 millions en 1964, soit de 55%. Pour les produits alimentaires, l'augmentation n'a pas été inférieure à 115% et leur part du total s'est élevée de 11 à 16%, du fait notamment de ventes plus importantes de céréales. Par ailleurs, les exportations de produits manufacturés se sont accrues de 48%, mais leur part a fléchi de 75 à 71%. Ce fait traduit surtout la baisse - de 34 à 30% - de la part des produits semi-ouvrés, mais les ventes de biens de consommation ont également quelque peu perdu du terrain.



En ce qui concerne le commerce avec la zone franc, les importations se sont accrues de 15% seulement depuis 1960 et les exportations ont effectivement baissé d'environ 25%. La part des denrées alimentaires dans les achats s'est réduite progressivement de 57 à 47%, alors que celle des combustibles passait de 11 à 23%. La part de l'Algérie dans le total des ventes de la France est tombée à 31% l'an dernier, alors qu'elle représentait 53% en 1960.

Après avoir atteint un maximum de \$540 millions en 1960, les recettes nettes des services ont fléchi à \$335 millions en 1963 et à \$200 millions l'an dernier. La vive concurrence à laquelle se livrent d'autres pays méditerranéens et l'insuffisance de l'équipement hôtelier en France expliquent que les dépenses des touristes français à l'étranger aient augmenté bien plus rapidement que les recettes provenant des touristes étrangers en France. Aussi l'excédent traditionnel de ces recettes, qui s'élevait à \$240 millions en 1960, a-t-il presque disparu l'an dernier. La persistance de l'expansion économique a provoqué un gonflement des effectifs de main-d'œuvre étrangère et les salaires ont augmenté, si bien que les transferts nets des travailleurs immigrés sont passés de \$100 millions en 1960 à \$205 et \$230 millions respectivement en 1963 et en 1964. L'an dernier, on estimait qu'il y avait en France 1.370.000 travailleurs étrangers, Algériens non compris.

Les investissements privés étrangers en France, dont le montant net s'établissait en moyenne à \$450 millions au cours des dernières années, se sont élevés à \$545 millions en 1964. Les investissements directs sont intervenus dans ce total pour \$310 millions, chiffre le plus élevé qui ait jamais été atteint et qui représentait avant tout des capitaux supplémentaires destinés à développer des entreprises existantes. Bien que soumis à une autorisation, les investissements directs reçoivent un traitement favorable. Cependant, d'après une déclaration faite à la fin de mars 1965 par le Ministre des finances, il est possible qu'ils soient à l'avenir limités à des projets de création de nouvelles industries ou d'application de nouvelles techniques. Les placements de portefeuille effectués par des non-résidents ont atteint \$140 millions, soit un peu plus qu'en 1963. En revanche, les prêts obtenus à l'étranger, qui sont strictement surveillés, ont baissé de \$115 à \$105 millions. Les investissements privés français à l'étranger ont été compensés par des désinvestissements. Alors que les prêts à des pays étrangers et les investissements directs des entreprises françaises à l'extérieur se sont développés, les résidents français ont continué à réaliser des valeurs étrangères à raison de \$100 millions par an, évolution qui est imputable à la forte position du franc et aux besoins de moyens financiers de l'économie.

Les recettes nettes provenant du reste de la zone franc sont passées l'an dernier de \$130 à \$260 millions, par suite de l'expansion des ventes et de la hausse des prix des matières premières et des denrées alimentaires.

*Pays-Bas.* Sous la pression exercée par les investissements et par la montée en flèche des salaires, les importations se sont accrues l'an dernier de \$900 millions, soit 17%. Les exportations ayant augmenté de 10%, le déficit de la balance commerciale est passé de \$365 à \$765 millions; il a été toutefois inférieur de moitié environ à celui que l'on escomptait étant donné l'essor de la demande. Ce résultat relativement favorable a été dû essentiellement à d'excellentes récoltes, qui ont permis au pays de comprimer ses importations et de développer ses exportations de produits agricoles.

Les recettes nettes des postes invisibles s'étant quelque peu améliorées, la balance des paiements courants, qui avait enregistré en 1963 un excédent de \$270 millions, n'a accusé qu'un déficit de \$105 millions. La détérioration est intervenue entièrement au cours du premier semestre, le déficit s'étant alors élevé à \$245 millions. Pendant le troisième trimestre de 1964, la balance des paiements courants

**Pays-Bas: Balance des paiements<sup>1</sup>.**

Rubriques	1963	1964	1964				1965 1er trimestre
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
en millions de dollars E.U.							
<b>Commerce (f.o.b.)</b>							
Importations . . . . .	5.215	6.115	1.440	1.565	1.530	1.590	1.545
Exportations . . . . .	4.850	5.350	1.220	1.320	1.340	1.470	1.375
Balance commerciale . . . . .	- 365	- 765	- 220	- 245	- 190	- 110	- 170
<b>Services</b>							
Revenus des investissements . . .	+ 180	+ 200	+ 55	- 40	+ 80	+ 105	+ 60
Divers . . . . .	+ 455	+ 460	+ 85	+ 120	+ 135	+ 120	+ 115
Total . . . . .	+ 635	+ 660	+ 140	+ 80	+ 215	+ 225	+ 175
Balance des paiements courants	+ 270	- 105	- 80	- 165	+ 25	+ 115	+ 5
<b>Mouvements de capitaux</b>							
Officiels . . . . .	- 105 <sup>2</sup>	- 30	- 0	- 10	- 10	- 10	- 5
Privés							
à long terme . . . . .	- 15	+ 115	- 30	+ 30	+ 50	+ 65	+ 30
à court terme . . . . .	- 10	+ 80	- 20	- 20	+ 90	+ 30	- 35
Total . . . . .	- 130	+ 165	- 50	- 0	+ 130	+ 85	- 10
Balance totale (= variations des postes monétaires) . . . .	+ 140	+ 60	- 130	- 165	+ 155	+ 200	- 5
dont variations des réserves et de la position à l'égard du F.M.I. . . . .	+ 170	+ 250	- 60	- 30	+ 175	+ 165	- 5

<sup>1</sup> Sur la base des règlements.    <sup>2</sup> Y compris \$70 millions de remboursements anticipés d'emprunts.

a été en équilibre et, au dernier trimestre, elle a laissé un excédent de \$115 millions. Pendant le premier trimestre de 1965, la balance des paiements courants a été, une fois de plus, pratiquement en équilibre; par conséquent, il y a eu amélioration par rapport au trimestre correspondant de 1964, mais aggravation par rapport au dernier trimestre de l'année.

Alors qu'en 1963 l'excédent courant avait été partiellement contrebalancé par des sorties nettes de capitaux, en 1964 le déficit courant de \$105 millions a été compensé, et au-delà, par des entrées nettes de capitaux atteignant \$165 millions.

Les sorties nettes de ressources publiques sont tombées de \$105 millions en 1963 à \$30 millions l'an dernier, aucun remboursement anticipé d'emprunts contractés à l'étranger n'ayant été effectué. Les changements les plus importants se sont, toutefois, produits dans le secteur privé où le léger déficit de \$15 millions accusé en 1963 par les mouvements de capitaux à long terme a fait place à un excédent de \$115 millions. Les sorties de capitaux néerlandais ont été ramenées à moins de la moitié du montant atteint en 1963 car, malgré une légère augmentation des investissements directs à l'étranger, les achats de valeurs étrangères ont cessé et il a été mis fin également à l'octroi de prêts à l'étranger. Les entrées de capitaux étrangers ont été pratiquement de la même importance que l'année précédente, une progression des prêts et des investissements directs ayant compensé un fléchissement des achats de valeurs hollandaises. Les mouvements de fonds à court terme ont également changé de sens, une sortie nette ayant fait place à une entrée nette.

*Belgique.* Au cours des dernières années, les mouvements de la balance des paiements courants ont surtout fait apparaître les changements survenus dans les postes de services, car la balance commerciale n'a pas varié d'une manière très sensible. Le montant global des recettes nettes invisibles, qui était tombé à \$85 millions en 1963, s'est élevé à \$180 millions l'an dernier, essentiellement grâce à l'augmentation du produit des opérations de courtage sur marchandises et du travail à façon. Cette amélioration s'est produite principalement au cours du dernier trimestre où les exportations se sont, elles aussi, développées, et au déficit de \$205 millions de la balance commerciale enregistré pour les neuf premiers mois a succédé un excédent de \$30 millions. Grâce à cette évolution favorable du commerce et des services, la balance des paiements courants, qui avait enregistré un déficit de \$115 millions au cours des trois premiers trimestres de 1964, est devenue excédentaire à concurrence de \$120 millions pendant les trois derniers mois. Elle a par conséquent été en équilibre pour l'ensemble de l'année, alors qu'en 1963 elle avait accusé un déficit de \$85 millions.

La balance des mouvements de capitaux s'est également améliorée l'an dernier du fait que l'entrée nette de capitaux privés est passée de \$20 à \$130 millions. Cette amélioration a résulté d'une réduction de \$85 à \$20 millions des sorties nettes au titre des opérations sur valeurs mobilières et d'une augmentation des recettes nettes provenant des investissements directs et d'autres transactions privées. Les emprunts nets contractés à l'étranger par des entreprises du secteur public et des établissements de crédit nationalisés se sont accrus, mais l'Etat et les collectivités locales ont eu un peu moins recours à l'emprunt. Au total, l'entrée nette de capitaux a progressé de \$75 millions en 1963 à \$200 millions l'an dernier. Cependant, comme l'entrée de capitaux résultant des changements intervenus dans la position nette des banques a été beaucoup plus faible l'an dernier qu'en 1963, l'excédent global, mesuré par les variations des réserves officielles, a atteint \$250 millions, soit seulement \$30 millions de plus qu'en 1963.

*Autriche.* L'excédent de la balance globale des paiements a fléchi de \$145 millions en 1963 à \$80 millions l'an passé. Les recettes nettes au titre des opérations courantes ont été supérieures de \$40 millions, mais les entrées nettes de capitaux, compte tenu des erreurs et omissions, ont été inférieures d'environ \$100 millions.

Les importations ont progressé de 11% sous l'effet d'une demande intérieure soutenue, des réductions de droits de douane et des mesures de libération des échanges. Les exportations se sont accrues de 9% en 1964, contre 5% l'année précédente, en raison d'un regain de la demande étrangère de matières premières et de produits semi-ouvrés. Les exportations de produits manufacturés ont également poursuivi leur mouvement ascendant. Par conséquent, le déficit commercial — portant presque uniquement sur les échanges avec les pays de la C.E.E. — s'est élargi de \$340 à \$415 millions. La position des exportateurs autrichiens sur ces marchés est de plus en plus difficile à maintenir.

Les recettes nettes tirées des services — provenant à raison de plus de 90% du tourisme — se sont élevées de \$345 à \$420 millions, et celles provenant des transferts gratuits sont passées de \$15 à \$55 millions. Dans ce dernier cas, l'amélioration est due principalement à un important paiement exceptionnel effectué par le gouvernement allemand, ainsi qu'à la cessation, en 1963, des livraisons à l'U.R.S.S. en vertu du Traité d'Etat.

Les entrées nettes de capitaux à long terme ont diminué, passant de \$100 à \$20 millions l'an dernier; en effet, à la suite des mesures de libération prises en 1963, les prêts autrichiens à l'étranger ont augmenté sensiblement, tandis que les investissements nets étrangers en Autriche ont fléchi.

*Suisse.* Pour la quatrième année consécutive, le déficit des opérations courantes de la Suisse s'est aggravé, la progression de l'excédent d'importations ayant dépassé celle des recettes provenant des services.

Par suite de l'ampleur de la demande tant intérieure qu'extérieure, l'expansion des échanges commerciaux s'est accélérée en 1964. Les importations ont augmenté de 11% et les exportations de 10%, contre 8 et 9% respectivement en 1963, et le déficit de la balance commerciale est passé de \$820 à \$945 millions. Durant le premier trimestre de 1965, l'excédent d'importations, calculé sur une base annuelle, est tombé à \$865 millions. On estime que les recettes nettes des services ont atteint à peu près le même niveau ces deux dernières années, soit respectivement \$460 et \$485 millions, la progression des recettes provenant du tourisme et des investissements ayant été, en 1964, plus ou moins neutralisée par l'accroissement des transferts effectués par les travailleurs étrangers.

Les entrées nettes de capitaux, calculées en faisant la différence entre les variations des réserves officielles et le déficit courant, ont atteint à peu près \$500 millions l'an dernier, au lieu de \$560 millions en 1963. Elles se sont concentrées sur le deuxième et le quatrième trimestre. Alors qu'au début de l'été, le resserrement du marché monétaire avait incité les banques à rapatrier des avoirs de l'étranger afin de renforcer leur liquidité, à la fin de l'année les entrées de capitaux ont été dues principalement à la crise du sterling et aux opérations normales de fin d'année effectuées par les banques.

*Pays scandinaves.* Le déficit cumulé de la balance des paiements courants des trois pays scandinaves a été sensiblement le même en 1964 qu'en 1963, une amélioration des opérations courantes de la Norvège ayant compensé, l'an dernier, la montée en flèche des importations du Danemark.

La balance des paiements courants du Danemark a enregistré d'amples fluctuations au cours des dernières années. En 1962, une augmentation très sensible de la demande intérieure avait porté le déficit à \$190 millions. En 1963, un excédent de \$50 millions avait été obtenu grâce à une politique restrictive. L'an dernier, une nouvelle expansion de la demande a fait réapparaître un déficit de \$55 millions. Les exportations ont encore accusé une expansion marquée (10%, contre 14% en 1963), mais les importations, qui étaient restées stables l'année précédente, se sont accrues de 17%, si bien que le déficit de la balance commerciale a été porté de \$65 à \$215 millions. Près du tiers de l'augmentation des achats à l'étranger a été imputable aux machines et au matériel de transport, et environ un autre tiers aux articles manufacturés destinés à la production. La progression des achats aux autres membres de l'A.E.L.E. et celle des importations provenant des pays de la C.E.E. ont été

à peu près les mêmes, c'est-à-dire de 30%. La moitié environ de l'accroissement, de \$115 à \$160 millions, des recettes nettes provenant des services a été réalisée grâce à l'élévation des recettes des transports maritimes.

L'entrée nette de capitaux est passée de \$170 millions en 1963 à \$225 millions l'an dernier; les fonds à long terme en ont constitué la majeure partie. Les collectivités locales et les compagnies concessionnaires du téléphone et de l'électricité ont largement emprunté à l'étranger au cours des premiers mois de 1964, attirées par les taux d'intérêt moins élevés et encouragées par le gouvernement qui désirait renforcer la position en devises. Cet objectif ayant été atteint au cours du printemps et la liquidité des banques s'étant améliorée, le gouvernement a mis fin aux emprunts des collectivités locales et des compagnies concessionnaires à partir du début de juin. Au total, l'entrée nette enregistrée au titre de ces emprunts a atteint \$145 millions en 1964, montant légèrement supérieur à celui de l'année précédente.

En 1964, l'excédent global de la balance des paiements de la Norvège s'est établi à \$40 millions, contre \$50 millions l'année précédente. Le déficit des opérations courantes a été ramené de \$195 à \$80 millions, grâce principalement à une amélioration des termes de l'échange, à une diminution des importations de navires et à une progression des recettes de la marine marchande.

Les exportations de marchandises (navires non compris) se sont accrues de 19% et les importations de 13%, soit deux fois plus rapidement que l'année précédente. La demande de produits norvégiens est la conséquence de la constitution de stocks à l'étranger et notamment en Grande-Bretagne. Pour la première fois depuis nombre d'années, les prix des produits exportés ont monté de 3% et les prix des produits importés de 1%. La balance commerciale s'est soldée l'an dernier par un déficit de \$500 millions, à peu près comme l'année précédente. Les importations nettes de navires ayant fléchi de \$250 millions en 1963 à \$190 millions, le déficit global de la balance commerciale a été ramené de \$750 à \$700 millions.

Les emprunts et les crédits liés à la construction et à l'importation de navires, dont le montant avait atteint \$155 millions en 1963, sont tombés à \$50 millions l'an dernier, mais comme d'autre part les emprunts nets des collectivités locales et les autres emprunts et crédits se sont légèrement accrus, les importations nettes de capitaux, qui avaient été de \$225 millions en 1963, ont été ramenées à \$135 millions en 1964.

La balance des paiements courants de la Suède s'est soldée, au cours des deux dernières années, par un faible déficit annuel de quelque \$30 millions. En 1964, les exportations ont progressé de 15%, soit légèrement plus que les importations, et le déficit commercial a été ramené de \$190 à \$180 millions. Toutefois, les

recettes nettes invisibles ont quelque peu fléchi, ce qui a annulé en partie les progrès de la balance commerciale.

La tension sur le marché intérieur du crédit a été atténuée grâce à d'importants emprunts à l'étranger et aussi grâce à une amélioration des termes de paiement. Alors qu'en 1963 le total des prêts à l'étranger du secteur privé avait dépassé de \$50 millions celui des emprunts, le contraire s'est produit en 1964, le montant net des emprunts atteignant \$90 millions. Au total, la sortie nette de capitaux de \$60 millions enregistrée en 1963 a fait place l'an dernier à une entrée nette d'importance à peu près égale. En outre, l'entrée de fonds provenant d'opérations non enregistrées est passée de \$45 à \$160 millions. En conséquence, la balance générale a fait apparaître un excédent de \$200 millions, au lieu d'un déficit de \$45 millions.

*Japon.* Après s'être gravement détériorée en 1963, la balance des paiements courants s'est redressée l'an dernier à la faveur du résultat satisfaisant de la balance commerciale. Etant donné, toutefois, que les entrées nettes de capitaux ont diminué et que le déficit des opérations non identifiées s'est élargi, la balance générale a changé de sens, un excédent de \$35 millions ayant fait place à un déficit de \$80 millions.

**Japon: Balance des paiements.<sup>1</sup>**

Rubriques	1963	1964	1964	
			1er semestre	2ème semestre
en millions de dollars E.U.				
<b>Commerce</b>				
Exportations . . . . .	5.565	6.490	3.280	3.200
Importations . . . . .	5.355	6.580	2.885	3.695
Balance . . . . .	- 210	+ 100	- 395	+ 495
<b>Services</b>				
Transports . . . . .	- 235	- 230	- 110	- 120
Indemnités, redevances, revenus des investissements . . . . .	- 285	- 330	- 155	- 175
Divers <sup>2</sup> . . . . .	+ 155	+ 100	+ 50	+ 50
Total . . . . .	- 365	- 460	- 215	- 245
Balance des paiements courants . . . . .	- 575	- 360	- 610	+ 250
<b>Mouvements de capitaux à long terme . . . . .</b>	<b>+ 470</b>	<b>+ 380</b>	<b>+ 195</b>	<b>+ 185</b>
Balance des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme . . . . .	- 105	+ 20	- 415	+ 435
<b>Mouvements de capitaux à court terme . . . . .</b>	<b>+ 185</b>	<b>+ 95</b>	<b>+ 425</b>	<b>- 330</b>
Erreurs et omissions . . . . .	- 45	- 195	- 130	- 65
Balance totale (= variations des postes monétaires) . . . . .	+ 35	- 80	- 120	+ 40

<sup>1</sup> Sur la base des règlements.    <sup>2</sup> Y compris les recettes provenant des dépenses militaires étrangères au Japon.

En ce qui concerne la balance commerciale, alors qu'en 1963 les importations s'étaient accrues près de deux fois plus vite que les exportations sous l'effet de l'expansion vigoureuse de l'économie interne, en 1964 la situation s'est renversée. Les restrictions monétaires, appliquées tout au long de l'année, ont freiné l'augmentation des importations, dont la cadence est tombée de 22 à 16%; d'autre part, la demande très soutenue émanant de l'étranger a porté de 12 à 23% la progression des exportations. Comme l'écart entre ces taux d'expansion s'est élargi durant le second semestre, la balance commerciale s'est renversée, un excédent de près de \$500 millions ayant fait place au cours du second semestre à un déficit voisin de \$400 millions pendant le premier.

Pour l'année entière, l'amélioration de \$300 millions de la balance commerciale a été partiellement annulée par l'accroissement de \$100 millions des dépenses nettes au titre des transactions invisibles. Le déficit des paiements courants est, en conséquence, tombé de \$575 à \$360 millions.

Les emprunts nets à court et à long terme à l'étranger ont fléchi dans les deux cas d'environ \$90 millions en 1964. Dans le premier cas, la diminution de l'entrée nette de capitaux à long terme a été due à des remboursements plus élevés et à des investissements plus importants du Japon à l'étranger. Quant à la diminution de l'entrée de capitaux à court terme, principalement sous forme de crédits commerciaux, elle a été liée au ralentissement des importations.

### **Politique commerciale.**

Un nouveau pas a été franchi dans la voie d'une intégration économique plus étroite des pays de la C.E.E. le 15 décembre 1964. A cette date, le Conseil des Ministres a fixé des prix uniformes des céréales, applicables à partir du 1<sup>er</sup> juillet 1967. A partir de cette date, la politique des prix communs aura la prépondérance, dans le secteur de l'agriculture, sur les politiques nationales. Deux autres progrès ont été accomplis dans cette branche avec l'entrée en vigueur des réglementations des marchés de certains produits: le riz en septembre 1964, les produits laitiers et la viande de bœuf en novembre. Toutefois, aucun accord définitif n'est encore intervenu sur la question très importante du financement de la politique agricole grâce à l'intervention du Fonds européen d'orientation et de garantie agricole.

Les barrières douanières au sein de la Communauté ont été encore abaissées de 10% le 1<sup>er</sup> janvier 1965, ce qui a ramené à 30% de leur montant initial les droits de douane sur les produits industriels. Il convient de rappeler que les pays associés bénéficient de ces réductions sans avoir à fournir de contrepartie.



En ce qui concerne le tarif extérieur commun, les droits sur les huiles minérales et leurs dérivés, figurant sur la liste G du Traité de Rome et qui devaient être fixés par voie de négociations, ont été approuvés par le Conseil en mai 1964, de sorte qu'il ne reste plus d'autre position tarifaire à fixer.

Le 1<sup>er</sup> octobre 1964, la Commission a adressé au Conseil et aux gouvernements des pays membres un mémorandum intitulé « Initiative 1964 », contenant un ensemble de propositions de politiques commerciale, monétaire et sociale devant permettre, à son avis, de hâter la réalisation de l'union politique. Le tarif extérieur commun entrerait en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 1966 et tous les droits de douane applicables à l'intérieur de la Communauté seraient abolis à la fin de la même année. En outre, les obstacles indirects à la circulation des marchandises à l'intérieur de la Communauté, notamment les contrôles aux frontières des Etats membres, seraient supprimés en totalité pour le 1<sup>er</sup> janvier 1970.

En ce qui concerne les rapports avec les pays tiers, les accords d'association avec les Antilles néerlandaises et la Turquie sont entrés en vigueur le 1<sup>er</sup> octobre et le 1<sup>er</sup> décembre 1964 respectivement, et des accords commerciaux ont été conclus avec Israël en juin 1964 et avec le Liban en mai 1965.

Enfin, il convient de signaler qu'en mars 1965, le Conseil a approuvé la fusion, avec effet au 1<sup>er</sup> janvier 1966, des trois organes exécutifs de la C.E.E., de l'Euratom et de la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier.

La cohésion de l'A.E.L.E. est mise à rude épreuve depuis octobre dernier, à la suite de l'institution par la Grande-Bretagne, en vue de redresser sa balance des paiements, d'une surtaxe temporaire de 15 % sur les importations. Cette mesure a été examinée attentivement par le Conseil de l'A.E.L.E. et, lors de la réunion tenue par celui-ci en février 1965, le représentant de la Grande-Bretagne a annoncé que la surtaxe serait ramenée à 10 % à compter du 26 avril. Malgré ce retour temporaire en arrière, les pays de l'A.E.L.E. ont encore réduit de 10 %, le 31 décembre 1964, leurs droits de douane sur les produits industriels, continuant ainsi à s'aligner sur la C.E.E. Une nouvelle réduction de 10 % interviendra à la fin de 1965, de sorte que le seul obstacle au commerce entre pays membres sera alors le reliquat de 20 % des droits appliqués à l'origine; ce reliquat doit lui-même disparaître à la fin de 1966.

Dans le cadre de l'Accord général sur les tarifs et le commerce, les négociations Kennedy, qui avaient débuté en mai 1964, se sont poursuivies. Elles visent essentiellement à obtenir une réduction linéaire de 50 % des droits d'importation. Toutefois, il n'est pas demandé aux pays en voie de développement d'accorder une réciprocité de traitement aux pays industrialisés. En ce qui concerne ces derniers, il a été convenu qu'en raison des disparités de structure et de quotité de certains

tarifs, un nombre limité d'exceptions pourront être apportées à la règle des 50%, si elles sont justifiées par des intérêts nationaux primordiaux. La Communauté Economique Européenne, la Finlande, le Japon, la Grande-Bretagne et les Etats-Unis ont déposé leurs listes d'exceptions à la date convenue du 16 novembre 1964, et la confrontation de ces listes a commencé en décembre.

En mai 1965, les principaux participants aux discussions sur les produits agricoles, c'est-à-dire les grands pays producteurs, la C.E.E., le Japon et la Grande-Bretagne, ont fait connaître leurs propositions relatives à l'organisation du marché mondial des céréales, ouvrant ainsi la voie aux négociations.

En mai 1963, les parties contractantes ont adopté un programme d'action destiné à favoriser les exportations des pays en voie de développement. Depuis cette époque, un certain nombre de pays ont réduit ou supprimé les droits à l'importation sur des produits tropicaux, en particulier le thé.

Afin d'aider plus efficacement les pays en voie de développement, les parties contractantes au G.A.T.T. (actuellement au nombre de soixante-six, plus six pays ayant adhéré provisoirement à l'Accord) ont adopté en novembre dernier le contenu d'un nouveau chapitre de l'Accord général, dont le texte constituera la quatrième partie. Aux termes de ce texte, consacré au commerce et au développement, les pays développés, parties contractantes, s'engagent à prendre, soit individuellement, soit conjointement, une série de mesures tendant à favoriser les exportations des pays en voie de développement. Cette nouvelle partie de l'Accord est entrée provisoirement en vigueur le 8 février 1965, en attendant sa ratification.

Dans sa réunion de mars à juin 1964, la Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement s'est occupée, elle aussi, des problèmes des pays moins industrialisés. Elle a décidé de créer un conseil permanent du commerce et du développement, et cette décision a été officiellement approuvée par l'Assemblée générale des Nations Unies le 30 décembre 1964. Ce conseil est un organisme des Nations Unies et comprend des représentants de cinquante-cinq Etats, dont trente-deux sont des pays en voie de développement, seize des pays industrialisés et sept dont l'économie est planifiée à l'échelon central. Lors de sa première session, en avril et mai 1965, ce comité a décidé d'établir son secrétariat à Genève.

### III. OR, RÉSERVES MONÉTAIRES ET CHANGES.

Le volume des liquidités internationales a encore sensiblement augmenté en 1964. Sur une offre totale de \$1,9 milliard d'or neuf, \$700 millions sont allés renforcer les encaisses-or officielles, dont la valeur a été portée à \$43 milliards. Toutefois, le trait le plus marquant de l'année a été l'expansion considérable des avoirs en devises des autorités monétaires et des particuliers. Les avoirs étrangers en dollars se sont accrus de \$2,5 milliards, passant à \$31,2 milliards, et les avoirs en sterling de \$1,4 milliard, atteignant un total de \$14,4 milliards. La progression des avoirs en dollars s'est surtout manifestée chez les banques commerciales et d'autres titulaires du secteur privé, alors que celle des avoirs en sterling a été entièrement imputable aux crédits accordés à la Grande-Bretagne par le F.M.I. et par des banques centrales étrangères.

En dehors des organismes internationaux, l'augmentation des liquidités internationales se monte à \$3,5 milliards, soit à peu près autant qu'en 1963. La part revenant aux pays d'Europe continentale s'établit à \$3 milliards, dont \$1,2 milliard en or, \$1 milliard en dollars et \$700 millions correspondant à l'amélioration de leur position à l'égard du F.M.I. et au titre des Accords généraux d'emprunt (A.G.E.). La Grande-Bretagne a perdu \$900 millions de liquidités internationales et les Etats-Unis \$200 millions seulement. Les liquidités internationales des autres pays se sont renforcées de \$1,6 milliard en 1964, les pays en voie de développement intervenant pour moitié environ dans cette progression.

Le total des tirages bruts sur le F.M.I. a atteint \$2 milliards, chiffre qui n'a été dépassé qu'en 1961, avec \$2,4 milliards. La Grande-Bretagne et les Etats-Unis ont été de loin les pays qui ont effectué les tirages les plus importants, avec \$1 milliard et \$500 millions respectivement. En mai 1965, la Grande-Bretagne a procédé à un nouveau tirage d'un montant de \$1,4 milliard. L'Assemblée générale de 1964 du Fonds a approuvé un relèvement général des quotes-parts, dont le pourcentage a été fixé par la suite à 25 %. Cette décision est actuellement en cours d'application.

Pendant le premier semestre de 1964, la situation a été plutôt calme sur les marchés de l'or et des changes. Au cours du dernier trimestre, en revanche, la crise du sterling, combinée avec un nouvel accès de faiblesse du dollar, a soumis le marché des métaux précieux de Londres à une tension croissante, et les autorités ont dû intervenir sur une vaste échelle pour défendre le sterling au comptant et à terme. Les inquiétudes suscitées par la crise, aggravées par les suggestions concernant un retour à l'étalon-or, ont encore accru la demande de métal jaune sur le marché pendant une bonne partie du premier trimestre de 1965.

La situation, au point de vue des liquidités internationales, s'est complètement modifiée pendant le premier trimestre de 1965. Les réserves officielles d'or des pays ont probablement fléchi quelque peu. Leurs avoirs à court terme en dollars ont baissé de \$600 millions et leurs avoirs en sterling de \$100 millions. En apparence, les liquidités internationales ont donc diminué de près de \$1 milliard. Cette contraction a été due en partie à l'intensité de la demande d'or à des fins non monétaires. Des conversions de dollars en or auprès du Trésor américain ont toutefois joué le rôle le plus important.

### Production et marchés de l'or.

En 1964, la production mondiale d'or (U.R.S.S., autres pays d'Europe de l'Est, Chine continentale et Corée du Nord non compris) a légèrement dépassé, d'après des estimations, 40 millions d'onces et sa valeur, calculée à la parité officielle du dollar, a été de \$1,4 milliard. L'augmentation a été de 1,5 million d'onces, à peu près égale à celle enregistrée en 1963. Exprimé en pourcentage, l'accroissement a été de 3,9% en 1964, contre 4,3% en 1963 et 6,6% en 1962.

En raison du fléchissement continu de l'extraction dans le reste du monde, les gains réalisés l'an dernier ont été dus entièrement à un nouveau progrès de la

Production mondiale d'or.

Pays	1929	1940	1946	1953	1961	1962	1963	1964
	poids, en milliers d'onces de fin							
Afrique du Sud . . . . .	10.412	14.046	11.927	11.941	22.946	25.506	27.432	29.137
Canada . . . . .	1.928	5.333	2.849	4.056	4.474	4.158	3.972	3.799
Etats-Unis . . . . .	2.059	4.870	1.575	1.958	1.548	1.543	1.427	1.410
Australie . . . . .	427	1.644	824	1.075	1.076	1.069	1.024	966
Ghana . . . . .	208	886	586	731	834	888	921	863
Rhodésie du Sud . . . . .	561	928	545	501	570	555	566	575
Japon . . . . .	335	867	40	258	379	421	433	460
Philippines . . . . .	163	1.121	1	481	424	423	376	425
Colombie . . . . .	137	632	437	437	401	397	325	350
Mexique . . . . .	655	883	421	474	269	237	238	212
Total . . . . .	16.885	31.108	19.205	21.912	32.921	35.197	36.714	38.197
Autres pays <sup>1</sup> . . . . .	1.715	5.892	2.495	2.188	1.779	1.803	1.886	1.903
Evaluation de la production mondiale <sup>2</sup> . . . . .	18.600	37.000	21.700	24.100	34.700	37.000	38.600	40.100
Valeur approximative de la production mondiale sur la base de \$35 l'once de fin	en millions de dollars E.U.							
	650 <sup>2</sup>	1.295	760	845	1.215	1.295	1.350	1.400

<sup>1</sup> Non compris l'U.R.S.S., l'Europe de l'Est, la Chine continentale et la Corée du Nord. <sup>2</sup> Calculée au prix officiel de \$20,67 l'once de fin en vigueur à l'époque, \$385 millions.

production en Afrique du Sud (1,7 million d'onces, soit 6,2%). Pour la seconde année de suite, l'accroissement de l'extraction en Afrique du Sud, exprimé en valeur absolue et en valeur relative, a été inférieur à celui de l'année précédente; en 1963, l'augmentation a été de 1,9 million d'onces (+ 7,6%), contre 2,6 millions d'onces (+ 11,2%) en 1962.

Le tonnage de minerai broyé en Afrique du Sud a été supérieur de 1,5% à celui de 1963, avec des effectifs de main-d'œuvre un peu plus réduits, et le rendement en or par tonne traitée s'est amélioré de 4¼%, de sorte que le bénéfice total a augmenté de 6¼%. Les relèvements de salaires ont toutefois à peu près totalement absorbé l'amélioration du rendement de l'extraction, de sorte que le bénéfice moyen par once d'or produite est resté pratiquement inchangé à \$16,30. Dans les gisements mis récemment en exploitation comme dans les anciens, les bénéfices moyens ont fléchi de 1% et de 3½% respectivement. Toutefois la part des nouvelles mines dans le total des bénéfices a continué d'augmenter.

Du côté de l'offre totale de métal neuf, l'accroissement de production en 1964 a été compensé, et au-delà, par le ralentissement des ventes pour le compte de l'U.R.S.S. par rapport à leur niveau de 1963. En 1964, les offres d'or de l'U.R.S.S. ont atteint l'équivalent de quelque \$450 millions au total. En dernière analyse, la valeur de l'offre d'or neuf au cours de 1964 a atteint, d'après les estimations, \$1.850 millions environ, niveau sensiblement inférieur à celui de 1963. La demande des

Origines et emplois de l'or (évaluations).

Rubriques	1960	1961	1962	1963	1964
en millions de dollars E.U.					
Production d'or <sup>1</sup> . . . . .	1.175	1.215	1.295	1.350	1.400
Ventes de l'U.R.S.S. . . . .	200	300	200	550	450
Total . . . . .	1.375	1.515	1.495	1.900	1.850
Augmentation des réserves officielles de métal <sup>1</sup> . . . .	345	600	330	840	725
Autres utilisations <sup>2</sup> . . . . .	1.030	915	1.165	1.060	1.125

<sup>1</sup> Non compris l'U.R.S.S., l'Europe de l'Est, la Chine continentale et la Corée du Nord. <sup>2</sup> Chiffres obtenus par différence.

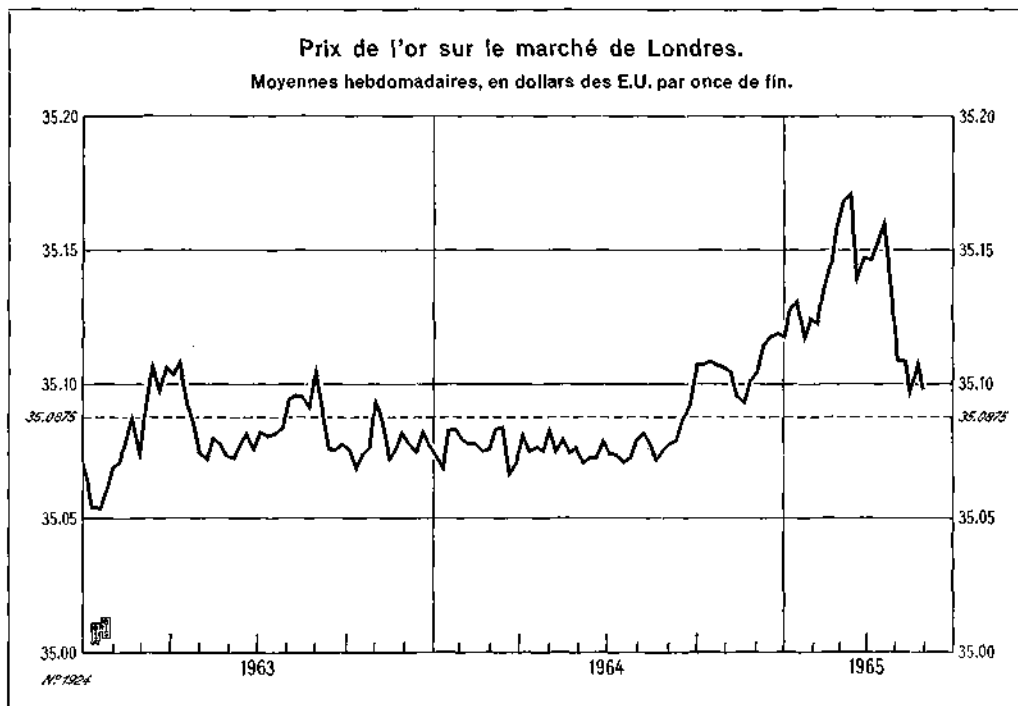
particuliers ayant été légèrement supérieure à celle de 1963, la valeur du métal disponible pour le renforcement des encaisses officielles a fléchi de \$840 à \$725 millions, le dernier chiffre cité représentant à peu près exactement 40% du montant des offres, telles qu'elles résultent des estimations.

L'équilibre entre l'offre et la demande sur le marché des métaux précieux s'est sensiblement modifié pendant la période passée sous revue. Pendant les huit premiers mois de 1964, la situation est demeurée dans l'ensemble assez calme

sur le marché, les cours de la séance officielle du marché de Londres variant entre \$35,06 et \$35,09 ½ l'once de fin. En pratique, la totalité de l'accroissement des encaisses officielles est intervenue pendant les huit mois considérés; en fait, pendant le seul second trimestre de 1964, la valeur de ces encaisses s'est accrue de \$520 millions, les ventes pour le compte de l'U.R.S.S. ayant été concentrées sur la période s'étendant de la mi-mars à la fin avril.

L'accroissement appréciable des encaisses-or pendant les huit premiers mois de 1964 a coïncidé avec une demande soutenue de métal pour le compte des particuliers. Par la suite, l'approche d'élections aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, ainsi que les événements politiques intervenus en Russie, ont renforcé cette tendance et, en octobre, le cours coté à la séance officielle du marché de Londres a dépassé \$35,11. Malgré une certaine détente de la situation en novembre, la demande des particuliers a continué d'absorber pratiquement la totalité des nouveaux apports sur le marché. En décembre, les prix se sont de nouveau raffermis et ont dépassé \$35,12 juste à la fin de l'année, au moment où le marché des métaux précieux subissait les effets de la crise de la livre et de l'accès de faiblesse simultané du dollar. Dans ces conditions, la demande d'or des particuliers a commencé, pour la première fois depuis la crise de Cuba en octobre 1962, de dépasser l'offre d'or neuf.

Le premier trimestre de 1965 a été caractérisé par la persistance d'une pression sur le marché du métal. La crise de la livre sterling avait à ce moment dépassé son



point critique; mais les craintes qu'elle avait suscitées n'avaient pas été facilement apaisées. Au surplus, deux autres événements ont eu pour effet de maintenir la demande d'or à un niveau exceptionnellement élevé. En premier lieu, les autorités françaises ont fait part, au début de janvier 1965, de leur décision de convertir en or des dollars provenant d'excédents de paiements précédemment accumulés. L'annonce de cette décision a déclenché une vague d'achats le 8 janvier, faisant monter le cours à la séance officielle aux environs de \$35,15. Le Trésor fédéral des Etats-Unis a immédiatement proclamé sa ferme résolution de maintenir le prix de l'or à son niveau actuel, et appuyé cette déclaration en abrogeant les dispositions relatives à la couverture métallique légale des dépôts des banques adhérentes dans les banques de réserve fédérale. Le prix de l'or est alors revenu, sur le marché, aux environs de \$35,12. En second lieu, le système de l'étalon de change or a fait l'objet d'une série de critiques, et un retour à l'étalon-or a été préconisé. Vers la mi-février, le prix coté à la séance officielle était ramené à \$35,15 et, au début de mars, après l'annonce par les Etats-Unis d'une perte d'or de \$500 millions depuis le début de 1965, il a bondi à \$35,17½. Un mois plus tard, les cours étaient encore supérieurs à \$35,15, mais vers la fin d'avril, ils étaient descendus à \$35,10, niveau auquel ils se sont maintenus en mai.

### **Réserves monétaires.**

Dans le tableau ci-après figurent les encaisses-or officielles des pays, leurs avoirs de change officiels et privés, et leur position nette à l'égard du F.M.I. et au titre des A.G.E. Ainsi mesurées, les liquidités internationales de ces pays ont enregistré en 1964 une progression de \$3,4 milliards, imputable à concurrence de \$2,5 milliards aux avoirs en dollars, et pour la majorité du solde aux encaisses-or. Les institutions internationales, qui n'apparaissent pas dans le tableau, n'ont pratiquement pas enregistré de variations de leurs avoirs en or et en dollars; en revanche, elles ont renforcé leurs avoirs en sterling de près de \$1 milliard.

*Encaisses-or.* Les encaisses officielles des pays du monde (non compris l'U.R.S.S., d'autres pays d'Europe orientale, la Chine continentale et la Corée du Nord) et des organismes internationaux ont augmenté, d'après les estimations, de l'équivalent de \$725 millions en 1964 pour atteindre \$43 milliards à la fin de cette même année. Comme pendant d'autres années récentes, on a noté une augmentation appréciable — \$1.144 millions — des encaisses des pays du continent européen; en outre, la valeur de l'encaisse-or du Canada s'est accrue de \$209 millions. En revanche, le stock du Trésor fédéral des Etats-Unis a très peu varié, accusant un fléchissement de \$125 millions seulement, contrairement à ce qui s'était passé

pendant les années précédentes. Les réserves d'or du Royaume-Uni ont diminué de \$348 millions, et celles du F.M.I., qui avait dû céder \$250 millions de métal à l'occasion du prélèvement effectué par la Grande-Bretagne en décembre 1964, ont fléchi de \$133 millions.

**Evolution de la liquidité internationale des pays.**

Débiteurs	Variations annuelles et total en fin d'année	Or	Dollars E.U. <sup>1</sup>	Livres sterling	Autres monnaies <sup>2</sup>	Total	Position nette envers le F.M.I., plus position au titre des A.G.E.	Total général	Pour mémoire <sup>3</sup>
Etats-Unis . . . . .	1963, variation	- 0,5		-	+ 0,1	- 0,4	- 0,0	- 0,4	
	1964, variation	- 0,1		+ 0,2 <sup>4</sup>	- 0,1	+ 0,0	- 0,3	- 0,3	
	Total à fin 1964	15,5		0,4 <sup>4</sup>	0,1	16,0	0,8 <sup>5</sup>	16,8	
Grande-Bretagne . . . . .	1963, variation	- 0,1	- 0,1			- 0,2	- 0,0	- 0,2	
	1964, variation	- 0,3	+ 0,5			+ 0,2	- 1,0	- 0,9	
	Total à fin 1964	2,1	2,3			4,4	- 0,5	3,9	
Europe continentale de l'Ouest . . . . .	1963, variation	+ 1,0	+ 0,8	- 0,0		+ 1,8	+ 0,1	+ 1,9	+ 0,8
	1964, variation	+ 1,1	+ 1,0	+ 0,1		+ 2,2	+ 0,7	+ 2,9	+ 0,4
	Total à fin 1964	18,3	10,6	1,9		30,8	2,4	33,3	1,0
Total . . . . .	1963, variation	+ 0,5	+ 0,7	- 0,0	+ 0,1	+ 1,2	+ 0,0	+ 1,3	+ 0,6
	1964, variation	+ 0,7	+ 1,5	+ 0,3	- 0,1	+ 2,4	- 0,5	+ 1,8	+ 0,4
	Total à fin 1964	36,0	12,9	2,3	0,1	51,3	2,7	54,0	1,0
Autres pays . . . . .	1963, variation	+ 0,3	+ 1,1	+ 0,7	+ 0,0	+ 2,1	+ 0,0	+ 2,2	+ 0,1
	1964, variation	+ 0,2	+ 1,0	+ 0,1	- 0,1 <sup>4</sup>	+ 1,2	+ 0,4	+ 1,6	-
	Total à fin 1964	4,9	12,4	9,4	0,4 <sup>4</sup>	27,1	0,0	27,1	0,1
Total général . . . . .	1963, variation	+ 0,7	+ 1,8	+ 0,7	+ 0,1	+ 3,4	+ 0,1	+ 3,4	+ 0,7
	1964, variation	+ 0,9	+ 2,5	+ 0,4	- 0,2	+ 3,6	- 0,2	+ 3,4	+ 0,4
	Total à fin 1964	40,8	25,4	11,7	0,5	78,4	2,7	81,1	1,1
Total général, détenteurs officiels	1963, variation	+ 0,7	n.d.	+ 0,3	+ 0,1	n.d.	+ 0,1	n.d.	+ 0,7
	1964, variation	+ 0,9	+ 0,7 <sup>6</sup>	+ 0,3	- 0,2	+ 1,7	- 0,2	+ 1,5	+ 0,4
	Total à fin 1964	40,8	14,3 <sup>6</sup>	6,9	0,5	62,6	2,7	63,5	1,1

<sup>1</sup> Avoirs étrangers en dollars à court terme et titres négociables du Trésor des Etats-Unis, ayant à l'origine une échéance de plus d'un an. <sup>2</sup> Avoirs officiels des Etats-Unis en monnaies convertibles (à l'exclusion de la livre sterling) et avoirs officiels en francs de la zone du franc français. <sup>3</sup> Titres à moyen terme, non négociables et convertibles, du Trésor des Etats-Unis, à l'exception de ceux qui ont été émis au profit du gouvernement canadien à l'occasion des transactions auxquelles a donné lieu l'accord sur la Columbia River. <sup>4</sup> Evaluations. <sup>5</sup> Non compris un poste de \$ 800 millions affecté du signe négatif, représentant les ventes d'or auxquelles le Fonds a procédé pour acheter des titres du Trésor des Etats-Unis productifs d'intérêts. <sup>6</sup> Chiffres de source américaine. Certains avoirs officiels étrangers en dollars, détenus par des banques commerciales situées hors des Etats-Unis, sont d'ordinaire déclarés comme appartenant à ces banques.

A la suite de cet accroissement, les encaisses des pays européens du continent, y compris la B.R.I. et le Fonds européen, atteignaient \$18,3 milliards à la fin de 1964. Les encaisses-or des pays du continent se sont accrues de l'équivalent de \$920 millions, dont \$706 millions d'achats nets au Trésor des Etats-Unis et \$192 millions au F.M.I. Parmi les pays figurant dans le tableau page 151, huit ont accru leur encaisse-or en 1964. La France et l'Allemagne fédérale, avec des gains de \$554 millions et de \$404 millions respectivement, se classent en tête.



En revanche, les encaisses-or de l'Italie et de la Suisse ont diminué de \$236 millions et de \$95 millions respectivement. En Italie, le fléchissement a été dû à une vente de \$200 millions de métal au Trésor fédéral des Etats-Unis en mars 1964 et à un versement de \$58 millions au F.M.I. au titre de la libération en or de la souscription de l'Italie en août 1964. La diminution des réserves d'or de la Suisse s'explique essentiellement par le fait que les quantités d'or détenues par la Banque Nationale dans le cadre d'opérations de swap avec la B.R.I. étaient très sensiblement inférieures à la fin de 1964 à celles de l'année précédente. En comparant les chiffres de janvier 1965 à ceux du mois correspondant de 1964, on constate que l'encaisse-or de la Banque Nationale a effectivement augmenté de \$153 millions.

La différence entre, d'une part, l'augmentation de \$1.144 millions des réserves d'or de l'Europe du continent et, d'autre part, l'augmentation de \$920 millions des encaisses-or des pays du continent, s'explique presque entièrement par une réduction de \$229 millions de la position négative de la B.R.I. sur le métal au comptant. Ce mouvement est dû, dans une large mesure, au fait que les swaps sur or en question conclus avec la Banque Nationale Suisse étaient moins importants à la fin de 1964. Ajoutons toutefois qu'à la fin de 1963 la position-or au comptant de la B.R.I. avait été affectée par l'existence de contrats à terme non dénoués, conclus à l'occasion de ventes d'or russe.

L'encaisse-or du Trésor fédéral des Etats-Unis, \$15.596 millions au début de l'année, n'a pratiquement pas varié pendant les dix premiers mois de 1964. Après avoir quelque peu fléchi en janvier et février, elle s'est accrue de \$209 millions en mars et avril 1964 – période pendant laquelle le consortium des banques centrales avait pu effectuer des achats nets d'un montant considérable – pour atteindre l'équivalent de \$15.727 millions. Pendant le reste de l'année, l'encaisse-or du Trésor a diminué de \$256 millions; ce fléchissement est intervenu en majeure partie au cours du dernier trimestre, et la valeur de l'encaisse-or des Etats-Unis atteignait \$15.471 millions à la fin de 1964.

Les utilisateurs résidant aux Etats-Unis ayant acheté pour \$89 millions d'or, les ventes nettes de métal du Trésor fédéral à des étrangers en 1964 ont atteint \$36 millions seulement. Le montant brut des ventes a atteint au total \$921 millions, dont \$405 millions à la France et \$225 millions à l'Allemagne. Le montant brut des achats a atteint au total \$885 millions, dont \$618 millions en provenance de Grande-Bretagne et \$200 millions en provenance d'Italie. Les achats en provenance de Grande-Bretagne comprennent la part des Etats-Unis dans les excédents d'achats du consortium des banques centrales.

Les réserves d'or officielles du Royaume-Uni ont fléchi en 1964 de \$348 millions. La diminution de l'encaisse a été limitée – \$45 millions seulement – au

cours du premier semestre de 1964, période pendant laquelle les réserves globales continuaient d'augmenter dans l'ensemble. Le reste du métal a été vendu pour atténuer les pressions exercées par la crise de la livre au cours des quatre derniers mois de l'année.

A la suite d'une diminution de \$133 millions, les réserves d'or du F.M.I. représentaient, à la fin de 1964, l'équivalent de \$2.179 millions. Le Fonds a reçu \$84 millions de métal provenant de la libération de souscriptions nouvelles et \$20 millions au titre de remboursements en or de précédents tirages. Ces entrées de métal, augmentées du règlement en or d'intérêts par des Etats membres, ont été largement compensées par la cession, en décembre 1964, de \$250 millions à dix Etats membres.

Bien qu'on ne dispose pas encore de renseignements complets, les réserves d'or officielles ont certainement fléchi pendant le premier trimestre de 1965. Les principaux changements ont été une perte de \$832 millions du Trésor fédéral des Etats-Unis et un gain de \$660 millions pour les pays continentaux d'Europe, dont \$468 millions pour la France. En outre, les réserves d'or de l'Afrique du Sud ont diminué de \$76 millions.

*Avoirs en devises.* Les avoirs en dollars et en livres, officiels et privés, des différents pays du monde ont augmenté de \$2,9 milliards en 1964, dont \$2,5 milliards au titre de nouvelles accumulations d'avoirs en dollars. Les avoirs en sterling, après avoir augmenté au même rythme qu'en 1963 pendant les trois premiers trimestres de 1964, ont été très sensiblement réduits vers la fin de l'année, de sorte que, pour l'ensemble de 1964, l'augmentation s'est chiffrée à \$400 millions seulement. Tous ces mouvements s'expliquent presque entièrement par l'aide accordée par des banques centrales au Royaume-Uni, sous forme de swaps contre sterling.

L'augmentation des avoirs étrangers en dollars en 1964 présente deux traits particuliers: d'une part, elle est due, à concurrence des trois quarts environ du total, à l'accroissement des avoirs en devises américaines des particuliers; d'autre part, la position extérieure de liquidité des pays en voie de développement s'est de nouveau très sensiblement redressée. On trouvera, dans le tableau qui va suivre, les changements intervenus en 1964 dans les avoirs des pays étrangers en dollars, et leur répartition entre les différentes zones du monde et les catégories de titulaires.

La majeure partie de l'accroissement des avoirs en dollars des particuliers est intervenue en Europe occidentale. Ce mouvement s'explique principalement par la recrudescence d'activité sur le marché de l'Euro-dollar. En liaison avec cette expansion, sans en être pour autant la seule cause, il y a lieu de noter l'accélération du rythme des sorties de capitaux à court terme des Etats-Unis, qui ont atteint le

Evolution des avoirs en dollars des divers pays en 1964.

Pays ou zone	Avoirs officiels	Avoirs privés	Total
	en millions de dollars E.U.		
Europe occidentale* . . . . .	+ 403	+ 1.057	+ 1.460
Canada . . . . .	- 181	+ 191	+ 10
Républiques d'Amérique latine . . . . .	+ 180	+ 147	+ 327
Asie . . . . .	+ 289	+ 350	+ 639
Afrique . . . . .	+ 6	+ 7	+ 13
Autres pays . . . . .	+ 2	+ 57	+ 59
<b>Total . . . . .</b>	<b>+ 699</b>	<b>+ 1.809</b>	<b>+ 2.508</b>

\* Y compris la B.R.I. et le Fonds européen.

chiffre record de \$2,2 milliards. Les créances à court terme sur des étrangers déclarées par les banques des Etats-Unis sont passées de \$6 à \$7,7 milliards. Pour les seuls pays d'Asie, elles ont augmenté de \$800 millions, le Japon étant à l'origine de 80% de cette augmentation.

Les avoirs en dollars de l'Amérique latine, de l'Asie, de l'Afrique et du groupe des «autres pays» ont augmenté de \$1 milliard au total en 1964. Abstraction faite du Japon et de l'Australie, seuls pays industrialisés de ces zones détenant des avoirs en dollars d'un montant considérable, on peut dire que les avoirs en dollars des pays en voie de développement ont augmenté de \$800 millions en 1964.

L'évolution des avoirs étrangers en livres pendant les neuf premiers mois de 1964 et le reste de l'année a fait ressortir des différences très accentuées. Pendant les neuf premiers mois de 1964, les avoirs en livres des pays membres de la zone sterling ont progressé de \$600 millions, et ceux des pays ne faisant pas partie de la zone de \$300 millions. Au cours du dernier trimestre de 1964, les avoirs des pays membres de la zone sterling ont réduit de l'équivalent de \$400 millions leurs avoirs sur la place de Londres; en même temps, les avoirs des pays ne faisant pas partie de la zone monétaire britannique ont fléchi de \$150 millions. La réduction des avoirs des pays membres de la zone sterling a été due, en partie, à une aggravation de la situation de leurs balances des paiements, en partie à un mouvement de défiance envers la livre. Des banques centrales de pays ne faisant pas partie de la zone sterling ont acheté, pendant les quatre derniers mois de 1964, des livres sterling pour l'équivalent de \$310 millions, aux termes d'arrangements officiels conclus avec la Banque d'Angleterre pour soutenir la devise britannique. En dernière analyse, le quatrième trimestre de 1964 a été caractérisé par une chute brutale des autres avoirs en sterling détenus en dehors de la zone sterling.

Pour l'ensemble de l'année 1964, l'accroissement des avoirs étrangers en livres a été dû, pour sa quasi-totalité, à la conclusion d'arrangements de caractère

officiel destinés à soutenir le sterling. A la suite de la légère augmentation des avoirs en livres des pays industrialisés membres de la zone sterling (Australie, Nouvelle-Zélande, Union Sud-Africaine), il est permis de remarquer que les pays en voie de développement n'ont pas renforcé leurs avoirs en livres pendant l'année 1964.

Les avoirs en dollars des organismes internationaux n'ont pratiquement pas varié en 1964. Les avoirs en dollars du F.M.I. ont augmenté, il est vrai, de \$266 millions, en raison de la modification de la position nette des Etats-Unis envers cet organisme; mais ceux d'autres institutions internationales ont accusé un fléchissement d'un montant à peu près comparable. L'accroissement de \$1.019 millions des avoirs en livres d'organismes internationaux reflète le prélèvement effectué en décembre par le Royaume-Uni sur les ressources du F.M.I.

### Fonds Monétaire International.

L'évolution des balances des paiements en 1964 montre bien l'importance du rôle du Fonds en tant que source de crédits internationaux. Elle a en outre fait ressortir à quel point les ressources ordinaires du Fonds sont limitées eu égard aux demandes dont il est saisi de la part des deux pays à monnaies-clés. Le total des tirages bruts a atteint \$1.950 millions, chiffre dépassé une fois seulement en 1961 avec \$2.478 millions. Sur des tirages nets d'un montant total de \$1.130 millions, \$475 millions seulement ont été fournis par des souscriptions de pays membres, et le Fonds s'est procuré le solde en procédant à des ventes d'or et en faisant jouer les Accords généraux d'emprunt.

En 1964, l'essentiel des opérations du Fonds a été constitué par les tirages de trois pays membres. La Grande-Bretagne a effectué, au mois de décembre, un tirage de \$1 milliard, qui a servi à rembourser l'aide à court terme accordée les mois

Opérations en devises du F.M.I. en 1964.

Pays ou zone	Tirages	Rachats	Tirages nets
	en millions de dollars E. U.		
Etats-Unis . . . . .	525	277	248
Canada . . . . .	—	197	— 197
Grande-Bretagne . . . . .	1.000	—	1.000
Italie . . . . .	225	66	159
Autres pays d'Europe . . . . .	19	47	— 28
Pays d'Amérique latine . . . . .	63	150	— 87
Autres pays . . . . .	118	63	35
<b>Total . . . . .</b>	<b>1.950</b>	<b>620</b>	<b>1.130</b>

précédents par des banques centrales. Les Etats-Unis ont procédé à cinq tirages d'un montant total de \$525 millions, dont le produit a servi en majeure partie à vendre des monnaies à d'autres pays membres du Fonds qui désiraient rembourser des tirages précédents, tout en évitant des prélèvements sur les réserves d'or des Etats-Unis. Les tirages nets des Etats-Unis sur le F.M.I. ont atteint \$248 millions seulement, car un total de \$277 millions en monnaie américaine a été « racheté » à la suite de tirages en dollars opérés par d'autres pays sur le Fonds.

L'Italie a procédé, en mars 1964, à un tirage de \$225 millions, dont \$68 millions seulement constituaient un engagement envers le Fonds, le solde correspondant au montant net de tirages en liras précédemment effectués par d'autres membres. Dès septembre, l'Italie avait achevé de rembourser le Fonds, en partie à la suite du relèvement de sa quote-part.

Le Canada a fini de rembourser le tirage de \$300 millions effectué en 1962, tandis que pour le reste du monde, les rachats ont dépassé les tirages de \$80 millions.

Le deutsche mark a été de loin la monnaie la plus utilisée en 1964 dans les opérations du Fonds: les tirages bruts libellés en cette monnaie se sont élevés à \$718 millions et les tirages nets à \$454 millions. Viennent ensuite le dollar E.U. et le franc français, avec des tirages nets de \$277 millions et de \$232 millions respectivement. On relève également des tirages nets, d'un montant allant de \$50 à \$100 millions, en dollars canadiens, en florins néerlandais, en francs belges, en pesetas espagnoles et en yens japonais.

Avoirs du Fonds dans les monnaies de certains pays membres.

Pays dans la monnaie desquels sont libellés les avoirs	1958	1960	1962	1963	1964	Montants à la disposition du Fonds en mars 1965
	chiffres en fin d'année, en pourcentage de la quote-part du pays membre					en millions de dollars E.U.
Allemagne . . . . .	55	61	34	30	7	87
Autriche . . . . .	75	75	85	50	3	3
Belgique . . . . .	75	75	61	59	49	161
Canada . . . . .	70	72	125	111	67	325
Espagne . . . . .	—	118	75	64	29	39
Etats-Unis . . . . .	29	62	74	75	81	3.424
France . . . . .	150	74	44	43	34	245
Grande-Bretagne . . . . .	124	75	74	75	126	2.449
Italie . . . . .	—	75	25	16	72	326
Japon . . . . .	75	75	64	64	60	297
Pays-Bas . . . . .	75	71	51	51	45	184
Suède . . . . .	75	75	68	65	52	78

Le tableau ci-après indique l'évolution des avoirs du Fonds en monnaies des principaux pays membres depuis 1958. Abstraction faite de la Grande-Bretagne et des Etats-Unis, les montants qui se trouvaient à la disposition du Fonds dans les monnaies de ces pays membres atteignaient au total \$1,7 milliard à fin mars 1965. A cette date, la fraction non utilisée des crédits de confirmation ouverts par le Fonds s'élevait à \$500 millions.

En raison de la position débitrice nette du Royaume-Uni et des Etats-Unis envers le Fonds, l'encours de cet organisme a sa contrepartie en totalité dans les positions créditrices nettes de pays de l'Europe continentale, du Canada et du Japon. Au cours de l'année 1964, les possibilités d'accroissement ultérieur des positions créditrices de l'ensemble de ces pays sont devenues assez limitées et, pour être en mesure de faire face au tirage de \$1 milliard auquel la Grande-Bretagne a procédé en décembre, le Fonds a décidé de compléter ses avoirs en monnaies de ces pays membres en leur vendant \$250 millions d'or et en faisant appel, pour la première fois, aux facilités prévues par les Accords généraux d'emprunt, à concurrence de \$405 millions. En fait, les tirages de la Grande-Bretagne en deutsche marks, en francs français et en florins néerlandais ont été couverts en totalité par le Fonds au moyen de ventes d'or et du recours aux Accords généraux d'emprunt.

Au cours du premier trimestre de 1965, les tirages nets sur le Fonds ont atteint au total \$100 millions. En mai, la Grande-Bretagne a procédé à un nouveau tirage, d'un montant de \$1,4 milliard. Les devises nécessaires pour faire face à ce tirage ont été obtenues à concurrence de \$400 millions par des ventes d'or du Fonds à d'autres pays membres, et à raison de \$525 millions au moyen d'un second recours aux facilités des Accords généraux d'emprunt.

A la suite des recommandations formulées à ce sujet dans le rapport publié en août 1964 par le Groupe des Dix, un relèvement général des quotes-parts des membres du Fonds a été décidé l'an dernier à l'Assemblée de cette organisation. Le conseil d'administration du Fonds a, par la suite, fixé cette augmentation à 25% et convenu d'une augmentation plus importante de la quote-part de seize pays membres. De ce fait, le total des quotes-parts sera porté de \$16 à \$21 milliards. Les avoirs du Fonds en monnaies ayant fait l'objet de tirages nets en 1964 (c'est-à-dire toutes les monnaies figurant dans le tableau précédent, sauf le dollar E.U. et la livre sterling) seront accrus d'un peu plus de \$1 milliard.

Conformément aux statuts du Fonds, chaque pays doit libérer en or 25% du relèvement de sa quote-part. Afin que les pays membres dont les réserves sont faibles ne soient pas trop affectés par l'obligation d'effectuer un versement d'or, la faculté leur a été accordée de se libérer, s'ils en expriment le désir, sous forme de versements annuels échelonnés sur une période de cinq ans au maximum. Sinon,

tout membre ayant de très faibles réserves et qui désire que l'augmentation de sa quote-part prenne effet immédiatement peut effectuer un tirage sur le Fonds à concurrence de l'équivalent de l'accroissement de sa souscription en or. Le Fonds a également pris certaines dispositions pour aplanir les difficultés auxquelles les deux pays à monnaies-clés pourraient se heurter si d'autres Etats membres leur demandaient de l'or pour libérer leurs souscriptions.

### La position extérieure de liquidité des Etats-Unis.

En 1964, le déficit de la balance des paiements des Etats-Unis, mesuré selon les critères traditionnels, a été presque aussi important que l'année précédente — \$3,1 milliards, contre \$3,3 milliards; en revanche les mouvements monétaires correspondants ont été très différents d'une année à l'autre. Les besoins officiels de financement ont été notamment beaucoup plus faibles, les avoirs en dollars des particuliers ayant fortement augmenté.

Financement du déficit de la balance des paiements.

Rubriques	1963	1964			
		Total	1er semestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en millions de dollars E.U.					
Solde des transactions normales moins . . . . .	-3.260	-3.055	- 520	-1.010	-1.525
Paiements anticipés sur les ventes américaines de matériel militaire . . . . .	335	205	85	- 30	150
Variation des exigibilités immédiates à l'égard des étrangers (secteur privé) . . . . .	595	1.520	345	555	620
Solde calculé sur la base des règlements officiels . . . . . financé par:	-2.330	-1.330	- 90	- 485	- 755
1. Transactions spéciales du gouvernement . . . . . dont	985	460	145	230	85
a) Remboursements par anticipation de prêts du gouvernement . . . . .	325	120	85	30	5
b) Ventes de titres non négociables du gouvernement . . . . .	660	340	60	200	80
2. Variation des exigibilités immédiates à l'égard des étrangers (secteur public) . . . . .	970	700	- 305	185	820
3. Variation des réserves monétaires (augmentation →) dont	380	170	250	70	- 150
a) Tranche-or au F.M.I. . . . .	30	265	250	135	-120
b) Avoirs en monnaies convertibles . . . . .	-110	-220	30	- 45	-205
c) Or . . . . .	460	125	- 30	- 20	175

Les avoirs en dollars des particuliers se sont en effet accrus de \$1,5 milliard en 1964. Leur progression est intervenue principalement au cours du second semestre et a porté essentiellement sur les avoirs en dollars de banques commerciales étrangères. Au total, elle a permis de couvrir la moitié du déficit des transactions normales. Peut-être ce mouvement a-t-il été provoqué en partie par la fuite devant la livre au cours des quatre derniers mois de 1964. Pour une large part, toutefois, il a été lié à l'augmentation des sorties de capitaux privés des Etats-Unis. Il semble en outre que la recrudescence d'activité du marché de l'Euro-dollar à partir du printemps de 1964 ait été due dans une certaine mesure à des placements de fonds de sociétés américaines sur ce marché.

Si l'on déduit du déficit au titre des transactions normales l'accroissement des avoirs de particuliers et les versements d'acomptes sur les commandes étrangères de matériel militaire américain, on constate que le déficit dont les variations des avoirs et des engagements officiels devaient assurer le financement a été de \$1,3 milliard en 1964, contre \$2,3 milliards en 1963 et \$2,9 milliards en 1962.

Pour plus de commodité, on peut classer les moyens utilisés par les autorités pour financer le déficit en trois catégories. La première est constituée par des transactions spéciales du gouvernement. En 1964, celles-ci se sont élevées à \$460 millions, dont \$120 millions correspondant à des remboursements par anticipation de prêts du gouvernement, et \$340 millions à des ventes nettes de titres non négociables du Trésor des Etats-Unis. La diminution de plus de \$500 millions par rapport au chiffre de 1963 représente la modification la plus importante intervenue, d'une année à l'autre, dans les postes enregistrant les opérations de financement pour compte officiel.

Les avoirs officiels en dollars de l'étranger représentent la seconde catégorie de moyens de financement. L'augmentation de \$700 millions enregistrée en 1964 a été inférieure de près de \$300 millions à celle de l'année précédente. Toutefois, en 1963, des autorités monétaires étrangères avaient renforcé de \$175 millions les avoirs qu'elles détenaient en cette monnaie au titre des accords de swap conclus avec le Federal Reserve System. En 1964, au contraire, ces avoirs ont diminué de \$110 millions. En conséquence, les avoirs en dollars proprement dits des autorités monétaires étrangères ont progressé presque exactement d'un même montant au cours des deux années: soit de \$795 millions en 1963 et \$810 millions en 1964.

La troisième catégorie de moyens officiels de financement est constituée par les composantes des réserves monétaires, qui comprennent maintenant la position envers le F.M.I. dans la limite de la tranche-or. Quel que soit le procédé de mesure



adopté, le fléchissement des réserves monétaires a été à la vérité limité eu égard au déficit (\$3,1 milliards) sur les transactions normales, ou au déficit (\$1,3 milliard) calculé sur la base des transactions pour compte officiel. A ne considérer que le stock d'or, la diminution a été de \$125 millions seulement. En groupant l'or, les monnaies convertibles et la position envers le F.M.I. au titre de la tranche-or, la diminution a été de \$170 millions. En retenant simplement les réserves de première ligne – or et monnaies convertibles – on constate en fait une augmentation de \$95 millions en 1964.

Le déroulement des événements en 1964 montre que le déficit sur les transactions normales au cours des six premiers mois n'a pas dépassé \$520 millions; il a été couvert à concurrence de \$345 millions par l'accroissement des avoirs en dollars des particuliers. Comme, de surcroît, certains paiements anticipés ont été effectués sur des commandes étrangères de matériel militaire, le solde à couvrir par des moyens officiels était très peu important et les transactions spéciales du gouvernement ont été à cet égard plus que suffisantes. Toutefois, comme l'augmentation des avoirs en dollars des particuliers a coïncidé avec une réduction comparable des avoirs officiels, les réserves monétaires des Etats-Unis ont diminué de \$250 millions.

Au cours du troisième trimestre, le déficit à financer a atteint \$1.010 millions. En raison d'une nouvelle progression importante des avoirs en dollars des particuliers, il restait à financer, par des moyens officiels, environ la moitié de cette somme. Les transactions spéciales du gouvernement, constituées presque en totalité par la vente de titres non négociables, ont produit \$230 millions et les avoirs officiels en dollars ont augmenté de \$185 millions. La diminution des réserves monétaires a donc été de \$70 millions seulement.

Pendant le dernier trimestre, le déficit sur les transactions normales est passé à \$1.525 millions – chiffre le plus élevé depuis le trimestre qui a suivi immédiatement l'ouverture des hostilités en Corée. Il a été presque exactement comblé par une augmentation de \$1.440 millions des avoirs en dollars de l'étranger. D'après les statistiques, les particuliers ont bénéficié de moins de la moitié de cet accroissement, en partie parce qu'en décembre, des banques commerciales procèdent à des transferts saisonniers de dollars à leurs banques centrales.

L'important déficit intervenu pendant ce trimestre s'est accompagné d'une augmentation de \$150 millions des réserves monétaires. Le stock d'or a fléchi, il est vrai, de \$175 millions, mais la position envers le F.M.I. au titre de la tranche-or s'est améliorée de \$120 millions et les avoirs en monnaies convertibles se sont accrus de \$205 millions. Les trois composantes des réserves monétaires ont toutes été affectées, au cours du dernier trimestre, par la crise du sterling. D'abord, les ventes

nettes d'or de la Grande-Bretagne au Trésor des Etats-Unis ont atteint \$125 millions; ensuite, les Etats-Unis ont prêté \$200 millions à la Grande-Bretagne par l'intermédiaire du F.M.I.; enfin, les avoirs officiels des Etats-Unis en monnaies convertibles ont été renforcés de \$165 millions grâce à l'utilisation par la Banque d'Angleterre de ses facilités de swap auprès du Federal Reserve System.

Au cours du premier trimestre de 1965, on a relevé des mouvements étendus de caractère monétaire, provoqués par des achats d'or de pays étrangers au Trésor des Etats-Unis. Le stock d'or a fléchi de \$832 millions et les avoirs officiels en dollars des pays étrangers (non compris ceux du F.M.I.) ont fléchi de \$951 millions. En revanche, les avoirs à court terme en dollars de particuliers ont augmenté de \$349 millions. En mars, premier mois complet après l'annonce des nouvelles mesures prises aux Etats-Unis pour contrôler les exportations de capitaux, les avoirs étrangers à court terme en dollars déclarés par les banques des Etats-Unis ont diminué de \$680 millions. Ce mouvement est à rapprocher d'une diminution de \$354 millions du stock d'or au cours du même mois.

En 1964, le réseau de swaps du Federal Reserve System n'a plus été utilisé essentiellement sur l'initiative des Etats-Unis. En fait, le total des tirages sur les Etats-Unis s'est élevé à \$870 millions, tandis que celui des tirages effectués par ce pays n'a atteint que \$450 millions. La réduction du déficit de la balance des comptes pendant le premier semestre a permis aux Etats-Unis de passer d'une position débitrice nette de \$342 millions en décembre 1963 à une position créditrice nette de \$65 millions à la fin de juin 1964. Toutefois, en raison de la détérioration de la balance des paiements pendant le second semestre, la position des Etats-Unis au titre des crédits swap est redevenue débitrice nette, à concurrence de \$130 millions, à la fin de décembre 1964. A cette date, les tirages des Etats-Unis sur les facilités de swap représentaient \$330 millions — dont \$135 millions sur les Pays-Bas, \$100 millions sur la B.R.I., \$50 millions sur l'Allemagne et \$45 millions sur la Belgique. En revanche, la Grande-Bretagne avait prélevé \$200 millions sur sa facilité de swap auprès des Etats-Unis.

Au cours de l'année 1964, le montant de l'accord de swap conclu par le Federal Reserve System avec la Banque d'Angleterre a été porté de \$500 à \$750 millions et celui de l'accord de swap avec la Banque Nationale de Belgique, de \$50 à \$100 millions. Pendant le premier trimestre de 1965, le montant de l'arrangement conclu avec la Banque d'Italie a été porté de \$250 à \$450 millions, et celui de l'accord conclu avec la Banque du Japon a été relevé de \$150 à \$250 millions. Ces augmentations ont porté à \$2.650 millions à fin mars 1965 le montant total des arrangements portant ouverture de crédits réciproques en devises.

### Réserves monétaires des pays européens.

Les réserves monétaires de première et de deuxième ligne des pays d'Europe occidentale ont augmenté de \$1,6 milliard en 1964, atteignant \$33,1 milliards à la fin de l'année. Les encaisses-or et les avoirs officiels en devises ont progressé de \$1,9 milliard, passant de \$29,2 à \$31,1 milliards, tandis que les positions à l'égard du F.M.I. et au titre des Accords généraux d'emprunt fléchissaient de \$2,3 à \$2 milliards. Si l'on tient compte de l'aide apportée par des banques centrales à la Grande-Bretagne et de l'accroissement des engagements officiels en sterling (y compris les valeurs du Trésor britannique détenues par des porteurs autres que des autorités monétaires), on constate que l'expansion nette des réserves monétaires officielles des pays européens s'est réduite de \$1,6 à \$1 milliard.

Les encaisses-or des pays d'Europe se sont renforcées de \$600 millions en 1964, ce qui représente la moitié de l'augmentation enregistrée en 1963 et un montant très inférieur à celui de n'importe quelle autre année récente. Les montants bruts des réserves officielles de change ayant légèrement progressé par rapport à l'année précédente, le pourcentage de la composante or dans les réserves monétaires de l'Europe occidentale a été ramené de 66,5 à 64,7%, ou de 67,8 à 66,3% s'il n'est pas tenu compte des billets spéciaux du Trésor des Etats-Unis que leurs détenteurs comprennent dans leurs réserves de première ligne.

Pour les quatre années allant de 1961 à 1964, les réserves d'or et le montant brut des avoirs de change officiels des pays d'Europe occidentale ont progressé de \$7 milliards, passant de \$24,5 à \$31,5 milliards. Les réserves d'or se sont accrues de \$4,4 milliards, soit de \$16 à \$20,4 milliards, et les réserves de change ont augmenté de \$2,6 milliards, c'est-à-dire de \$8,5 à \$11,1 milliards. Dans les pays d'Europe occidentale membres du Groupe des Dix (y compris la Suisse), le pourcentage d'or dans leurs réserves était légèrement plus élevé à la fin qu'au début de la période considérée, malgré la diminution intervenue en 1964. Au sein de l'autre groupe de pays où les encaisses-or ne représentent traditionnellement qu'une fraction beaucoup plus faible des réserves totales, le pourcentage de métal jaune a fléchi également en 1964, s'établissant sensiblement au-dessous du niveau atteint à la fin de 1960. Compte non tenu des valeurs non négociables du Trésor des Etats-Unis, l'augmentation des réserves européennes de change de 1961 à 1964 se trouve ramenée à \$1,8 milliard. Dans ces conditions, le pourcentage de la composante or, pour les pays membres du Groupe européen des Dix, était supérieur, à la fin de 1964, à celui noté à la fin de 1960.

Pour l'ensemble de l'Europe occidentale (abstraction faite de la Suisse, pays qui ne publie pas de renseignements sur la position des banques envers l'étranger),

il apparaît qu'au total les mouvements monétaires officiels et privés ont été plus favorables en 1964 que l'année précédente. Sans doute l'accroissement des avoirs officiels nets a-t-il été inférieur de \$700 millions à celui de 1963; mais, en revanche, la position globale des banques envers l'étranger n'a pas varié en 1964, alors qu'en 1963 leurs engagements nets envers l'étranger avaient augmenté de \$1,3 milliard au moins. Il s'ensuit que les mouvements monétaires totaux, Suisse non comprise, ont été positifs à concurrence de \$1 milliard en 1964, contre \$400 millions en 1963.

Dans deux pays, l'Italie et la Grande-Bretagne, le revirement des mouvements monétaires entre 1963 et 1964 a été très marqué. D'une année à l'autre, la position de l'Italie s'est améliorée de \$2 milliards et celle de la Grande-Bretagne s'est détériorée à raison de \$1,5 milliard. Dans le reste de l'Europe, toujours sans la Suisse, l'excédent des mouvements monétaires a été sensiblement du même ordre de grandeur durant les deux années. La progression de \$2,5 milliards pour les avoirs officiels et de \$500 millions pour les engagements des banques enregistrée en 1963 a été suivie en 1964 d'une augmentation de \$2,6 milliards et de \$400 millions respectivement, de sorte que les pays en question ont bénéficié d'un léger accroissement des mouvements monétaires, qui sont passés de \$2 à \$2,2 milliards.

On ne dispose pas encore de statistiques complètes des mouvements monétaires des pays d'Europe occidentale pendant le premier trimestre de 1965. Les réserves officielles d'or et de change, non comprises celles de la Finlande et du Portugal, ont accusé une légère diminution de quelque \$130 millions, cependant que les positions nettes envers le F.M.I. ont augmenté d'environ \$50 millions. L'endettement à court terme de la Grande-Bretagne envers des banques centrales étrangères s'est sensiblement aggravé, mais les avoirs étrangers en sterling ont baissé. Les données relatives aux variations de la position extérieure des banques commerciales européennes sont encore très incomplètes, mais il semble que l'amélioration saisonnière des positions des banques ait été supérieure au fléchissement des réserves officielles d'or et de change. A elles seules, les banques allemandes ont accru de quelque \$500 millions leurs avoirs nets à l'étranger et, dans sept autres pays européens ayant communiqué des résultats, la position des banques s'est améliorée d'environ \$180 millions en chiffres nets.

---

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 au titre des A.G.E. 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 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 \$351, \$345 et \$340 millions à la fin des années 1962, 1963 et 1964 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. La position au titre des A.G.E. est constituée par des prêts consentis aux termes des Accords généraux d'emprunt conclus en octobre 1962.

**Pays européens: Situation des réserves.**

Pays	Fin d'année	Réserves nettes			Position nette envers le F.M.I. et au titre des A.G.E.	Réserves nettes, plus ou moins position nette envers le F.M.I. et au titre des A.G.E.
		Or	Change	Total		
en millions de dollars E. U.						
Allemagne . . . . .	1962	3.679	2.686	6.365	517	6.882
	1963	3.844	3.207	7.051	562	7.603
	1964	4.248	2.665	6.913	913	7.826
Autriche . . . . .	1962	454	597	1.051	26	1.077
	1963	536	650	1.186	37	1.223
	1964	600	632	1.232	72	1.304
Belgique-Luxembourg . . .	1962	1.365	237	1.602	133	1.735
	1963	1.371	445	1.816	141	1.957
	1964	1.452	552	2.004	204	2.208
Danemark . . . . .	1962	92	118	210	33	243
	1963	92	336	428	33	461
	1964	92	504	596	33	629
Espagne . . . . .	1962	446	561	1.007	38	1.045
	1963	573	520	1.093	54	1.147
	1964	616	791	1.407	107	1.514
Finlande . . . . .	1962	61	206	267	14	281
	1963	61	239	300	14	314
	1964	95	261	346	14	360
France . . . . .	1962	2.587	1.023	3.610	439	4.049
	1963	3.175	1.282	4.457	450	4.907
	1964	3.729	1.376	5.105	619	5.724
Grande-Bretagne . . . . .	1962	2.582	224	2.806	502	3.308
	1963	2.484	173	2.657	489	3.146
	1964	2.136	180	2.316	516	1.800
Grèce . . . . .	1962	77	193	270	15	285
	1963	77	201	278	15	293
	1964	77	189	266	15	281
Italie . . . . .	1962	2.243	1.358	3.601	203	3.804
	1963	2.343	826	3.169	226	3.395
	1964	2.107	1.503	3.610	146	3.756
Norvège . . . . .	1962	29	237	266	25	291
	1963	29	289	318	25	343
	1964	29	327	356	25	381
Pays-Bas . . . . .	1962	1.574	128	1.702	203	1.905
	1963	1.594	277	1.871	203	2.074
	1964	1.679	379	2.058	265	2.323
Portugal . . . . .	1962	471	321	792	15	807
	1963	497	330	827	15	842
	1964	497	442	939	15	954
Suède . . . . .	1962	181	567	748	48	796
	1963	182	518	700	53	753
	1964	189	676	865	88	953
Suisse . . . . .	1962	2.667	201	2.868	—	2.868
	1963	2.820	250	3.070	—	3.070
	1964	2.725	388	3.113	—	3.113
Turquie . . . . .	1962	140	— 52	88	— 27	61
	1963	115	— 69	26	— 31	5
	1964	104	— 64	40	— 34	6
Total . . . . .	1962	18.648	8.605	27.253	2.184	29.437
	1963	19.793	9.454	29.247	2.276	31.523
	1964	20.365	10.801	31.166	1.966	33.132

Remarque : Voir le texte page ci-contre.

*Grande-Bretagne.* Le financement du déficit de la balance des paiements n'a guère soulevé de problèmes durant le premier semestre de 1964, les réserves officielles d'or et de change ayant effectivement enregistré un léger gain de \$50 millions. Au cours de cette période, le déficit a été couvert, à raison de moitié environ, par un accroissement de \$345 millions des avoirs de la zone sterling à Londres et par une nouvelle expansion de \$250 millions des engagements nets en monnaies étrangères des banques britanniques.

Durant le troisième trimestre, les excédents des territoires de la zone sterling se sont progressivement amenuisés, tandis que la situation de la balance des paiements et l'approche d'élections générales suscitaient une nervosité croissante. Aux premiers stades, le déficit a pu être comblé par de nouveaux apports de capitaux en provenance de pays ne faisant pas partie de la zone sterling, mais, à la fin d'août, la Banque d'Angleterre a commencé d'utiliser une partie des facilités de swap de \$500 millions disponibles auprès du Federal Reserve System. En septembre de nouvelles facilités de crédit à court terme d'un montant de \$500 millions ont été obtenues auprès de sept autres banques centrales et, vers la fin du mois, l'aide accordée aux termes de ces arrangements était utilisée à concurrence de \$200 millions. Etant donné qu'à la fin septembre les réserves officielles étaient inférieures de \$165 millions au niveau atteint trois mois plus tôt, il a fallu financer par des opérations avec des autorités monétaires étrangères plus de la moitié du déficit du troisième trimestre.

Pendant le quatrième trimestre, les réserves ont encore diminué de \$225 millions et, en outre, les autorités ont contracté de nouveaux emprunts auprès d'autorités monétaires étrangères pour \$1.405 millions. De ce fait, les opérations de financement effectuées par les autorités au cours du dernier trimestre ont atteint \$1.630 millions, soit plus du double du déficit global enregistré et plus du triple du déficit de la balance des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme identifiés. La majeure partie de la différence entre le montant du déficit et celui des financements réalisés par les autorités s'explique par une diminution de \$1.030 millions des avoirs en sterling. Cette réduction a été imputable dans une certaine mesure au déficit de la balance des paiements du reste de la zone sterling, mais elle a surtout reflété un mouvement de fuite devant la livre.

En octobre, de nouveaux tirages ont été effectués, à concurrence de \$215 millions, sur des facilités de crédit officielles et, en novembre, un prélèvement de \$785 millions a été opéré sur les crédits d'assistance. La marge disponible auprès de banques centrales étrangères, soit \$585 millions, a été utilisée en totalité. Le 25 novembre, on a annoncé la conclusion d'une nouvelle opération de soutien, portant sur \$3 milliards avec la participation de onze banques centrales, de la

Grande-Bretagne: Mouvements monétaires.

Rubriques	1964			
	1er semestre	3ème trimestre	4ème trimestre	Année
en millions de dollars E. U.				
Réserves officielles (augmentation +) . . . . .	+ 50	- 165	- 225	- 340
Aide officielle (augmentation—)	- 15	- 185	-1.405	-1.605
<i>dont:</i>				
<i>Tirage sur le F.M.I.</i> . . . . .	—	—	-1.000	-1.000
<i>Divers</i> . . . . .	- 15	- 185	- 405	- 605
Financement officiel total .	+ 35	- 350	-1.630	-1.945
Engagements en sterling (augmentation—)				
envers la zone sterling d'outre-mer . . . . .	- 345	- 20	+ 490	+ 125
envers les pays extérieurs à la zone sterling* . . . . .	- 30	- 210	+ 540	+ 300
envers les institutions internationales* . . . . .	+ 15	+ 5	- 40	- 20
Engagements en autres monnaies que le sterling (augmentation—)	- 250	- 100	- 35	- 385
Autres mouvements monétaires (augmentation des engagements —) . . . . .	- 130	+ 5	- 30	- 155
Mouvements monétaires autres que le financement officiel (augmentation des engagements —) . . . . .	- 740	- 320	+ 925	- 135
Total (= excédent ou déficit de la balance des paiements) . .	- 705	- 670	- 705	-2.080

\* Non compris la contrepartie en sterling de l'aide officielle sous forme de swaps et des tirages sur le F. M. I.

B.R.I. et de la Banque Export-Import; sur le montant ainsi mobilisé, \$200 millions ont été utilisés avant la fin du mois. En décembre, les engagements à court terme contractés avant le 25 novembre ont été remboursés avec le produit d'un tirage de \$1 milliard sur le Fonds Monétaire International. En outre, une nouvelle aide de \$325 millions a été prélevée en vertu des arrangements conclus le 25 novembre, un emprunt en francs suisses, d'un montant équivalant à \$80 millions, a été contracté auprès de la Banque Nationale Suisse dans le cadre des dispositions des A.G.E. (sur ce montant, \$50 millions ont été affectés au remboursement d'un emprunt contracté auprès de la Confédération Helvétique en 1961), et le versement de \$174 millions au titre des intérêts et de l'amortissement de prêts accordés après la guerre par les gouvernements des Etats-Unis et du Canada a été différé.

Malgré l'importance des sorties de fonds au cours du quatrième trimestre, le tableau ci-dessus permet de constater qu'un léger afflux de capitaux a eu lieu pendant l'ensemble de 1964; le montant du déficit global de la balance des paiements a légèrement dépassé, en effet, celui des financements réalisés par les autorités.

Cette entrée de fonds s'explique largement par une augmentation des engagements nets des banques en devises à l'égard de l'étranger. A la fin de l'année, les réserves officielles d'or et de change s'établissaient à \$2.316 millions.

On ne possède pas encore d'indications très détaillées sur l'évolution au cours du premier trimestre de 1965. Le déficit de la balance des paiements a sensiblement diminué et les réserves officielles se sont légèrement améliorées. Les avoirs d'or et de change ont progressé de \$15 millions et l'endettement net envers le F.M.I. s'est trouvé réduit de \$15 millions en raison de prélèvements de sterling effectués par d'autres Etats membres. En revanche, les facilités de crédit obtenues en novembre 1964 ont continué d'être utilisées. Les avoirs en sterling des pays étrangers ont fléchi à concurrence de \$65 millions au cours du trimestre. Ceux de la zone sterling ont fléchi de \$235 millions et ceux des pays ne faisant pas partie de la zone sterling se sont accrus de \$170 millions, compte tenu de l'aide fournie par les banques centrales.

En mai 1965, les réserves britanniques se sont renforcées de \$505 millions, atteignant ainsi un total de \$2,9 milliards. Au cours du mois, il a été emprunté \$1,4 milliard au F.M.I. et à la Suisse et remboursé \$1,1 milliard sur l'aide accordée par les banques centrales.

*France.* En 1964, pour la quatrième année de suite, la France s'est classée de loin en tête des pays d'Europe pour l'augmentation de ses réserves. Les avoirs officiels en or et en devises se sont accrus de \$817 millions, soit presque autant qu'en 1963. Si cet accroissement a été du même ordre de grandeur, on relève toutefois que la position créditrice nette de la France envers le Fonds Monétaire International et au titre des Accords généraux d'emprunt s'est renforcée de \$11 millions et de \$169 millions respectivement. L'accroissement des réserves monétaires a été de \$648 millions, dont \$554 millions en or, contre \$847 millions au cours de l'année précédente.

Le chiffre de l'augmentation des réserves monétaires a suivi d'assez près l'an dernier celui des excédents globaux de paiements. Il n'a été procédé à aucun remboursement anticipé de dettes publiques extérieures et les engagements nets des banques françaises envers l'étranger, qui avaient augmenté de \$200 millions en 1963, se sont accrus de \$39 millions seulement en 1964. Les avoirs en francs de non-résidents ont continué de se renforcer à concurrence de \$98 millions; d'autre part, les avoirs nets en devises de résidents français, qui avaient subi un prélèvement de \$150 millions en 1963, ont regagné \$60 millions.

Les réserves monétaires de la France ont enregistré un nouveau progrès de \$234 millions pendant le premier trimestre de 1965. Les réserves d'or et de change ont bénéficié de la presque totalité de cet accroissement, passant de \$5.105 à



\$5.316 millions. La part de l'or et des devises étrangères dans cet accroissement s'est très sensiblement modifiée pendant le trimestre considéré. Les réserves d'or ont en effet gagné \$468 millions, tandis que les réserves de change fléchissaient de \$257 millions. Ce changement a sa source dans la décision prise par le gouvernement français en janvier 1965 d'accumuler dorénavant en métal la totalité des excédents de paiements et de convertir en or une partie des réserves officielles de devises précédemment constituées. Bien que les réserves monétaires aient encore augmenté de \$51 millions en avril 1965, les entrées de devises ont diminué depuis la fin du premier trimestre.

*Italie.* Malgré un déficit de paiements pendant les premiers mois de 1964, le montant net des réserves officielles a progressé de \$445 millions au cours de l'année. A elles seules, les réserves en devises convertibles se sont renforcées de \$735 millions; en revanche, les réserves d'or ont fléchi de \$235 millions, les avoirs officiels en billets spéciaux non négociables du Trésor des Etats-Unis de \$200 millions et les engagements officiels envers l'étranger de \$145 millions. Les prêts nets au F.M.I. se sont réduits de \$80 millions, et les autres avoirs monétaires officiels ont également enregistré une baisse modérée. Toutefois, comme la position des banques envers l'étranger s'est améliorée de \$440 millions, l'excédent global s'est établi à \$775 millions.

Le déficit du premier trimestre de 1964 s'est élevé à \$435 millions. Les banques ayant réduit de \$200 millions leurs engagements envers l'étranger, les financements réalisés par les autorités se sont élevés à \$635 millions. Il a été vendu pour \$200 millions d'or au Trésor des Etats-Unis; un tirage de \$225 millions a été effectué sur

**Italie: Mouvements monétaires.**

Rubriques	1963	1964	1964		1965 Janvier- Mars
			Janvier- Mars	Avril- Décembre	
en millions de dollars E.U.					
Réserves officielles nettes . . . . .	- 435	+ 445	- 420	+ 865	- 35
<i>dont</i>					
Or . . . . .	+ 100	- 235	- 200	- 35	- 15
Devises convertibles . . . . .	- 535	+ 735	- 35	+ 770	+ 20
Billets non négociables du gouvernement des Etats-Unis libellés en lires . . . . .	+ 150	- 200	- 50	- 150	-
Engagements à court terme envers l'étranger . . . . .	- 150	+ 145	- 135	+ 280	- 40
Position nette envers le F.M.I et au titre des A.G.E. . . . .	+ 25	- 80	- 225	+ 145	+ 35
Autres avoirs monétaires officiels .	- 185	- 30	+ 10	- 40	+ 15
Position des banques commerciales à l'égard de l'étranger . . . . .	- 650	+ 440	+ 200	+ 240	+ 55
<b>Total (= excédent ou déficit de la balance des paiements) .</b>	<b>- 1.245</b>	<b>+ 775</b>	<b>- 435</b>	<b>+ 1.210</b>	<b>+ 70</b>

le F.M.I. et les engagements officiels à court terme ont augmenté de \$135 millions par suite d'un renforcement des avoirs officiels des Etats-Unis en liras auprès de la Banque d'Italie. Ce dernier mouvement a eu sa source dans des tirages sur les facilités de swap disponibles auprès du Federal Reserve System et dans des achats de liras par les autorités monétaires américaines.

Au cours du second trimestre, la balance des paiements est brusquement devenue excédentaire et l'est restée depuis. L'excédent global des neuf derniers mois de 1964 a été de \$1.210 millions. Les banques ont encore réduit de \$240 millions leurs engagements nets envers l'étranger, tandis que les avoirs monétaires officiels se sont finalement renforcés de \$970 millions, dont \$770 millions en devises convertibles. Le relèvement de la quote-part de l'Italie au F.M.I. a provoqué un léger fléchissement de l'encaisse-or. En revanche, la position nette envers le F.M.I. et au titre des A.G.E. s'est améliorée de \$145 millions et les engagements officiels à court terme ont été réduits de \$280 millions. Ce dernier mouvement a eu sa contrepartie dans le dénouement de l'opération de swap conclue précédemment avec le Federal Reserve System et dans le rachat, par les Etats-Unis, de billets spéciaux non négociables libellés en liras.

Pendant le premier trimestre de 1965, le total des mouvements monétaires a été positif à concurrence de \$70 millions, et les engagements nets des banques à l'égard de l'étranger ont encore fléchi de \$55 millions.

*Benelux.* En Belgique et aux Pays-Bas, les réserves monétaires officielles ont accusé dans chaque pays en 1964 une progression de \$250 millions, imputable dans les deux cas aux réserves de première ligne à concurrence de 75% et à la position nette envers le F.M.I. pour le solde. La majeure partie de l'accroissement des réserves monétaires belges en 1964 est intervenue pendant le dernier trimestre, et les progrès enregistrés au cours du premier trimestre de 1965 ont été de peu d'importance.

Le renforcement de \$187 millions des réserves de la Nederlandsche Bank en 1964 a été exactement équilibré par un fléchissement des avoirs nets à l'étranger des banques commerciales néerlandaises. Après s'être nettement accrues pendant le second semestre de 1964, les réserves monétaires de la Nederlandsche Bank ont fléchi de \$11 millions au cours du premier trimestre de cette année, tandis que le montant net des avoirs des banques à l'étranger a progressé de \$53 millions.

*Allemagne.* La balance allemande des paiements, fortement excédentaire au début de 1964, s'est soldée ultérieurement par un déficit. Néanmoins, pour l'ensemble de l'année, le total des mouvements monétaires a été positif à concurrence de

\$170 millions. La position nette de l'Allemagne envers le F.M.I. et au titre des A.G.E. s'est améliorée de \$360 millions, tandis que les réserves officielles de première ligne fléchissaient de \$135 millions et les autres avoirs monétaires officiels de \$40 millions — en raison dans le second cas, de la poursuite du remboursement de dettes nées de la liquidation de l'U.E.P.

La composition des réserves officielles de première ligne s'est très sensiblement modifiée en 1964. Les réserves d'or ont augmenté de \$405 millions et les avoirs en titres non négociables du gouvernement des Etats-Unis ont progressé de \$400 millions. En revanche, les réserves de change ont fléchi de \$940 millions.

Pour l'ensemble de l'année, la position des banques allemandes envers l'étranger n'a pratiquement pas varié. Cette stabilité a contrasté avec la réduction de \$170 millions intervenue en 1963 dans leur position nette envers l'étranger; elle a été obtenue en dépit de l'affaiblissement de la position de liquidité des banques.

En mars 1964, la Bundesbank a commencé d'accorder aux banques des facilités spéciales de swap pour l'achat de bons du Trésor des Etats-Unis et en avril, elle a relevé le pourcentage des réserves obligatoires, applicable à leurs engagements envers l'étranger non couverts, par le maintien d'avoirs à l'étranger. Ces mesures ont été efficaces en ce sens que les banques ont accru leurs avoirs à l'étranger de \$175 millions en 1964. Mais l'effet de ce mouvement a été compensé par une progression de \$90 millions des fonds de roulement étrangers en deutsche marks et par une expansion, d'importance à peu près égale, de l'utilisation de crédits étrangers par les banques allemandes.

Au cours du premier trimestre de 1965, la balance des paiements s'est de nouveau soldée par un important excédent de \$355 millions. Les banques, procédant à l'opération inverse des rapatriements de fin d'année, ont renforcé de \$515 millions leurs avoirs nets à l'étranger. Les réserves d'or et de change de la Bundesbank ont fléchi de \$125 millions et la position nette de l'Allemagne envers le F.M.I. s'est réduite de \$35 millions.

*Suisse.* En adoptant la méthode classique, c'est-à-dire en retenant les fluctuations des réserves d'or et de devises, on constate que les réserves de la Banque Nationale Suisse se sont accrues de \$43 millions en 1964. Il y a lieu de noter, toutefois, que les opérations de fin d'année des banques suisses avaient revêtu une ampleur exceptionnelle en décembre 1963, de sorte qu'en comparant la situation des réserves en novembre 1963 et en novembre 1964, on note une augmentation de \$215 millions entre ces deux dates, alors qu'en faisant la comparaison entre janvier 1964 et janvier 1965, on relève une augmentation de \$240 millions.

Même en laissant ce facteur de côté, l'augmentation de \$43 millions ne reflète pas fidèlement l'accroissement des avoirs monétaires de la Banque Nationale en 1964. Son portefeuille de billets non négociables du Trésor des Etats-Unis libellés en francs suisses s'est renforcé d'environ \$50 millions et, en outre, la Banque Nationale a acquis en décembre 1964 des livres sterling pour l'équivalent de \$100 millions, au moyen d'opérations de swap avec la Banque d'Angleterre. Ainsi, les réserves au sens large du terme, c'est-à-dire y compris ces postes, se sont accrues de \$195 millions en 1964, contre \$202 millions en 1963. Et si l'on tient compte de l'ampleur exceptionnelle des opérations des banques suisses à la fin de 1963, on peut dire que la progression des réserves monétaires officielles en 1964 a été supérieure à celle de l'année précédente.

En janvier 1965, les réserves ont subi une baisse saisonnière légèrement supérieure à \$100 millions. En mars et en avril, un nouveau fléchissement, de \$111 millions cette fois, a été dû dans une large mesure au raffermissement du dollar sur le marché suisse, à la suite de la mise en vigueur des dispositions tendant à limiter les sorties de capitaux des Etats-Unis. En outre, la Banque Nationale a transféré aux banques commerciales suisses au cours de cette période une fraction, d'un montant équivalant à \$ 60 millions, des sterling qu'elle détenait au titre des swaps effectués avec la Banque d'Angleterre.

*Autres pays d'Europe.* Dans le reste de l'Europe occidentale, certains pays ont notablement renforcé leurs réserves monétaires en 1964. Celles de l'Espagne, compte tenu de la position nette à l'égard du F.M.I., ont progressé de \$367 millions, et les avoirs officiels d'or et de change du Portugal se sont accrues de \$112 millions. Dans les pays scandinaves, les réserves de la Suède ont augmenté de \$200 millions, dont \$35 millions imputables à l'amélioration des positions envers le F.M.I. et au titre des A.G.E., et celles du Danemark de \$168 millions. Dans ce dernier cas, l'accroissement des avoirs officiels s'est accompagné d'une progression de \$57 millions des engagements nets des banques envers l'étranger. Les réserves officielles de la Finlande et celles de la Norvège se sont également renforcées, de \$46 millions et de \$38 millions respectivement.

### **Changes.**

Aucun événement notable ne s'est produit sur le marché des changes durant la majeure partie des neuf premiers mois de 1964. Pendant le reste de l'année au contraire, le marché a été progressivement dominé par la crise du sterling et l'aggravation de la balance des paiements des Etats-Unis. A la mi-septembre, le cours au comptant de la livre était pratiquement tombé au niveau-plancher d'intervention

par rapport au dollar et, jusqu'en février 1965, les autorités ont dû procéder à des interventions répétées et coûteuses pour le soutenir. Après avoir connu un nouvel accès de faiblesse en mars et au début d'avril, il a regagné un niveau proche de la parité, puis s'est encore tassé en mai.

Vers la fin de 1964, le cours des principales monnaies du continent et celui du dollar canadien par rapport au dollar des Etats-Unis sont montés aux environs du cours-plafond d'intervention (sauf la lire, dont le cours est resté très proche de la parité depuis mars 1964). L'entrée en vigueur, en février 1965, des nouvelles mesures de redressement de la balance des paiements des Etats-Unis a principalement touché la livre, le dollar canadien et le franc suisse.

L'un des événements marquants de la période considérée a été la décision prise vers la fin de novembre 1964 par les autorités britanniques d'intervenir également sur le marché des changes à terme. Cette décision a, en effet, doté les autorités d'un nouveau moyen de défense du cours du change. Le marché devait traiter des opérations à terme d'un volume exceptionnel, liées en majeure partie, semble-t-il, à des transactions commerciales. En fournissant une couverture à terme, les autorités ont donc surtout permis aux milieux du commerce de prendre toutes dispositions pour effectuer, sur la base des cours en vigueur, des règlements en devises exigibles en tout état de cause dans un délai de quelques mois.

Le raffermissement marqué du cours au comptant d'un certain nombre de monnaies d'Europe continentale par rapport au dollar pendant le second semestre de 1964 a été accompagné jusqu'en novembre d'un mouvement inverse sur le marché à terme. Toutefois, en novembre, les cours à terme des monnaies d'Europe se sont de nouveau raffermis sous l'influence de la hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis et sur le marché de l'Euro-dollar. Ce raffermissement a été accentué en février 1965 par l'arrêt des sorties de capitaux des Etats-Unis, ce qui a probablement contribué à réduire la demande de dollars à terme sur le marché.

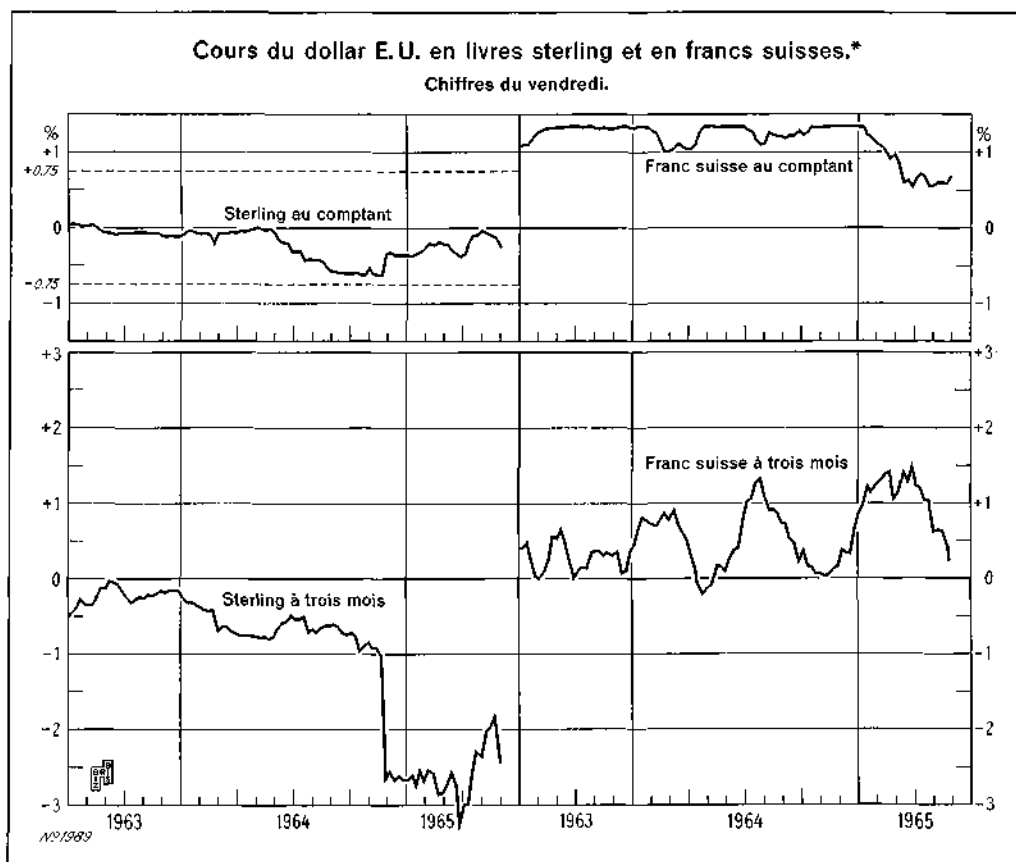
*Livre sterling.* Au début de 1964, la livre cotaît environ \$2,79<sup>3</sup>/<sub>4</sub> au comptant sur un marché calme. Pendant la troisième semaine de février, les bruits d'une réévaluation du deutsche mark et l'apparition des premiers indices de difficultés de paiement ont provoqué un léger fléchissement de ce cours. A la fin du mois, le taux d'escompte officiel a été relevé, et à partir de ce moment, le sterling est resté assez ferme jusqu'à la dernière semaine de mai.

Vers la fin mai, un mouvement de baisse du cours au comptant s'est amorcé, le faisant descendre jusqu'à \$2,78<sup>3</sup>/<sub>4</sub> pendant la troisième semaine de juillet. Après s'être maintenu à ce niveau durant près d'un mois, il est tombé à la fin d'août à \$2,78<sup>3</sup>/<sub>8</sub>, c'est-à-dire pratiquement au plancher d'intervention. La livre ne subissait toutefois

pas, à cette époque, une offensive de la spéculation, et son déport à trois mois par rapport au dollar s'était même détendu de  $\frac{3}{4}$  à  $\frac{1}{2}$  % entre la mi-mai et la mi-juillet. A cette dernière date, le rendement des bons du Trésor britannique, dont le taux avait suivi un mouvement ascendant, était supérieur de près de  $\frac{1}{2}$  % à celui des bons du Trésor des Etats-Unis, compte tenu des frais de couverture du risque de change à terme. Pour éviter que cet écart n'attire à Londres des capitaux en provenance des Etats-Unis, les autorités américaines ont, en juillet et août 1964, vendu à terme plus de \$50 millions de livres en procédant à des achats au comptant correspondants.

Le cours du sterling au comptant se trouvant pratiquement au plancher d'intervention, la pression accrue sur la livre à partir de septembre s'est traduite principalement par des pertes de réserves et par l'utilisation de l'aide accordée par des banques centrales étrangères. Sur le marché à terme, où la livre ne faisait particulièrement pas preuve de fermeté et où l'écart de taux pour les opérations d'arbitrage garanties n'était plus favorable à Londres, il a fallu attendre le 23 novembre, date du relèvement de 2 % du taux de l'escompte en Grande-Bretagne, pour déceler un profond changement de situation. Les ventes de sterling à terme ont alors pris une ampleur considérable; le déport à trois mois par rapport au dollar s'est tendu de 1 à 3 % l'an et l'écart entre les taux d'intérêt est devenu favorable à New York. Les autorités britanniques sont alors intervenues sur le marché à terme pour maintenir le déport de la livre à un niveau compatible avec la structure des taux d'intérêt et aussi pour éviter d'engager les réserves monétaires en cédant aux banques des dollars au comptant en couverture de ventes à terme. Pendant les mois de décembre 1964 et de janvier 1965, le déport de la livre à trois mois a été légèrement supérieur à  $2\frac{1}{2}$  %.

Contrairement à ce qui s'est passé sur le marché à terme, le cours au comptant s'est redressé, dépassant \$2,79 à la suite de l'annonce, le 25 novembre, de l'octroi d'une aide financière de \$3 milliards pour soutenir la livre. Toutefois, cette amélioration a été de courte durée et les autorités ont dû intervenir pendant tout le mois de décembre pour empêcher le cours de descendre au-dessous de \$2,79. En janvier 1965, la nécessité d'interventions officielles s'est fait moins sentir, et en février, le cours au comptant a commencé à s'élever nettement au-dessus de \$2,79. Cette tendance à la fermeté a toutefois bientôt cessé de se manifester en raison des mesures adoptées pour redresser la balance des paiements des Etats-Unis et d'un renouveau d'incertitude au sujet de la stabilité du système financier international, provoqué cette fois beaucoup plus par les critiques adressées à l'étalon de change or lui-même, que par une modification de la situation réelle. Le cours au comptant a recommencé à se tasser et, le 26 mars, il se trouvait ramené à \$2,79 à peine.



\* Cours au comptant indiquant la prime (+) ou la perte (—) de la livre ou du franc par rapport à leur parité avec le dollar. Cours à terme indiquant le report (+) ou le déport (—) sur les cours au comptant exprimé sous la forme d'un taux d'intérêt annuel.

En avril, les cours se sont sensiblement redressés, au comptant et à terme à la fois, notamment après que le Premier Ministre eut réaffirmé que le taux de change serait maintenu et, à la mi-mai, le sterling au comptant se situait légèrement en dessous de la parité; en même temps le déport à trois mois était tombé à un niveau correspondant à un taux d'intérêt de moins de 2% l'an pour la première fois depuis novembre 1964. Toutefois, vers la fin de mai, le cours au comptant avait fléchi aux environs de \$2,79  $\frac{1}{4}$ , et le déport à trois mois sur le dollar s'était accentué, dépassant 2  $\frac{1}{2}$ %.

*Franc suisse.* Sous l'influence des rapatriements de capitaux, le cours au comptant du franc par rapport au dollar, qui avait momentanément fléchi pour des raisons de caractère saisonnier au début de l'année, avait atteint à la fin avril 1964 le plafond d'intervention de la Banque Nationale Suisse, soit FS 4,31  $\frac{1}{2}$ , auquel il s'est maintenu au-delà du milieu de l'année. Le franc a légèrement fléchi pendant le troisième trimestre par rapport au dollar;

mais les cours du comptant se tenaient de nouveau à FS 4,31 ½ à la mi-octobre. Pendant le reste de l'année, en raison du resserrement accentué du marché monétaire intérieur, de l'entrée en jeu de facteurs saisonniers et de la crise du sterling, le franc suisse a fait preuve de beaucoup de fermeté par rapport au dollar.

Sur le marché à terme, le cours franc-dollar a enregistré en 1964 des fluctuations de grande amplitude reflétant assez fidèlement celles des entrées de capitaux en Suisse. En avril, les rapatriements de fonds de l'étranger ayant été considérables, le report à terme a totalement disparu, faisant place pendant quelque temps à un léger déport; en revanche, le report a atteint son point culminant en juillet, lorsque le cours au comptant a fléchi à la suite du renversement des opérations des banques au milieu de l'année. Le report du franc suisse est retombé à zéro en novembre 1964, le cours au comptant se situant alors au plafond d'intervention. Il s'est ensuite relevé pour atteindre une moyenne de 1 ¼% l'an durant les trois premiers mois de 1965, avant de retomber à moins de ¼% à la fin de mai.

La situation du marché du dollar au comptant s'est profondément modifiée pendant les premiers mois de 1965. L'affaiblissement saisonnier du franc au début de l'année a été suivi d'un fléchissement bien plus prononcé de son cours par rapport au dollar qui, à la fin de mars, est descendu à près de FS 4,35, niveau le plus faible enregistré depuis treize ans. Ce revirement a été manifestement lié aux mesures de redressement de la balance des paiements des Etats-Unis et à la hausse des taux d'intérêt sur le marché de l'Euro-dollar. En outre, la demande de dollars des milieux commerciaux suisses a été soutenue et les termes des paiements sont devenus légèrement favorables à la Grande-Bretagne.

*Deutsche mark.* Pendant la période passée sous revue, le cours au comptant du dollar par rapport au deutsche mark, tout en se maintenant bien au-dessus de la parité, a cédé progressivement du terrain. Pendant les premiers mois de 1964, d'importants excédents de paiements, d'où n'étaient pas exclues certaines entrées de capitaux de caractère spéculatif, ont maintenu le cours du deutsche mark aux environs du plafond d'intervention. La détérioration de la balance des paiements de base, provoquée en partie par l'annonce de mesures destinées à décourager les entrées de capitaux, a amené progressivement une détente sur le marché. Fait assez surprenant, le deutsche mark a continué de s'inscrire en recul en novembre et pendant la première quinzaine de décembre, malgré la crise du sterling, et cette tendance s'est maintenue durant les premiers mois de 1965. A la mi-mai, le deutsche mark se traitait, contre dollars, sur le marché au comptant à un cours supérieur de 0,4% à la parité.



En mars 1964, alors que le deutsche mark était très ferme, le Trésor des Etats-Unis et la Deutsche Bundesbank sont intervenus conjointement sur le marché à terme à concurrence de \$21 millions. Ces engagements ont été, eux aussi, dénoués en totalité à l'échéance. Abstraction faite de cette intervention, le trait le plus intéressant du marché à terme a été le rétablissement par la Bundesbank, en mars 1964, de facilités spéciales de swap pour permettre aux banques de faire des placements en bons du Trésor des Etats-Unis.

*Autres monnaies européennes.* Pendant toute la période considérée, le cours du franc français par rapport au dollar s'est maintenu au plancher d'intervention ou à un niveau très voisin de celui-ci. La lire italienne n'a cessé, depuis mars 1964, d'être maintenue légèrement au-dessus de sa parité avec le dollar, de sorte que le passage spectaculaire d'un déficit à un excédent de la balance des paiements n'a nullement affecté le cours au comptant de cette monnaie. Le franc belge s'est nettement raffermi, non sans quelques accès de faiblesse. Toutefois, dans le courant de 1964 et en octobre, son cours avait atteint la limite supérieure par rapport au dollar, pour la première fois depuis novembre 1960; il est resté jusqu'à présent à peu près à ce niveau en 1965. Le florin a fléchi assez sensiblement par rapport au dollar pendant le premier semestre de 1964 en raison du déficit de la balance des paiements et, au milieu de l'année, son cours au comptant était légèrement inférieur à la parité. Durant le second semestre, la situation s'est renversée et le cours du florin s'est élevé en novembre 1964 au plafond d'intervention par rapport au dollar, niveau auquel il s'est maintenu jusqu'à la mi-février 1965. Il a alors commencé à baisser quelque peu; à la mi-mai, il s'établissait à  $\frac{1}{2}\%$  environ au-dessus de la parité.

*Dollar canadien.* Les fluctuations du cours du dollar canadien ont été, durant la période considérée, fortement influencées par l'évolution des mouvements de capitaux entre le Canada et les Etats-Unis. Pendant le second semestre de 1964, alors que les sorties de capitaux des Etats-Unis étaient très élevées, le dollar canadien s'est raffermi, le cours du dollar E.U. étant passé de \$CAN 1,08 à \$CAN 1,07  $\frac{1}{4}$  vers la fin de novembre. En février 1965, le dollar canadien a recommencé à baisser et, à la fin de mars, son cours au comptant était revenu à environ \$CAN 1,08.

*Autres modifications dans le domaine des changes.* Divers pays d'Europe orientale ont, durant la période considérée, modifié les cours applicables aux touristes étrangers. La Bulgarie a, en février 1964, institué un cours de change de LVA 2 = \$E.U. 1 en faveur des touristes qui devaient précédemment céder leurs devises au cours officiel de LVA 1,17. En Tchécoslovaquie, le taux touristique a été modifié en mai 1964, puis de nouveau en janvier 1965. Il est actuellement de KCS 16,20 = \$E.U. 1, mais

seuls les touristes effectuant des dépenses d'un minimum de \$3 par jour en bénéficient. Il convient de rapprocher ce taux spécial du taux de base de KCS 7,20 = \$E.U. 1. En Roumanie, le cours du change touriste a été porté, en juin 1964, de LEI 15 à LEI 18 = \$E.U. 1; à ce niveau, la prime par rapport au cours de base est de 200%.

Quelques pays industrialisés ont pris, depuis le printemps de 1964, une série de mesures visant à régulariser les mouvements internationaux de capitaux. La plupart d'entre elles ne sauraient toutefois être considérées comme des dispositions de contrôle des changes au sens normal du terme, autrement dit, comme des contrôles quantitatifs directs, dictés avant tout par la situation de la balance des paiements.

Aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, des mesures ont été adoptées pour régulariser les sorties de capitaux. On trouvera, aux pages 9 et 10 du Rapport, la description du programme de limitation volontaire appliqué aux Etats-Unis à partir de février 1965. En Grande-Bretagne, en revanche, le contrôle des changes a été renforcé à l'occasion des mesures prises en avril 1965. Des critères plus stricts sont maintenant observés pour l'instruction des demandes de devises destinées à financer des investissements directs en dehors de la zone sterling, lorsque ces demandes doivent être servies sur le marché des changes officiel. Les auteurs de ces demandes doivent maintenant fournir la preuve indiscutable que ces investissements apporteront une contribution sensible et durable à la balance des paiements et aussi que les recettes supplémentaires en devises ainsi obtenues atteindront ou dépasseront, à bref délai, le volume des devises décaissées à l'origine. En second lieu, les apports sur le marché de devises susceptibles d'être utilisées pour financer des investissements à l'étranger vont être réduits. Doivent être cédés sur le marché officiel la totalité des devises encaissées par des résidents britanniques au titre d'héritages ou de dons, et 25% du produit en devises de la vente de valeurs mobilières étrangères par des résidents. En d'autres termes, un taux de change mixte s'applique aux ventes de valeurs mobilières étrangères par des personnes résidant en Grande-Bretagne.

En ce qui concerne la régularisation des entrées de capitaux, les mesures mises en vigueur en Suisse en mars 1964 n'ont pas été rapportées. Il en est de même des diverses dispositions adoptées en Allemagne au printemps de 1964, dont il a été question précédemment dans le présent Rapport.

En Italie, les autorités continuent de contrôler les emprunts des banques à l'étranger. Le 1<sup>er</sup> janvier 1964, les banques avaient été obligées de maintenir leurs emprunts nets à l'étranger au niveau atteint par ceux-ci fin novembre 1963 ou fin décembre de la même année, le plus faible de ces chiffres étant retenu.

Ce plafond a été baissé le 1<sup>er</sup> juillet 1964 en retenant le plus faible des niveaux notés à la mi-juin ou à la fin du même mois. Mentionnons également que le délai maximum de 30 jours pour le règlement des importations de biens durables, fixé en avril 1964, a été porté à 90 jours en janvier 1965.

Aux Pays-Bas, depuis le début d'août 1964, il n'est plus permis à une banque agréée, sauf dérogation spéciale accordée par les autorités, de maintenir des engagements au comptant envers l'étranger dépassant de plus de FL 5 millions ses avoirs au comptant à l'étranger. De plus, étant donné le renforcement des réserves officielles de change les autorités ont, en février 1965, autorisé les banques commerciales à souscrire et à conserver en portefeuille la totalité des emprunts émis pour compte étranger sur le marché néerlandais des capitaux.

Enfin, en Autriche et au Danemark, des accords de caractère volontaire ont été conclus entre les autorités et les banques commerciales, au cours de la période considérée, en vue de limiter les importations de fonds de ces établissements. En ce qui concerne l'Autriche, l'accord conclu en septembre 1964 prévoit que les banques s'abstiendront pendant une certaine période de rapatrier l'équivalent de SCH 1,7 milliard d'avoirs à court terme à l'étranger. Au Danemark, les banques commerciales ont, en février 1965, accepté de déposer à la Nationalbank la totalité de la contre-valeur de toute nouvelle augmentation de leurs engagements envers l'étranger.

#### IV. LE MARCHÉ DES «EURO-DEVICES».

Le présent chapitre a pour objet de présenter les statistiques recueillies sur le marché des Euro-devises depuis le dernier trimestre de 1963. Les données recueillies concernent les avoirs et les engagements en dollars et en certaines autres devises, à l'égard de non-résidents, des banques commerciales d'Allemagne, de Belgique, de France, de Grande-Bretagne, d'Italie, du Japon, des Pays-Bas, de Suède et de Suisse. Les banques de ces pays sont, avec les banques canadiennes, celles qui jouent sur le marché le rôle le plus important.

Avant d'examiner les chiffres, il convient de remarquer qu'on ne peut donner, pour plusieurs raisons, une description statistique précise du marché des Euro-devises. On peut définir les Euro-dollars comme des dollars acquis par des banques exerçant leur activité en dehors des Etats-Unis et employés, soit directement, soit après conversion en une autre monnaie, pour octroyer des prêts à des emprunteurs définitifs. La position extérieure en dollars des banques situées en dehors des Etats-Unis est constituée en partie par des engagements de ces banques envers les Etats-Unis et par des créances sur ce pays, ces engagements et ces créances représentant, dans les deux cas, un mélange de transactions en Euro-dollars et de transactions en monnaies autres que les Euro-dollars. La position globale en dollars des banques situées en dehors des Etats-Unis est par conséquent supérieure au volume de leurs transactions sur Euro-dollars, alors que leur position en dollars à l'égard de l'étranger, Etats-Unis non compris, lui est inférieure. Ces considérations s'appliquent aussi aux données relatives aux positions en d'autres Euro-devises.

Il convient d'interpréter les données avec prudence pour une deuxième raison: quel que soit le total général choisi, certaines sommes seront inévitablement comptées deux fois, les dollars faisant souvent l'objet de dépôts d'une banque dans une autre, plusieurs fois de suite, avant d'être prêtés à un client non banquier. Par conséquent, une modification des chiffres bruts n'implique pas nécessairement un changement correspondant sur le marché de l'Euro-dollar en tant que source de crédit du secteur non bancaire.

Il y a une troisième difficulté: bien que les Euro-dollars soient comptabilisés des deux côtés du bilan des banques situées en dehors des Etats-Unis, les montants figurant à l'actif ne sont pas nécessairement égaux à ceux du passif. La raison en est que des dollars reçus de résidents, ou placés auprès d'eux, ne sont pas compris dans les données et qu'en outre, des conversions sont effectuées d'autres monnaies en dollars et inversement. De plus, même si l'on considérait le volume global des

Euro-devises en y comprenant des positions en ces monnaies à l'égard des résidents, on relèverait un écart entre le passif et l'actif, dans la mesure où des conversions de ces devises en monnaies nationales ou inversement auraient été effectuées. Bien entendu, les banques se couvrent en général sur le marché à terme à l'occasion de ces conversions.

Enfin, il convient d'indiquer qu'à certains égards, les données sont incomplètes et manquent d'homogénéité, et que les avoirs de la B.R.I. en Euro-devises sont compris dans les avoirs des banques suisses.

A la fin de mars 1965, le total des engagements en dollars envers l'étranger des neuf systèmes bancaires qui communiquent des renseignements s'élevait à \$11,6 milliards et le total de leurs avoirs en dollars à l'étranger était de \$11,4 milliards. Pour certaines autres monnaies - sterling, franc suisse, deutsche mark et florin néerlandais - l'ensemble des engagements des banques envers l'étranger et de leurs avoirs à l'étranger représentait respectivement, à cette date, l'équivalent de \$3 et de \$3,3 milliards.

Le premier tableau indique la part dans ces totaux de chacun des systèmes bancaires publiant des renseignements, ainsi que les chiffres correspondants pour septembre 1963, mars, septembre et décembre 1964.

Certaines constatations simples se dégagent de ces chiffres. En premier lieu, la position globale en dollars représente à peu près le quadruple de la position en l'ensemble des quatre autres devises les plus importantes. De plus, les engagements en dollars ont augmenté au cours de la période considérée de \$2,4 milliards, tandis que les positions en les quatre autres monnaies ont dans l'ensemble peu varié. Si l'on considère la position de chaque système bancaire en dollars E.U., on constate que les banques britanniques intervenaient à la fin mars 1965 pour près de 40% du total des engagements et pour 30% dans celui des avoirs et que quatre systèmes bancaires, ceux de la Grande-Bretagne, de l'Italie, du Japon et de la Suisse réunissaient à la même date environ 85% de l'ensemble des engagements en dollars. Quant aux positions dans les autres monnaies, aucun pays ni groupe de pays ne se détache aussi nettement de l'ensemble.

Le tableau suivant indique les positions à l'égard de l'étranger des mêmes systèmes bancaires, aux mêmes dates et en les mêmes monnaies, mais à l'exclusion de leurs positions vis-à-vis des pays émetteurs de ces monnaies, comme par exemple leurs positions en dollars à l'égard des Etats-Unis. Si l'on considère les positions en dollars ainsi définie, on constate qu'à la fin de mars 1965, le total des engagements s'élevait à \$8,3 milliards et celui des avoirs à \$6,5 milliards. La prédominance des banques britanniques est plus prononcée que dans les chiffres globaux, leur part

**Engagements et avoirs à court terme des banques commerciales de neuf pays  
en certaines monnaies étrangères à l'égard de non-résidents.**

Pays	En fin de mois	Dollars E. U.		Autres monnaies <sup>1</sup>		Total	
		Engagements	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements	Avoirs
en millions de dollars							
Allemagne . . .	1963 septembre	270	570	100	170	370	740
	1964 mars	220	720	110	130	330	850
	septembre	290	620	70	140	360	760
	décembre	440	640	70	100	510	740
	1965 mars	230	700	50	110	280	810
Belgique . . . .	1963 septembre	360	260	280	230	640	490
	1964 mars	380	310	370	210	750	520
	septembre	290	320	540	270	830	590
	décembre	420	360	500	290	920	650
	1965 mars	400	440	560	260	960	700
France <sup>2</sup> . . . .	1963 septembre	650	670	630	660	1.280	1.330
	1964 mars	610	710	590	560	1.200	1.270
	septembre	620	720	530	550	1.150	1.270
	décembre	620	860	550	650	1.370	1.510
	1965 mars	730	890	550	580	1.280	1.470
Grande-Bretagne	1963 septembre	3.160	2.970	450	490	3.610	3.460
	1964 mars	3.100	2.820	440	520	3.540	3.340
	septembre	3.890	3.220	430	630	4.320	3.850
	décembre	4.380	3.700	490	620	4.870	4.320
	1965 mars	4.560	3.430	510	680	5.070	4.110
Italie . . . . .	1963 septembre	1.540	950	750	400	2.290	1.350
	1964 mars	1.240	780	580	300	1.820	1.080
	septembre	1.250	810	350	270	1.600	1.080
	décembre	1.530	1.070	350	310	1.880	1.380
	1965 mars	1.340	800	430	250	1.770	1.050
Japon . . . . .	1963 septembre	1.820	1.660	370	230	2.190	1.890
	1964 mars	2.110	1.780	330	300	2.440	2.080
	septembre	2.230	2.020	390	380	2.620	2.400
	décembre	2.380	2.210	350	400	2.730	2.610
	1965 mars	2.500	2.290	360	400	2.860	2.690
Pays-Bas . . . .	1963 septembre	270	440	90	270	360	710
	1964 mars	280	330	80	220	360	550
	septembre	300	270	150	260	450	530
	décembre	360	390	150	280	510	670
	1965 mars	360	420	150	300	510	720
Suède . . . . .	1963 septembre	80	150	40	100	120	250
	1964 mars	80	180	50	140	130	320
	septembre	110	200	80	170	190	370
	décembre	110	230	50	110	160	340
	1965 mars	130	180	70	110	200	290
Suisse <sup>3</sup> . . . .	1963 septembre	1.060	1.660	.	.	.	.
	1964 mars	1.220	1.960	.	.	.	.
	septembre	1.370	2.110	330	490	1.700	2.600
	décembre	1.590	2.180	300	500	1.890	2.680
	1965 mars	1.370	2.210	320	560	1.690	2.770
Total . . . . .	1963 septembre	9.210	9.330	(3.000)	(3.050)	(12.210)	(12.380)
	1964 mars	9.240	9.590	(2.850)	(2.880)	(12.090)	(12.470)
	septembre	10.350	10.290	2.870	3.160	13.220	13.450
	décembre	12.030	11.640	2.810	3.260	14.840	14.900
	1965 mars	11.620	11.360	3.000	3.250	14.620	14.610

<sup>1</sup> Sterling, francs suisses, deutsche marks, florins néerlandais. <sup>2</sup> Positions à l'égard des banques seulement. <sup>3</sup> Y compris les avoirs de la B. R. I. en Euro-devises.

**Engagements et avoirs à court terme des banques commerciales de neuf pays en certaines monnaies étrangères à l'égard de non-résidents, non compris les positions à l'égard du pays d'émission de la monnaie en cause.**

Pays	En fin de mois	Dollars E.U.		Autres monnaies <sup>1</sup>		Total	
		Engagements	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements	Avoirs
		en millions de dollars					
Allemagne . .	1963 septembre	220	320	50	20	270	340
	1964 mars	190	300	50	20	240	320
	septembre	260	200	50	20	310	220
	décembre	390	170	40	10	430	180
	1965 mars	190	170	20	20	210	190
Belgique . . .	1963 septembre	280 <sup>2</sup>	190 <sup>2</sup>	.	.	.	.
	1964 mars	290 <sup>2</sup>	220 <sup>2</sup>	.	.	.	.
	septembre	220 <sup>2</sup>	230 <sup>2</sup>	.	.	.	.
	décembre	330	260	380	60	710	320
	1965 mars	350	300	300	60	650	360
France <sup>3</sup> . . .	1963 septembre	600	550	350	380	950	930
	1964 mars	590	540	350	320	940	860
	septembre	590	530	300	330	890	860
	décembre	730	660	400	340	1.130	1.000
	1965 mars	660	660	320	340	980	1.000
Grande-Bretagne	1963 septembre	2.800	1.970	.	.	.	.
	1964 mars	2.780	1.740	.	.	.	.
	septembre	3.400	2.040	.	.	.	.
	décembre	3.850	2.490	.	.	.	.
	1965 mars	4.060	1.970	.	.	.	.
Italie . . . .	1963 septembre	1.420	570	440	230	1.860	800
	1964 mars	1.060	450	330	140	1.390	590
	septembre	1.010	460	190	120	1.200	580
	décembre	1.250	600	200	160	1.450	760
	1965 mars	1.030	650	230	100	1.260	750
Japon . . . .	1963 septembre	300	300	.	.	.	.
	1964 mars	250	340	.	.	.	.
	septembre	330	510	100	240	430	750
	décembre	350	550	100	260	450	810
	1965 mars	380	550	100	230	480	780
Pays-Bas . . .	1963 septembre	230	250	40	50	270	300
	1964 mars	240	230	40	40	280	270
	septembre	270	190	60	60	330	250
	décembre	320	300	100	100	420	400
	1965 mars	300	340	90	110	390	450
Suède . . . .	1963 septembre	70	100	10	20	80	120
	1964 mars	70	90	10	30	80	120
	septembre	80	120	10	30	90	150
	décembre	80	140	30	30	110	170
	1965 mars	90	100	40	30	130	130
Suisse <sup>4</sup> . . .	1963 septembre	920	1.330	.	.	.	.
	1964 mars	1.060	1.530	.	.	.	.
	septembre	1.210	1.710	180	80	1.390	1.790
	décembre	1.440	1.610	160	120	1.600	1.730
	1965 mars	1.210	1.750	140	160	1.350	1.910
Total . . .	1963 septembre	6.840	5.580	.	.	.	.
	1964 mars	6.530	5.440	.	.	.	.
	septembre	7.370	5.990	.	.	.	.
	décembre	8.740	6.780	.	.	.	.
	1965 mars	8.270	6.490	.	.	.	.

<sup>1</sup> Sterling, francs suisses, deutsche marks, florins néerlandais. <sup>2</sup> Estimations. <sup>3</sup> Positions à l'égard des banques seulement. <sup>4</sup> Y compris les avoirs de la B.R.I. en Euro-devises.

des engagements globaux en dollars étant de moitié environ. Pour le Japon, les chiffres sont beaucoup plus faibles, tandis que les banques de la Grande-Bretagne, de l'Italie et de la Suisse représentent ensemble un peu plus de 75 % du total des engagements en dollars.

Les données sur les positions des banques britanniques faisant défaut et celles qui concernent certains autres pays présentant des lacunes, les chiffres figurant dans les colonnes « autres monnaies » des tableaux précédents sont assez incomplets. Tels qu'ils sont, cependant, ils permettent de penser que l'écart entre les totaux globaux et les totaux après déduction des positions dans chaque monnaie à l'égard du pays d'émission de cette monnaie est relativement plus important que dans le cas du dollar des Etats-Unis.

Les chiffres examinés jusqu'ici comprennent les positions des banques les unes par rapport aux autres entre pays communiquant des renseignements. Une importante fraction de ces positions représente vraisemblablement de simples dépôts successifs auprès d'autres banques. En tenant compte de façon approximative de cette source de doubles écritures et des placements sur le marché monétaire des Etats-Unis et en y ajoutant une estimation des positions en devises des banques envers leurs résidents (pour lesquelles on ne possède pas de chiffres complets), il semble qu'à la fin mars 1965, le volume net des dépôts négociés sur le marché des Euro-devises était de l'ordre de \$9 milliards, dont un peu plus de \$7 milliards de dépôts libellés en dollars des Etats-Unis.

### **Variations des positions globales.**

De septembre 1963 à mars 1965, les engagements envers des non-résidents, libellés en toutes les monnaies déclarées des banques fournissant des renseignements se sont accrus de \$2,4 milliards, pour atteindre \$14,6 milliards au total. Cet accroissement a porté en totalité sur leurs engagements en dollars. Du côté des avoirs, la situation ne se présente pas sous un aspect très différent. L'accroissement des avoirs totaux a été dû presque exclusivement à une progression des avoirs en dollars. Toutefois, en valeur absolue comme en valeur relative, les avoirs en dollars ont moins progressé que les engagements en cette monnaie. Les avoirs en les autres monnaies ont peut-être légèrement augmenté.

Exprimés en chiffres nets, la position en dollars à l'égard de non-résidents de l'ensemble des banques publiant des renseignements est passée d'un solde créditeur de \$120 millions à un solde débiteur de \$260 millions. Il semble que cette évolution ait été compensée en partie par une amélioration de leur position nette dans les quatre autres monnaies.



A l'exclusion des positions de banque à banque à l'intérieur de la zone, on peut estimer que le total des engagements en dollars, envers des non-résidents, des banques fournissant des renseignements s'est accru d'environ \$2 milliards et le total de leurs avoirs de \$1,7 milliard durant les dix-huit mois considérés. Si l'on exclut en outre de ces totaux les positions envers les Etats-Unis on obtient un accroissement d'un peu plus de \$1 milliard pour les engagements en dollars et de \$600 millions pour les avoirs en cette même monnaie.

**Total des positions à court terme en dollars, envers des non-résidents, des banques qui communiquent des renseignements.**

En fin de mois	Y compris les positions à l'égard des Etats-Unis			Non compris les positions à l'égard des Etats-Unis		
	Avoirs	Engagements	Position nette	Avoirs	Engagements	Position nette
	en millions de dollars					
Septembre 1963 . . . . .	9.210	9.330	+ 120	6.840	5.580	- 1.260
Mars 1964 . . . . .	9.240	9.590	+ 350	6.530	5.440	- 1.090
Septembre 1964 . . . . .	10.350	10.290	- 60	7.370	5.990	- 1.380
Décembre 1964 . . . . .	12.030	11.640	- 390	8.740	6.780	- 1.960
Mars 1965 . . . . .	11.620	11.360	- 260	8.270	6.490	- 1.780

Les données trimestrielles figurant au tableau précédent permettent de distinguer trois phases. De septembre 1963 à mars 1964, l'importance des positions extérieures en dollars des pays qui communiquent des renseignements a peu varié. En fait, si l'on exclut les positions à l'égard des Etats-Unis, leurs engagements ont quelque peu fléchi, tombant de \$6,8 à \$6,5 milliards. La précédente période de douze mois avait été marquée par un essor notable du marché de l'Euro-dollar imputable en grande partie à un accroissement très important de l'endettement net des banques italiennes vis-à-vis de l'étranger. En août 1963, toutefois, les autorités italiennes ont invité les banques à réduire cet endettement. En l'absence d'éléments compensateurs, cette décision a temporairement arrêté l'expansion du marché. Cette période a été également marquée par la faillite de deux grandes entreprises qui avaient fait largement appel au marché de l'Euro-dollar.

La seconde phase a commencé au printemps de 1964. Dès lors et jusqu'à la fin de l'année, le marché a connu de nouveau une expansion vigoureuse. Le total des engagements en dollars des banques communiquant des chiffres est passé de \$9,2 à \$12 milliards. Au cours du deuxième et du troisième trimestre de 1964, la situation monétaire intérieure de la Grande-Bretagne et de certains pays d'Europe continentale a exercé une influence prépondérante. Au cours du dernier trimestre, où l'essor du marché de l'Euro-dollar a été particulièrement

marqué, son évolution a été affectée par la crise de la balance des paiements de la Grande-Bretagne. Un autre facteur a été l'accroissement simultané de leurs engagements envers les Etats-Unis et de leurs avoirs dans ce pays.

C'est surtout du côté des engagements des banques fournissant des données que l'expansion du marché a été la plus sensible au cours des neuf derniers mois de 1964. De ce fait, leur position nette totale, créditrice à concurrence de \$350 millions en mars, est devenue débitrice à concurrence de \$390 millions en décembre 1964.

Le marché est entré en apparence dans une nouvelle phase de son évolution au cours du premier trimestre de 1965. Le total des engagements en dollars des banques en question, exprimé en chiffres bruts, a légèrement fléchi, de \$12 à \$11,6 milliards, et ce même total exprimé en chiffres nets est tombé de \$390 à \$260 millions. Les mesures prises en février par le gouvernement des Etats-Unis pour réduire les sorties de capitaux ont très sensiblement réduit le débit d'une importante source d'approvisionnement en Euro-dollars. Pendant le premier trimestre de 1965, les engagements bruts en dollars à l'égard des Etats-Unis des banques européennes fournissant des renseignements ont diminué de \$30 millions, après avoir progressé de \$410 millions entre mars et décembre 1964. Les avoirs en dollars des banques européennes déclarantes aux Etats-Unis, qui s'étaient accrus de \$490 millions pendant les neuf mois précédents, ont baissé de \$70 millions au cours du premier trimestre de 1965. En l'absence du renforcement sensible du portefeuille de bons du Trésor des banques allemandes à la suite des facilités spéciales de swap octroyées par la Bundesbank, le fléchissement des avoirs en dollars des banques européennes aux Etats-Unis aurait été encore plus marqué.

### **L'évolution dans les divers pays qui communiquent des renseignements.**

Entre septembre 1963 et mars 1965, les engagements nets en dollars des banques exerçant leur activité en Grande-Bretagne se sont accrus de \$940 millions et ceux des banques néerlandaises de \$110 millions. En revanche, les avoirs nets en dollars des banques suisses se sont renforcés de \$240 millions, ceux des banques allemandes de \$170 millions et ceux des banques belges et françaises de \$140 millions pour chaque système bancaire des deux derniers pays.

Les banques de Grande-Bretagne ont largement participé à l'expansion du marché de l'Euro-dollar au cours de la période considérée. Leurs engagements nets en dollars à l'égard de l'étranger ont progressé en effet de \$190 à \$1.130 millions. Ce mouvement a été compensé en partie par un accroissement de leurs créances nettes en d'autres monnaies convertibles, toutes les positions au comptant étant assorties d'une couverture sur le marché des changes à terme.

**Variations des positions en dollars, à l'égard de non-résidents,  
des pays publiant des renseignements, septembre 1963 - mars 1965.**

Banques	Y compris les positions à l'égard des Etats-Unis			Non compris les positions à l'égard des Etats-Unis		
	Engagements	Avoirs	Position nette	Engagements	Avoirs	Position nette
	variations en millions de dollars					
Allemagne . . . . .	- 40	+ 130	+ 170	- 30	- 150	- 120
Belgique . . . . .	+ 40	+ 180	+ 140	+ 70*	+ 110*	+ 40*
France . . . . .	+ 80	+ 220	+ 140	+ 60	+ 110	+ 50
Grande-Bretagne . . . . .	+ 1.400	+ 460	- 940	+ 1.260	-	- 1.260
Italie . . . . .	- 200	- 150	+ 50	- 390	+ 80	+ 470
Japon . . . . .	+ 680	+ 630	- 50	+ 80	+ 250	+ 170
Pays-Bas . . . . .	+ 90	- 20	- 110	+ 70	+ 90	+ 20
Suède . . . . .	+ 50	+ 30	- 20	+ 20	-	- 20
Suisse . . . . .	+ 310	+ 550	+ 240	+ 290	+ 420	+ 130
Variation totale . . . . .	+ 2.410	+ 2.030	- 380	+ 1.430	+ 910	- 520

\* Evaluations.

Des banques de Londres, en particulier les agences de banques américaines exerçant leur activité sur cette place, consacrent une importante fraction de leurs opérations à collecter des dollars en dehors des Etats-Unis pour les transférer aux Etats-Unis. Ces opérations expliquent pourquoi la position de ces banques en dollars envers des non-résidents comprend d'importantes créances nettes sur les Etats-Unis et un volume considérable d'engagements nets envers l'ensemble de tous autres non-résidents. Entre septembre 1963 et mars 1965, leurs créances nettes sur les Etats-Unis se sont élevées de \$640 à \$960 millions et leurs engagements nets à l'égard d'autres non-résidents sont passés de \$830 à \$2.090 millions en chiffres nets. L'élargissement de l'écart entre ces deux positions nettes montre qu'une fraction croissante des dollars mis en dépôt à Londres a été convertie en d'autres monnaies, principalement en sterling.

Pour examiner l'évolution des positions des banques britanniques, il est permis, pour la commodité de l'exposé, de distinguer deux étapes depuis la recrudescence d'activité du marché de l'Euro-dollar au printemps de 1964. Au cours de la première étape (mars à décembre 1964), les engagements et les avoirs de ces banques se sont accrus de \$1.280 et de \$880 millions respectivement. Pendant la seconde, qui correspond au premier trimestre de 1965, les engagements ont encore progressé de \$180 millions, mais les avoirs ont fléchi de \$270 millions. Les engagements nets se sont donc accrus de \$400 millions pendant les neuf derniers mois de 1964 et de \$450 millions pendant les trois mois suivants.

Entre mars et décembre 1964, les engagements des banques britanniques se sont accrus de \$410 millions à l'égard de l'Europe occidentale, de \$360 millions

envers le Canada et de \$220 millions vis-à-vis des Etats-Unis. Leurs créances sur l'Europe occidentale ont augmenté de \$550 millions (dont \$400 millions pendant le dernier trimestre, en partie pour des raisons saisonnières), tandis que les créances sur les Etats-Unis progressaient de \$140 millions et celles sur le Japon de \$110 millions. Par conséquent, les principaux mouvements nets intervenus au cours de cette période ont été un relèvement d'environ \$450 millions des engagements nets à l'égard de l'Amérique du Nord d'une part et, de l'autre, un accroissement des créances nettes de \$140 millions sur l'Europe occidentale et de \$110 millions sur le Japon.

Si dans son ensemble la position nette a continué d'évoluer pendant le premier trimestre de 1965 dans le même sens qu'auparavant, la répartition géographique des avoirs et des engagements s'est fortement modifiée. Les engagements ont progressé de \$230 millions à l'égard de l'Europe occidentale et fléchi de \$160 millions à l'égard du Canada et des Etats-Unis. En même temps, les créances sur l'Europe occidentale ont baissé de \$540 millions, tandis que les créances sur les Etats-Unis et le Canada ont augmenté de \$240 millions. La position nette à l'égard de l'Europe occidentale s'est détériorée par conséquent de \$770 millions, tandis qu'à l'égard de l'Amérique du Nord elle s'est améliorée de \$400 millions. L'amélioration à l'égard de l'Amérique du Nord et une partie du fléchissement des créances sur l'Europe occidentale s'expliquent, très vraisemblablement, par les mesures prises aux Etats-Unis en février 1965. L'accroissement du total net des engagements en dollars reflète d'une part un reflux saisonnier de fonds d'Europe continentale et d'autre part le resserrement du marché monétaire de Londres.

Le Japon vient immédiatement après la Grande-Bretagne pour l'importance des positions en dollars de ses banques à l'égard de non-résidents. Entre septembre 1963 et mars 1965, les engagements en dollars des banques japonaises à l'égard de non-résidents sont passés de \$1,8 à \$2,5 milliards et leurs avoirs à l'étranger de \$1,7 à \$2,3 milliards. C'est à l'égard des Etats-Unis que leur position en dollars est de loin la plus importante, d'un côté comme de l'autre de leur bilan; au cours de la période considérée, leur position nette envers ce pays s'est détériorée de \$220 millions. Vis-à-vis du reste du monde, leur position a enregistré une amélioration de \$170 millions, résultant en majeure partie de l'octroi de prêts à des pays d'Asie et d'Amérique latine.

Au cours de la période considérée, la Suisse est devenue, du point de vue de l'importance de la position en dollars de ses banques, le troisième des neuf pays qui donnent des renseignements. Entre septembre 1963 et décembre 1964, le total des engagements des banques suisses est passé de \$1,1 à \$1,6 milliard et celui de leurs avoirs (y compris les avoirs en Euro-dollars de la B.R.I.) de \$1,7 à \$2,2 milliards. La position créditrice nette à l'égard des Etats-Unis s'est améliorée

de \$230 millions, tandis qu'une détérioration d'un montant à peu près identique a été enregistrée à l'égard du reste du monde. Au cours du dernier trimestre de 1964, les créances nettes des banques suisses sur la Grande-Bretagne ont diminué de \$250 millions et leurs créances nettes sur les Etats-Unis se sont accrues de \$180 millions. Les opérations de fin d'année peuvent expliquer en partie les retraits de dollars de la place de Londres, mais non les nouveaux transferts de fonds à destination des Etats-Unis. Au cours du premier trimestre de 1965, une variation en sens inverse s'est produite. Les créances nettes sur les Etats-Unis ont diminué de \$120 millions en raison d'une réduction des avoirs. A l'égard d'autres non-résidents, les créances ont augmenté de \$140 millions et les engagements ont baissé de \$230 millions, de sorte que la position nette s'est améliorée de \$370 millions.

Par suite des limites imposées par les autorités italiennes, les engagements nets des banques italiennes à l'égard de non-résidents, dans les cinq monnaies déclarées, ont été réduits de \$440 millions entre septembre 1963 et décembre 1964. Leurs engagements nets en dollars E.U. ont fléchi de \$130 millions en raison d'une augmentation de leurs avoirs. Les banques italiennes ont amélioré de \$200 millions leur position nette à l'égard des pays autres que les Etats-Unis, tandis que leurs créances nettes sur ce dernier pays ont fléchi de \$70 millions. La réduction de l'endettement des banques italiennes envers l'étranger a été beaucoup plus marquée en ce qui concerne les quatre autres monnaies pour lesquelles des renseignements ont été fournis. Le total de leurs engagements a fléchi de \$750 à \$350 millions entre septembre 1963 et décembre 1964, et la position nette s'est améliorée de \$310 millions.

Au cours du premier trimestre de 1965, les engagements nets en devises des banques italiennes à l'égard de non-résidents ont recommencé de croître. Leur position nette en dollars envers les Etats-Unis s'est aggravée de \$350 millions, en raison principalement d'une réduction des avoirs. En revanche, la position nette des banques italiennes envers des pays autres que les Etats-Unis s'est améliorée de \$270 millions, principalement à cause d'une réduction de leurs engagements. Les engagements nets envers l'étranger libellés dans les autres monnaies pour lesquelles des renseignements ont été fournis se sont accrues de \$140 millions. Toutefois, contrairement à ce qui s'est passé pour les positions en dollars, le montant brut des engagements en ces monnaies a progressé.

Au cours de la période considérée, les banques allemandes ont renforcé de \$170 millions leurs avoirs extérieurs nets en dollars. En même temps, le pourcentage de leurs avoirs en dollars aux Etats-Unis a fortement augmenté. De septembre 1963 à mars 1965, les créances totales en dollars des banques allemandes sur des non-résidents ont augmenté de \$130 millions, leurs avoirs aux Etats-Unis ayant progressé de \$280 millions, et leurs autres avoirs fléchi de \$150 millions. L'augmentation des

avoirs aux Etats-Unis a été due, dans une large mesure, à l'octroi par la Bundesbank, en mars 1964, de facilités spéciales de swap aux banques commerciales pour leur permettre de faire des placements en bons du Trésor des Etats-Unis. Pendant le premier trimestre de 1965, le portefeuille des bons du Trésor a continué de s'accroître, leurs autres créances en dollars sur des non-résidents accusant un fléchissement de \$100 millions environ.

Les avoirs et les engagements en dollars des banques françaises à l'égard de non-résidents (du secteur bancaire seulement) se sont notablement accrus au cours de la période considérée. Jusqu'à la fin de 1964, leur position nette en dollars a peu varié. En revanche, au cours du premier trimestre de 1965, leurs avoirs nets en dollars ont progressé de \$40 à \$160 millions. Ce changement a résulté pour moitié d'une baisse des engagements à l'égard des pays étrangers autres que les Etats-Unis et, pour le reste, d'une amélioration de la position envers les Etats-Unis. Quant aux engagements et avoirs dans les autres monnaies sur lesquelles des renseignements sont communiqués, les uns comme les autres ont baissé de \$80 millions depuis septembre 1963, mais leur volume reste appréciable.

La position nette en dollars des banques belges envers l'étranger s'est améliorée de \$140 millions de septembre 1963 à mars 1965. Cette modification est surtout intervenue au cours du premier trimestre de 1965, leurs créances nettes en dollars sur les Etats-Unis ayant augmenté de \$80 millions. La position nette des banques belges en les quatre monnaies de pays communiquant des renseignements s'est aggravée de \$250 millions pendant la période considérée, leurs engagements ayant doublé (de \$280 à \$560 millions).

Aux Pays-Bas, le total des créances nettes des banques en dollars a été réduit de \$110 millions entre septembre 1963 et mars 1965 en raison principalement de l'accroissement des engagements. En même temps, et à l'inverse de ce qui s'est passé en Allemagne, un important déplacement d'avoirs s'est produit dans le sens Etats-Unis/Pays-Bas. Les créances en dollars sur les Etats-Unis ont été réduites de \$110 millions, tandis que les créances sur les non-résidents d'autres pays se sont accrues de \$90 millions.

### **Fournisseurs et utilisateurs d'Euro-dollars.**

On trouvera, dans le tableau qui va suivre, une ventilation par zones à la fin décembre 1964 des engagements combinés en dollars envers l'étranger et des avoirs combinés en dollars à l'étranger des huit pays d'Europe dont les banques communiquent des renseignements. La position en dollars de ces banques à l'intérieur

**Positions en dollars des banques européennes déclarantes en dehors de leurs zones monétaires respectives - décembre 1964.**

Envers	Positions	Positions en chiffres bruts		Positions nettes
		Engagements	Avoirs	
en millions de dollars				
	Autres pays d'Europe occidentale . . .	800	380	- 420
	Europe orientale . . . . .	260	460	+ 200
	Canada . . . . .	890	430	- 460
	Japon . . . . .	40	460	+ 420
	Amérique latine . . . . .	610	300	- 310
	Moyen-Orient . . . . .	680	110	- 570
	Divers . . . . .	740	120	- 620
	<b>Total partiel . . . . .</b>	<b>4.020</b>	<b>2.260</b>	<b>- 1.760</b>
	<b>Etats-Unis . . . . .</b>	<b>1.250</b>	<b>3.200</b>	<b>+ 1.950</b>
	<b>Total général . . . . .</b>	<b>5.270</b>	<b>5.460</b>	<b>+ 190</b>

des huit pays d'Europe n'est pas comprise dans le tableau parce qu'elle ne serait pas comparable aux autres chiffres, les établissements en question ne publiant pas, en effet, de renseignements statistiques sur le montant de leurs engagements en dollars envers leurs résidents et sur leurs créances en dollars sur leurs résidents.

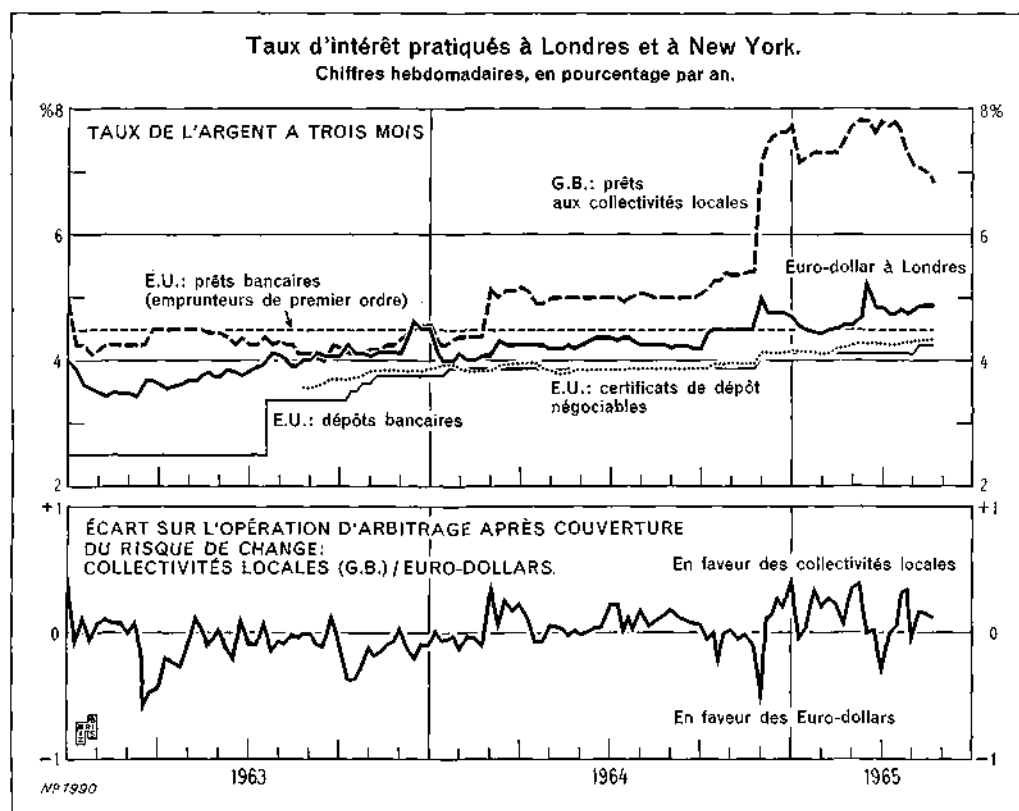
Les dollars acquis par les huit pays d'Europe en dehors des Etats-Unis proviennent surtout du Canada, dont les apports ont atteint \$890 millions. Ces pays ont également reçu des approvisionnements considérables en provenance de toutes les nations ou zones mentionnées dans le tableau (Europe orientale et Japon exceptés). L'Europe orientale et le Japon (\$460 millions chacun) étaient, à la fin de 1964, les deux principaux emprunteurs et, sur la base de leur position nette, les deux seuls emprunteurs. L'Afrique et l'Asie (qui représentent la majeure partie du poste «Divers» du tableau), ainsi que la zone du Moyen-Orient ont de loin, à elles trois, fourni les approvisionnements nets en dollars les plus abondants. Combinés avec les offres en provenance d'Amérique latine, ces apports ont représenté presque le double de ceux du Canada et des autres pays de l'Europe occidentale. Une fraction appréciable des apports de dollars en provenance d'Afrique, du Moyen et d'Extrême-Orient, est probablement fournie par de puissantes sociétés américaines et internationales exerçant leur activité dans ces zones.

Exprimés en chiffres nets, les engagements en dollars des systèmes bancaires des huit pays d'Europe (autres que ceux envers leur propre zone monétaire et les Etats-Unis) se montaient à \$1,8 milliard à la fin de 1964; mais ceux-ci étaient légèrement plus que compensés, il est vrai, par des créances nettes sur les Etats-Unis. Au moment de la vive recrudescence d'activité du marché de l'Euro-dollar (période

mars-décembre 1964), les engagements nets en dollars des huit pays d'Europe envers des pays autres que les Etats-Unis ont progressé de \$650 millions, et leurs créances sur les Etats-Unis de \$100 millions seulement. Cet écart montre que leurs emprunts nets de dollars en dehors des Etats-Unis ne sont pas nécessairement compensés par des placements nets aux Etats-Unis. Il s'explique principalement par les transactions libellées en dollars effectuées par les systèmes bancaires des huit pays avec leurs résidents, y compris leurs propres banques centrales. Les statistiques montrent clairement que, de mars à décembre 1964, les banques en question ont adressé d'importants appels nets au marché de l'Euro-dollar pour accorder des avances à leurs résidents.

### Taux d'intérêt.

La vive recrudescence d'activité du marché de l'Euro-dollar à partir du printemps 1964 ne s'est accompagnée, au début, d'aucune tension des taux d'intérêt. A partir de la fin du troisième trimestre, en revanche, la tendance à la hausse s'est affirmée et, en mars 1965, les taux étaient supérieurs d'un demi-point environ à ceux





pratiqués six mois auparavant. Du côté de la demande, il faut chercher la cause du mouvement ascendant des taux dans le resserrement progressif du crédit en Europe, au Royaume-Uni en particulier. D'autre part, l'offre d'Euro-dollars s'est ressentie, d'abord de la montée des taux d'intérêt aux Etats-Unis vers la fin de 1964, ensuite des mesures prises dans ce même pays pour réduire les sorties de capitaux.

La majoration, en juillet 1963, des taux maxima autorisés par la « Régulation Q » pour la rémunération des dépôts dans les banques des Etats-Unis, suivie du relèvement du taux officiel de réescompte des banques de réserve fédérale, avait fait monter, en septembre 1963, le taux des dépôts libellés en dollars à trois mois à  $4\frac{1}{4}\%$ , niveau auquel celui-ci s'était stabilisé pendant douze mois environ, abstraction faite de quelques fluctuations de caractère saisonnier. En octobre 1964, sous l'effet d'une pression accrue des demandes en Europe, ce taux est monté à  $4\frac{1}{2}\%$ . La crise de la livre sterling et le relèvement du taux officiel de l'escompte en Grande-Bretagne et aux Etats-Unis l'avaient fait progresser momentanément à 5% en novembre 1964, date à partir de laquelle il était retombé à  $4\frac{3}{4}\%$ . Les taux des dépôts libellés en dollars ont amorcé une nouvelle reprise en février 1965, pour atteindre un maximum de  $5\frac{1}{4}\%$  vers le milieu de mars, à la suite du retrait de capitaux américains d'Europe. Ce mouvement a amené, semble-t-il, des transferts de dollars appartenant ou non à des personnes résidant en Europe vers le marché des Euro-dollars, afin de tirer profit de l'augmentation des taux. De fait, le taux des dépôts en dollars à trois mois est vite tombé à  $4\frac{7}{8}\%$ . Vers la fin mai, toutefois, il est remonté à 5%.

Les collectivités locales de Grande-Bretagne viennent en tête des emprunteurs sur le marché. Quand elles constatent que les taux de l'argent à court terme à Londres dépassent, compte tenu des frais de couverture du risque de change sur le marché des devises, les taux pratiqués sur le marché des dépôts en dollars, les banques peuvent avantageusement collecter des dépôts en dollars, les convertir en sterling et prêter le produit de ces conversions aux collectivités locales. Pendant la majeure partie des cinq premiers mois de 1964, les taux des dépôts en Euro-dollars et ceux des prêts (assortis d'une opération du risque de change) aux collectivités locales ne faisaient pas ressortir un écart assez considérable pour inciter les banques à entreprendre de telles opérations. Au cours du mois de juin, en revanche, un écart a fait son apparition en faveur des collectivités locales et s'est maintenu pendant le troisième trimestre de 1964. Son existence explique vraisemblablement pourquoi la majeure partie du changement de la position nette en dollars des banques exerçant leur activité au Royaume-Uni en 1964 est intervenue pendant la période de trois mois considérée.

La hausse du taux des dépôts en dollars intervenue en octobre 1964 a provoqué un nouveau renversement de situation en faveur du marché de l'Euro-dollar. En décembre, les interventions de la Banque d'Angleterre sur le marché à terme ont eu pour effet accessoire de renverser l'écart, une fois de plus, en faveur des collectivités locales, et cette situation s'est maintenue pratiquement pendant tout le premier trimestre de 1965, au cours duquel les engagements en dollars des banques exerçant leur activité au Royaume-Uni ont augmenté de \$450 millions en chiffres nets. De la mi-mars à la mi-avril, un fléchissement saisonnier du taux des emprunts à court terme des collectivités locales a provoqué un nouveau renversement de l'écart en faveur de l'Euro-dollar. Ultérieurement, la baisse des frais de couverture à terme a encore renversé la situation jusqu'à la fin mai où elle est redevenue favorable à New York en raison de l'élargissement du déport de la livre sterling.

L'écart entre le taux des dépôts en Euro-dollars et ceux d'instruments comparables du marché monétaire des Etats-Unis, après avoir très sensiblement diminué au cours de 1963 et au début de 1964 s'est élargi depuis, sans atteindre pour autant le niveau élevé noté jusqu'à la fin du premier semestre de 1963. L'écart entre le taux des dépôts en Euro-dollars à trois mois et celui d'un certificat de dépôt aux Etats-Unis correspondait à une différence d'intérêt de 0,1% par an seulement en janvier et février 1964, cette différence est passée à 0,6% pendant le quatrième trimestre; elle a été de 0,5% environ en moyenne au cours du mois d'avril 1965.

En même temps, l'écart entre les taux de collecte et les taux de prêt proposés par les banques américaines continue de se réduire. Les taux maxima pouvant être servis par les banques américaines aux termes de la «Regulation Q» ont été portés de 4 à 4,5% en novembre 1964 pour les dépôts à plus de 90 jours et de 1 à 4% pour les dépôts à moins de 90 jours. En outre le taux des dépôts en dollars à trois mois dépasse constamment, depuis cette époque, celui que les banques des Etats-Unis appliquent aux emprunteurs jouissant d'un crédit indiscutable (4½%). Jusqu'à présent, ces développements n'ont pas sensiblement touché, semble-t-il, le marché de l'Euro-dollar. En premier lieu, le taux préférentiel de 4½% n'est qu'un élément du coût total du crédit; en second lieu, rares sont les emprunteurs éventuels d'Euro-dollars qui pourraient demander à en bénéficier; enfin le volume des avances nouvelles des banques américaines à des non-résidents est, depuis février 1965, soumis à une certaine surveillance des autorités monétaires des Etats-Unis.

## V. ACCORD MONÉTAIRE EUROPÉEN.

L'Accord Monétaire Européen, qui est entré en vigueur le 27 décembre 1958, comporte deux éléments principaux: le Fonds européen et le Système multilatéral de règlements. Son fonctionnement est assuré, dans le cadre de l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques, par le Conseil de l'O.C.D.E. et par un Comité directeur. La Banque des Règlements Internationaux, agissant en qualité d'Agent, est chargée de l'exécution de toutes les opérations financières résultant de l'Accord.

A la suite de l'examen auquel il a procédé dans le courant de 1964, le Comité directeur a présenté au Conseil de l'O.C.D.E., à la fin de cette même année, les grandes lignes d'un programme d'étude de certaines réformes qui pourraient être apportées au fonctionnement de l'Accord. Le Conseil a approuvé ce programme, sans lui attribuer toutefois de valeur obligatoire ni de caractère limitatif, et a chargé le Comité de lui soumettre des propositions détaillées de réformes avant le 30 juin 1965 au plus tard, préalablement à un examen d'ensemble de l'Accord auquel l'Organisation procédera avant le 30 septembre 1965. En attendant, l'Accord a été prorogé sans changement pour une nouvelle période d'un an se terminant le 31 décembre 1965.

Le présent chapitre traite des opérations et de la gestion du Fonds européen ainsi que du Système multilatéral de règlements jusqu'en mars 1965.

### 1. Opérations effectuées au titre de l'Accord.

#### Fonds européen.

*A. Octroi et utilisation des crédits.* On trouvera dans le tableau de la page suivante la liste des crédits accordés par le Fonds européen et qui se trouvaient en cours pendant la période mars 1964 – mars 1965, avec l'indication des taux d'intérêt et des commissions de service. Les versements correspondant aux tirages effectués et les remboursements de crédits sont faits en or. Des précisions ont été fournies sur les crédits relatifs aux périodes antérieures dans le Chapitre VI du trente-quatrième Rapport annuel de la Banque.

A la fin du mois de mars 1964, les crédits en cours s'élevaient à un total de \$95 millions\*. Ce montant représentait la somme des troisième et quatrième

---

\* 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	
<b>Crédits remboursés depuis le 31 mars 1964</b>				
Turquie (3ème crédit; 1ère tranche) . . .	20,0	1er avril 1962 au 31 mars 1965	3,75	0,25
Turquie (5ème crédit) . . .	20,0	10 avril 1964 jusqu'aux dates ci-dessous*	3,00	0,25
<b>Crédits disponibles au 31 mars 1965</b>				
Turquie (3ème crédit; 2ème tranche) . . .	25,0	1er août 1962 au 31 juillet 1965	3,75	0,25
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*		
Turquie (6ème crédit; 1ère tranche) . . .	20,0	31 mars 1965 jusqu'aux dates ci-dessous*	3,75	0,25
<b>Crédit accordé et non encore disponible au 31 mars 1965</b>				
	25,0	30 juillet 1965 jusqu'aux dates ci-dessous*	3,75	0,25
Turquie (6ème crédit; 2ème tranche et tranches suivantes)	5,0	29 octobre 1965 jusqu'aux dates ci-dessous*		
	15,0	15 mars 1966 jusqu'aux dates ci-dessous*		
	5,0	31 octobre 1966 jusqu'aux dates ci-dessous*		

\* 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. Remboursement du quatrième crédit: 10 millions le 31 octobre 1965, 15 millions le 15 mars 1966, 15 millions le 31 octobre 1966 et 10 millions le 15 mars 1967. Remboursement du sixième crédit: 10 échéances de 5 millions chacune, respectivement le 30 juin et le 31 décembre 1968, le 31 mars, le 30 juin, le 30 septembre et le 31 décembre 1969, et les 31 mars, 31 mai, 29 juillet et 28 octobre 1970; une échéance de 15 millions le 14 mars 1971 et une échéance de 5 millions le 30 octobre 1971.

crédits accordés à la Turquie et qui ont été tirés en totalité. Un nouveau crédit à court terme, d'un montant de \$20 millions, a été mis à la disposition de la Turquie avec effet au 10 avril 1964 et a été tiré en totalité le 17 du même mois. Ce cinquième crédit a été remboursé par échéances mensuelles de \$5 millions entre la fin novembre 1964 et la fin février 1965. La première échéance de remboursement du quatrième crédit accordé à la Turquie, fixée à l'origine au 31 octobre 1964, a été reportée au 31 octobre 1965 par décision du Conseil de l'O.C.D.E.

Un sixième crédit, s'élevant au total à \$70 millions, a été accordé à la Turquie en plusieurs tranches, par décision du Conseil en date du 30 mars 1965; ce crédit fournira à la Turquie une partie des moyens nécessaires à l'amortissement de sa

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

A la date de valeur des règlements du mois	Turquie		Espagne		Islande		Totaux		
	Dispo- nible et non utilisé	Utilisé et non rem- boursé	Dispo- nible et non utilisé	Utilisé et non rem- boursé	Dispo- nible et non utilisé	Utilisé et non rem- boursé	Dispo- nible et non utilisé	Utilisé et non rem- boursé	Total des crédits accordés
en millions d'unités de compte									
<b>1959</b>									
décembre . . . . .	0,5	21,0	51,0	24,0	—	—	51,5	45,0	96,5
<b>1960</b>									
décembre . . . . .	15,0	21,5	76,0	24,0	5,0	7,0	96,0	52,5	148,5
<b>1961</b>									
décembre . . . . .	—	50,0	—	—	7,0	5,0	7,0	55,0	62,0
<b>1962</b>									
décembre . . . . .	—	80,0	—	—	5,0	—	5,0	80,0	85,0
<b>1963</b>									
février . . . . .	—	60,0	—	—	5,0	—	5,0	60,0	65,0
mars . . . . .	—	95,0	—	—	—	—	—	95,0	95,0
<b>1964</b>									
avril . . . . .	—	115,0	—	—	—	—	—	115,0	115,0
novembre . . . . .	—	110,0	—	—	—	—	—	110,0	110,0
décembre . . . . .	—	105,0	—	—	—	—	—	105,0	105,0
<b>1965</b>									
janvier . . . . .	—	100,0	—	—	—	—	—	100,0	100,0
février . . . . .	—	95,0	—	—	—	—	—	95,0	95,0
mars . . . . .	—	95,0	—	—	—	—	—	95,0	95,0

dette à l'égard du Fonds européen qui vient à échéance entre 1965 et 1967. Le montant et la période de mise à disposition des diverses tranches du crédit ont été fixés de façon que les remboursements à effectuer par la Turquie en liquide au titre de la dette en question et du nouveau crédit s'élèvent à \$15 millions en 1965 (compte tenu des deux échéances, de \$5 millions chacune, déjà remboursées au titre du cinquième crédit à fin janvier et à fin février 1965), à \$10 millions pour chacune des années 1966 à 1968 et à \$20 millions pour chacune des années 1969 à 1971. La première tranche, d'un montant de \$20 millions, a été mise à disposition de la Turquie avec effet au 31 mars 1965. La seconde tranche, d'un montant de \$25 millions, et la troisième, d'un montant de \$5 millions, seront mises à disposition de ce pays à compter du 30 juillet et du 29 octobre 1965 respectivement. L'octroi de la quatrième tranche, d'un montant de \$15 millions, à compter du 15 mars 1966, et de la cinquième tranche, d'un montant de \$5 millions, à compter du 31 octobre 1966, dépendra d'une décision ultérieure que le Comité directeur prendra en temps voulu.

La première tranche, d'un montant de \$20 millions, a été tirée le 31 mars 1965 et a servi à rembourser la première tranche du troisième crédit, dont le montant était identique et qui venait à échéance à cette date.

Entre juin 1959, époque à laquelle a été effectué le premier tirage, et mars 1965, vingt tirages d'un montant total de \$239,5 millions ont été effectués sur les divers crédits consentis par le Fonds; d'autre part, les remboursements ont atteint \$144,5 millions. Le montant net utilisé et non remboursé était donc de \$95 millions à la fin de mars 1965.

Le tableau relatif à l'utilisation des crédits consentis indique la situation à la date de valeur des règlements multilatéraux (c'est-à-dire le cinquième jour ouvrable du mois suivant), pour chacun des mois de la période de 1963-65 au cours desquels des modifications sont intervenues, et à la date de valeur des opérations du mois de décembre pour les années précédentes. On trouvera des détails plus complets sur la période antérieure dans le Chapitre VI du trente-quatrième Rapport annuel de la Banque.

B. *Appel du capital.* Depuis le 7 mars 1960, il n'a été procédé à aucun appel de capital et, depuis cette date, le montant des contributions versées s'est maintenu sans changement à \$38 millions.

#### Systeme multilatéral de règlements.

L'A.M.E. prévoit que certains soldes doivent être inclus dans le Systeme multilatéral de règlements à la fin de chaque mois; il s'agit des soldes non remboursés des tirages effectués au titre du financement intérimaire et des soldes résultant d'accords bilatéraux de paiements qui prévoient des marges de crédit. Les soldes qu'une banque centrale d'un pays membre détient dans la monnaie d'un autre pays membre peuvent également être inclus dans les règlements, si le détenteur le désire.

La date de valeur des règlements se rapportant à chaque mois est fixée au cinquième jour ouvrable du mois suivant.

Il n'a été procédé à aucun tirage au titre du financement intérimaire au cours de l'année considérée, et le dernier des sept accords bilatéraux de paiements qui avaient, à l'origine, fait l'objet de notifications, à savoir l'accord entre la Grèce et la Turquie, a pris fin avec effet au 31 octobre 1964. Depuis lors, les pays membres n'ont pas fait usage du mécanisme de règlements. Celui-ci continue cependant à jouer son rôle en assurant aux banques centrales des pays membres une garantie de change en dollars des Etats-Unis sur des avoirs de ces banques en monnaie des

autres pays membres chaque fois qu'une modification intervient dans les cours acheteur ou vendeur de la monnaie en question; ce mécanisme a été exposé en détail dans les précédents Rapports annuels. Depuis l'entrée en vigueur de l'A.M.E., des soldes de comptes entre banques centrales des pays signataires de l'Accord ont été inclus à trois reprises dans les règlements, à la demande de leur détenteur. Les soldes en question ont été notifiés à la suite de la modification des marges des cours de change intervenue en Suède au mois de novembre 1959 et, après les deux dévaluations de la couronne islandaise, en février 1960 et en août 1961. Les montants qui ont fait l'objet de ces règlements étaient d'ailleurs peu importants.

Depuis l'entrée en vigueur de l'A.M.E., les paiements faits au Fonds européen ou par lui dans le cadre des règlements multilatéraux se sont élevés au total à \$37,8 millions.

## **2. 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 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 six fois par an. Sa présidence est toujours assurée par M. Hay.

En sa qualité d'Agent, la Banque des Règlements Internationaux présente un rapport mensuel sur les opérations et les investissements du Fonds européen ainsi que sur le fonctionnement du Système multilatéral de règlements; elle fournit aussi chaque mois au Comité une documentation sur les marchés internationaux de l'or et des changes, ainsi que sur l'évolution des réserves des banques centrales.

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 à long terme sur la Norvège et la Turquie transférées de l'Union Européenne de Paiements), se sont élevés, à la fin de l'année 1963, à \$123,1 millions, dont \$95 millions représentaient le montant non encore remboursé des tirages opérés sur les crédits accordés et \$28,1 millions le solde des créances à long terme sur la Norvège et la Turquie. Ce total est passé par un maximum

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

A la date de valeur des règlements du mois	Actif				Total de la situation	Passif	
	Avoirs liquides	Compte auprès du Trésor américain	Capital non appelé des pays membres	Crédits et créances en cours		Capital	Compte de profits et pertes
en millions d'unités de compte							
A l'origine . . . . .	113,0	123,5	328,4	35,0	600,0	600,0	—
1959 décembre . . . . .	104,4	123,5	302,9	80,0	610,9	607,5	3,4
1960 décembre . . . . .	105,4	123,5	297,9	87,5	615,3	607,5	7,9
1961 décembre . . . . .	109,2	123,5	297,9	87,8	618,4	607,5	10,9
1962 décembre . . . . .	90,4	123,5	297,9	110,5	622,3	607,5	14,8
1963 décembre . . . . .	82,1	123,5	297,9	123,1	626,6	607,5	19,1
1964 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
avril . . . . .	61,7	123,5	297,9	143,1	626,3	607,5	18,8
mai . . . . .	61,8	123,5	297,9	143,1	626,3	607,5	18,8
juin . . . . .	63,7	123,5	297,9	143,1	628,3	607,5	20,8
juillet . . . . .	63,5	123,5	297,9	143,1	628,0	607,5	20,5
août . . . . .	63,5	123,5	297,9	143,1	628,1	607,5	20,6
septembre . . . . .	63,6	123,5	297,9	143,1	628,2	607,5	20,7
octobre . . . . .	63,7	123,5	297,9	143,1	628,3	607,5	20,8
novembre . . . . .	68,8	123,5	297,9	138,1	628,4	607,5	20,9
décembre . . . . .	79,3	123,5	297,9	130,8	631,4	607,5	23,9
1965 janvier . . . . .	83,8	123,5	297,9	125,6	630,9	607,5	23,4
février . . . . .	88,9	123,5	297,9	120,6	631,0	607,5	23,5
mars . . . . .	89,1	123,5	297,9	120,6	631,2	607,5	23,7

de \$143,1 millions en avril 1964 à la suite du tirage par la Turquie du crédit à court terme d'un montant de \$20 millions accordé à ce pays, puis a diminué entre novembre 1964 et février 1965 en raison du remboursement de ce crédit et par suite du quatrième versement effectué en décembre 1964 par la Norvège et la Turquie au titre de l'amortissement de leur dette à long terme.

Les ressources liquides, qui ont augmenté de \$7,5 millions au cours de la période d'un an se terminant en mars 1965, ont suffi à faire face au tirage du crédit à court terme.

Le versement des intérêts sur les contributions appelées a continué d'être effectué d'après la méthode adoptée l'an dernier, selon laquelle le montant cumulatif de l'intérêt versé à chaque pays représente 90% de la part totale du revenu à laquelle ce pays aurait droit si le Fonds était liquidé à la fin du semestre au titre duquel l'intérêt est versé. Les deux distributions qui ont eu lieu, au titre du premier et du deuxième semestre de 1964, ont porté à \$4,4 millions le montant cumulatif de l'intérêt versé jusqu'à présent aux pays membres.



## TROISIÈME PARTIE.

### OPÉRATIONS DE LA BANQUE.

#### 1. Activité du Département bancaire.

Le bilan de la Banque au 31 mars 1965, contrôlé par les vérificateurs aux comptes, figure à la fin du présent Rapport.

\* \* \*

Le total de la première partie du bilan au 31 mars 1965 s'élève à 7.850.380.538 francs,\* contre 5.777.990.295 francs au 31 mars 1964. Il enregistre ainsi une augmentation de 2.072.390.243 francs, qui reflète l'activité croissante de la Banque dans l'exécution des tâches à elle confiées. L'augmentation pour l'exercice 1963/64 avait été de 827.921.441 francs.

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
1961	3.973	+ 543
1962	4.732	+ 759
1963	4.950	+ 218
1964	5.778	+ 828
1965	7.850	+ 2.072

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 1964, 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:

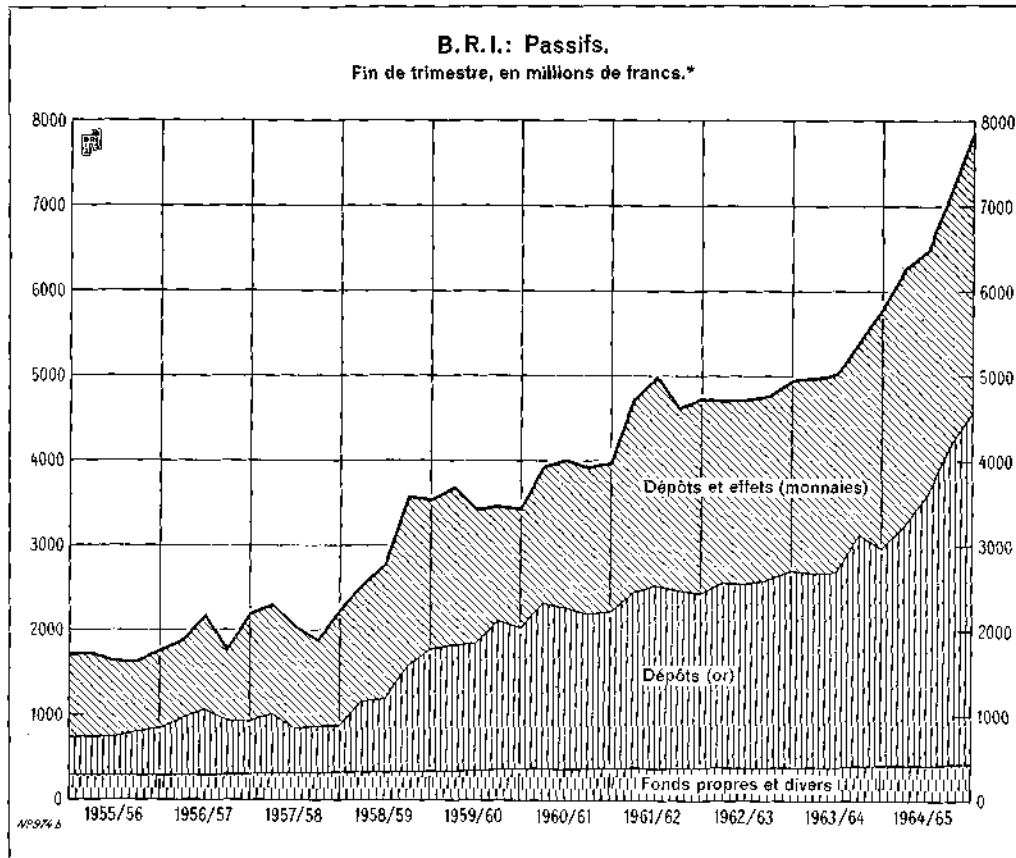
\* Sauf indications contraires, l'expression «francs», dans le texte ci-après, signifiera francs *or*. La méthode de conversion en francs *or* (unité de 0,29032258... gramme d'or fin - article 5 des Statuts) des diverses monnaies figurant au bilan est la même que les années précédentes: elle se fonde 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	
	1964	1965
en millions de francs		
Or sous dossier . . . . .	1.370	1.383
Avoirs en banque . . . . .	36	39
Effets et autres titres sous dossier . . . . .	901	780
Total hors bilan . . . . .	2.307	2.202

Le total de la première partie de la situation mensuelle s'est accru régulièrement au cours de l'exercice. De 5.778 millions au 31 mars 1964, il s'est élevé à 6.167 millions le 31 mai. Le seuil des 7 milliards a été dépassé le 31 décembre 1964 et le chiffre le plus élevé depuis la création de la Banque, soit 7.850 millions, a été atteint à la fin de l'exercice.

Composition des ressources (Passifs).



\* Première partie de la situation.

*A. Fonds propres.*

Le capital-actions n'a pas subi de changements et 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) ne passent, du 31 mars 1964 au 31 mars 1965, que de 25,4 à 25,8 millions de francs, étant donné que le Fonds de réserve légale a atteint son maximum statutaire de 10% du capital versé. Il ressort des opérations de l'exercice (voir ci-après, section 6, «Résultats financiers») que le solde du compte de Profits et Pertes, qui comprend le bénéfice pour l'exercice écoulé et le report de l'exercice précédent, s'établit à 31,3 millions au 31 mars 1965, contre 25,1 millions un an auparavant. La «Provision pour charges éventuelles» s'est accrue, du 31 mars 1964 au 31 mars 1965, de 204 à 214,5 millions. Le poste «Divers» passe, entre ces deux dates, de 28,8 à 36,9 millions.

A fin mars 1965, les fonds propres de la Banque (poste «Divers» inclus) s'établissaient ainsi à 433 millions de francs, soit un peu moins de 6% des fonds empruntés (7.417 millions) et un peu plus de 5 ½% du total du bilan à la même date (7.850 millions). Ces pourcentages ne tiennent pas compte du capital non versé (375 millions de francs). En incluant ce dernier montant, les pourcentages des fonds propres par rapport aux fonds empruntés et par rapport au total du bilan seraient respectivement de 11% et de 10%.

Le tableau suivant montre quels étaient, à la fin de chacun des cinq derniers exercices, les chiffres et pourcentages correspondant aux fonds propres et aux fonds empruntés.

**B. R. I.: Composition des ressources.**

Exercice clos le 31 mars	Fonds propres	Fonds empruntés	Total	Fonds propres, en pourcentage	
				des fonds empruntés	du bilan
en millions de francs					
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
1965 . . . . .	433	7.417	7.850	6	6

*B. Fonds empruntés.*

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

**B. R. I.: Ressources d'après leur origine.**

Origine	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1964	1965	
	en millions de francs		
Banques centrales . . . . .	4.590	6.034	+ 1.444
Autres déposants . . . . .	780	919	+ 139
Effets . . . . .	—	464	+ 464
<b>Total . . . . .</b>	<b>5.370</b>	<b>7.417</b>	<b>+ 2.047</b>

Les dépôts des banques centrales ont augmenté de plus de 30% par rapport au 31 mars 1964 et ceux des autres déposants de 18% environ. Le poste «Effets» se réfère aux effets émis par la Banque et vendus à des banques commerciales, avec l'accord des banques centrales des marchés intéressés et, parfois, à leur suggestion. Ces titres sont libellés en monnaies nationales et ont une courte durée. Ils étaient émis, en fin d'exercice, sur trois marchés différents.

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

Durée	Dépôts en or			Dépôts en monnaies			Effets		
	Exercice clos le 31 mars		Différences	Exercice clos le 31 mars		Différences	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1964	1965		1964	1965		1964	1965	
	en millions de francs								
A vue . . . . .	1.938	3.051	+ 1.113	44	67	+ 23	—	—	—
A 3 mois au maximum . . . . .	583	982	+ 399	2.243	2.129	- 114	—	330	+ 330
De 3 à 6 mois . . . . .	—	—	—	455	446	- 9	—	88	+ 88
De 6 à 9 mois . . . . .	21	72	+ 51	—	51	+ 51	—	46	+ 46
De 9 à 12 mois . . . . .	20	28	+ 8	21	57	+ 36	—	—	—
A plus d'un an . . . . .	—	—	—	45	70	+ 25	—	—	—
<b>Total . . . . .</b>	<b>2.562</b>	<b>4.133</b>	<b>+ 1.571</b>	<b>2.808</b>	<b>2.820</b>	<b>+ 12</b>	<b>—</b>	<b>464</b>	<b>+ 464</b>

Au cours de l'exercice, les dépôts en or ont augmenté de 61%; les dépôts en monnaies sont demeurés à leur niveau du 31 mars 1964. Alors que les dépôts en or représentaient, au début de l'exercice, 48% du total et les dépôts en monnaies 52%, les proportions respectives au 31 mars 1965 étaient inversées (56 et 38%), les effets constituant le solde de 6%.

L'augmentation des dépôts en or est due principalement à celle des comptes à vue. Ceux-ci se sont accrus de 57% au cours de l'exercice. Les dépôts à trois mois au maximum ont augmenté dans une proportion de 68% et on enregistre aussi une augmentation des autres catégories de dépôts.

Le total des dépôts en or s'est accru de façon ininterrompue depuis le début de l'exercice jusqu'à fin février 1965. Les variations entre dépôts à vue et dépôts

à terme ont été toutefois assez étendues. Ainsi, alors qu'au début de l'exercice, le chiffre des dépôts à trois mois au maximum était de 583 millions, il revenait à 209 millions le 31 octobre pour atteindre 982 millions le 31 mars 1965.

L'évolution des dépôts en or a, comme l'an dernier, été souvent provoquée par la Banque elle-même. C'est ainsi que, pendant la première partie de l'exercice, un certain volume de dépôts à terme dont la Banque n'avait plus temporairement l'utilisation a été converti en dépôts à vue. Plus tard, des opérations inverses de conversion de dépôts à vue en dépôts à terme ont permis à la Banque de disposer de moyens lui permettant, entre autres, de participer à des opérations internationales d'assistance monétaire.

Les dépôts en monnaies ont enregistré des mouvements beaucoup moins accentués. Les dépôts à vue sont demeurés, comme à l'ordinaire, dans des limites relativement étroites (minimum, 35 millions, maximum, 73 millions); les variations de l'ensemble des dépôts à terme n'ont pas été non plus considérables, leur minimum ayant été de 2.361 millions et leur maximum de 2.824 millions. De nouveaux comptes de banques centrales à terme supérieur à six mois ont été substitués, pour un montant à peu près équivalent, à des dépôts à trois mois au maximum.

#### Utilisation des ressources (Actifs).

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

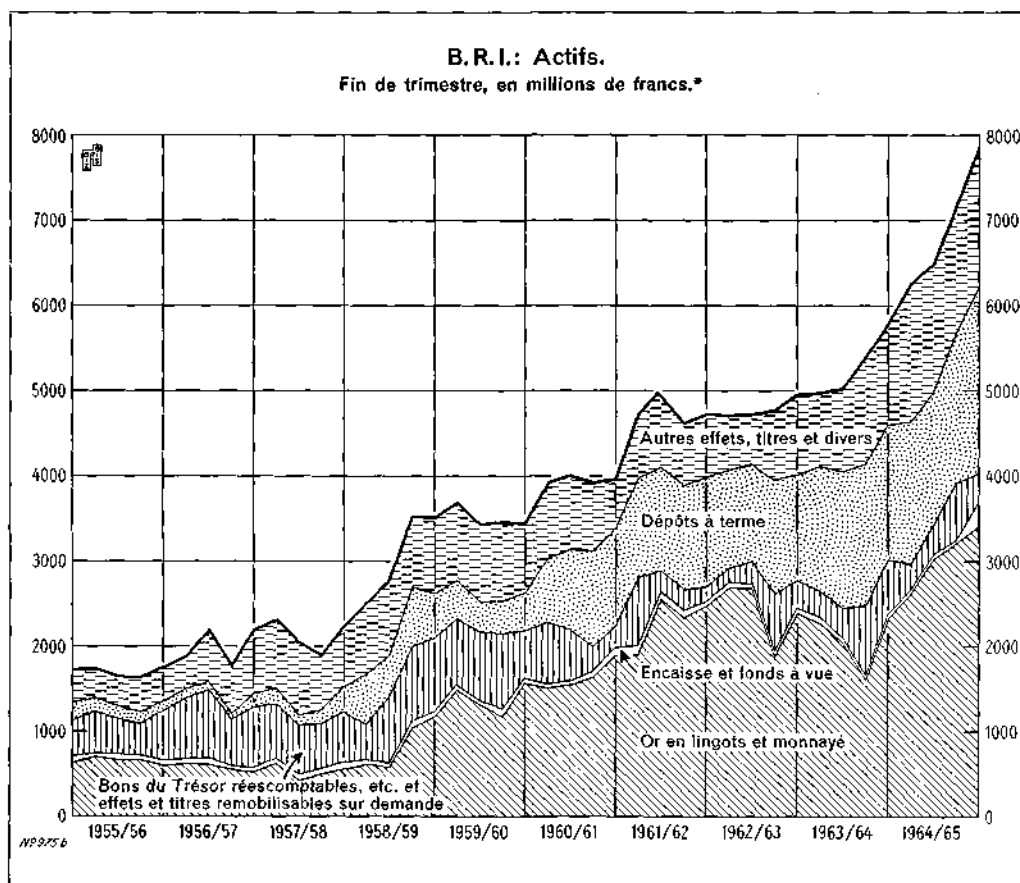
**B. R. I.: Encaisse et placements totaux.**

Nature	Exercice clos le 31 mars		Différences		
	1964	1965			
en millions de francs					
<b>Encaisse</b>					
Or . . . . .	2.318		3.398		+ 1.080
Monnaies . . . . .	48    2.366	300    3.698		+ 252	+ 1.332
<b>Placements</b>					
Or . . . . .	313		416		+ 103
Monnaies . . . . .	3.030    3.343	3.667    4.083		+ 637	+ 740
<b>Total</b>					
Or . . . . .	2.631		3.814		+ 1.183
Monnaies . . . . .	3.078    5.709	3.967    7.781		+ 889	+ 2.072

L'évolution de la position-or de la Banque est donnée par le tableau suivant, qui fait ressortir les maxima et minima 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 or	Solde net		
en millions de francs						
1964 mars . . . . .	2.318	313 (min.)	2.562 (min.)	69	245	314
avril . . . . .	2.128 (min.)	314	2.693	-251	569	318
juin . . . . .	2.622	321	2.820	123	183	306 (min.)
août . . . . .	2.964	361	3.034	291 (max.)	21 (min.)	312
1965 février . . . . .	3.325	409	4.222 (max.)	-488 (min.)	817 (max.)	329
mars . . . . .	3.398 (max.)	416 (max.)	4.133	-319	651	332 (max.)



\* Première partie de la situation.

De même qu'au cours de l'exercice précédent, les fluctuations des divers postes reflétant la position-or de la Banque ont été particulièrement étendues. Le chiffre de l'encaisse-or n'a cessé de croître depuis le 30 avril 1964 et son

augmentation au cours de l'exercice atteint 1.080 millions. Les placements en or étant passés de 313 à 416 millions, l'or figurant à l'actif (encaisse et placements) s'est ainsi accru de 1.183 millions en tout.

Le solde net des opérations à terme est demeuré constamment positif au cours de l'exercice. Cette situation est due en grande partie à la conclusion d'opérations impliquant vente à terme de monnaies contre or. La majeure partie de ces transactions est conclue à court terme; elles ont été particulièrement importantes de novembre jusqu'en fin d'exercice.

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) viennent d'être commentés.

Le chiffre du poste «Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue» était de 48 millions en début d'exercice. Il est demeuré aux environs de ce chiffre (maximum, 52 millions le 31 janvier 1965) jusqu'au 28 février 1965 (minimum, 39 millions). Au 31 mars, il passait à 300 millions, à la suite d'opérations de swap ayant procuré à la Banque un volume très important de fonds à vue.

L'ensemble des encaisses-or et monnaies représentait, au 31 mars 1965, 47% du total de la première partie du bilan, contre 41% un an auparavant.

Le portefeuille de «Bons du Trésor réescomptables» a enregistré des variations très étendues. De 574 millions en début d'exercice, son chiffre est revenu au minimum de 222 millions le 31 août 1964, pour s'élever à un maximum de 598 millions le 31 décembre et reculer ensuite à 270 millions en fin d'exercice. Les mouvements importants de ce poste résultent en partie des opérations de swap effectuées dans le cadre de la coopération entre banques centrales. D'autre part, la Banque a fait un large usage des possibilités de mobilisation offertes par ce type de placement.

Les mouvements du portefeuille d'«Effets et titres remobilisables sur demande», placements comportant faculté de mobilisation à vue, sont demeurés dans des limites extrêmement restreintes, puisque son total n'a jamais excédé 69 millions, chiffre du début de l'exercice, et ne s'est pas abaissé au-dessous de 62 millions (minimum enregistré le 31 décembre 1964). Au 31 mars 1965, il était de 63 millions.

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 3.009 millions de francs et représentait 52% de la première partie

du bilan. Le 31 mars 1965, les chiffres correspondants étaient de 4.031 millions et de 51 %. Durant cette même période, le pourcentage des dépôts à vue figurant au passif était passé de 34 à 40 %. La liquidité de la Banque demeure très grande.

*B. Avoirs et placements à terme.*

Comme au cours de l'exercice précédent, une fraction notable des ressources nouvelles en monnaies obtenues par la Banque, sous forme de dépôts ou à la suite d'opérations de swap, a été investie en dépôts à terme et avances ou autres effets et titres.

Le total des «Dépôts à terme et avances», qui était de 1.594 millions le 31 mars 1964, s'était abaissé à 1.457 millions le 31 mai. Après être demeuré à un niveau quelque peu supérieur jusque vers la fin de l'année, il a enregistré au début de 1965 un accroissement assez sensible, qui l'a porté à 2.191 millions le 31 mars 1965.

Les chiffres du poste «Autres effets et titres» ont fluctué d'une manière un peu différente. En effet, leur total au 31 mars 1964, soit 1.106 millions, correspondait au minimum de l'exercice et le maximum était atteint à la fin du mois suivant avec 1.659 millions. Les mouvements de ce poste ont été, par la suite, un peu moins accentués et le chiffre de fin d'exercice s'établissait à 1.559 millions.

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
	1964	1965	
	en millions de francs		
A 3 mois au maximum . . . . .	1.774	2.795	+ 1.021
De 3 à 6 mois . . . . .	742	639	- 103
De 6 à 9 mois . . . . .	63	63	-
De 9 à 12 mois . . . . .	57	111	+ 54
A plus d'un an . . . . .	64	142	+ 78
Total . . . . .	2.700	3.750	+ 1.050

La presque totalité de l'augmentation enregistrée dans le total des placements ci-dessus s'est matérialisée par l'accroissement des fonds à terme placés pour trois mois au maximum; la réduction accusée par les placements de trois à six mois a été à peu près compensée par l'augmentation des fonds placés à terme supérieur à neuf mois. Comme tel était déjà le cas à la fin de l'exercice précédent figurent parmi ces fonds, pour un montant important, des dépôts comportant une facilité de mobilisation à très court préavis.



Quant aux investissements à terme supérieur à six mois, dont le total s'est quelque peu accru, leur proportion par rapport aux totaux du tableau ci-dessus était de 7% au 31 mars 1964 et de 8% au 31 mars 1965.

\* \* \*

Les éléments du développement de l'activité de la Banque mentionnés dans le dernier Rapport annuel – augmentation des ressources qui lui sont confiées, surtout en or, accroissement régulier des transactions de swap en monnaies et en or contre monnaies – demeurent à la base de l'extension nouvelle et très importante des opérations au cours de l'exercice écoulé. Il s'y ajoute encore les émissions et ventes d'effets, qui figurent pour 464 millions au bilan au 31 mars 1965.

Le volume total des opérations de la Banque s'est en effet élevé à l'équivalent de 72,2 milliards de francs pour 1964/65, contre 58,9 milliards pour 1963/64 et 38,6 milliards pour 1962/63.

Si les transactions de swap en monnaies ont encore augmenté en nombre comme en volume, en particulier dans le cadre d'opérations à caractère international, les opérations sur or ont, elles aussi, marqué un accroissement notable succédant à une reprise déjà très accusée au cours du précédent exercice. En dehors des opérations normales d'achats et de ventes d'or, une série d'opérations de swap or contre monnaies ont été conclues en volume croissant avec un certain nombre de banques centrales. Ces opérations ont permis à la Banque de prêter son concours à des conversions de monnaies ou à des opérations de crédit dans le cadre de la coopération entre autorités monétaires.

Des échanges géographiques d'or portant sur des montants importants ont pu, de plus, être réalisés au profit des membres de la Banque.

Les bénéfices élevés de l'exercice écoulé sont le produit de facteurs divers, mais ont, en général, leur origine dans l'expansion des ressources.

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, au cours de l'exercice sous revue, les fonctions d'Agent financier des Trustees pour les nouvelles obligations de l'Emprunt extérieur allemand 1924 (Emprunt Dawes) et

**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 1963/64	1964/65	
<b>Obligations de conversion</b>					
américaine . . .	\$	44.095.000	9.307.000	1.837.000	32.951.000
belge . . . . .	£	583.100	89.500	16.600	477.000
britannique . . .	£	8.276.400	1.272.600	230.500	6.773.300
française . . . .	£	1.927.200	292.400	53.400	1.581.400
néerlandaise . . .	£	1.319.100	183.400	38.000	1.097.700
suédoise . . . . .	KRS	14.209.000	1.994.000	385.000	11.830.000
suisse . . . . .	£	1.130.500	169.700	31.600	929.200
suisse . . . . .	FS	8.251.000	1.127.000	222.000	6.902.000
<b>Obligations de consolidation</b>					
américaine . . .	\$	8.204.000	1.429.000	223.000	6.552.000
belge . . . . .	£	157.700	28.500	4.400	124.800
britannique . . .	£	2.231.800	397.300	61.300	1.773.200
française . . . .	£	498.300	89.700	13.800	394.800
néerlandaise . . .	£	290.800	44.400	8.400	238.000
suisse . . . . .	£	115.000	19.800	3.400	91.800
suisse . . . . .	FS	415.000	68.000	11.000	336.000

**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 1963/64	1964/65	
<b>Obligations de conversion</b>					
allemande . . . .	DM	14.467.000	976.000	189.000	13.302.000
américaine . . .	\$	55.416.000	3.796.000	746.000	50.874.000
belge . . . . .	FB	202.694.000	13.926.000	2.656.000	186.112.000
britannique . . .	£	17.701.600	1.203.600	231.200	16.266.800
française . . . .	FF	444.906.000	30.218.000	5.845.000	408.843.000
néerlandaise . . .	Fl.	52.411.000	3.447.000	715.000	48.249.000
suédoise . . . . .	KRS	92.763.000	6.342.000	1.213.000	85.208.000
suisse . . . . .	FS	58.379.000	4.003.000	764.000	53.612.000
<b>Obligations de consolidation</b>					
allemande . . . .	DM	413.000	29.000	5.000	379.000
américaine . . .	\$	8.994.000	627.000	111.000	8.256.000
belge . . . . .	FB	45.643.000	3.220.000	571.000	41.852.000
britannique . . .	£	4.223.500	295.500	52.700	3.875.300
française . . . .	FF	98.031.000	6.687.000	1.221.000	90.123.000
néerlandaise . . .	Fl.	8.484.000	572.000	115.000	7.777.000
suédoise . . . . .	KRS	6.014.000	422.000	75.000	5.517.000
suisse . . . . .	FS	1.405.000	98.000	17.000	1.290.000

\* Valeur nominale établie le 1er mai 1965 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.

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 1964/65 a été clôturé pour l'Emprunt Dawes le 15 avril 1965 et pour l'Emprunt Young le 1<sup>er</sup> juin 1965. Les intérêts au titre de l'exercice 1964/65 se montent à l'équivalent d'environ 12,7 millions de francs pour l'Emprunt Dawes et à l'équivalent d'environ 37 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 1964/65 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 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 précédente.

La Banque est également Trustee pour les obligations certifiées de l'Emprunt international de la République fédérale d'Autriche 1930 ainsi que pour les coupons de cet emprunt, dont la République fédérale d'Allemagne s'est engagée à assurer le paiement à raison de 75 % de la valeur nominale. Dans les deux cas, le service a été assuré conformément aux conventions passées.

Le tableau ci-dessous résume la situation actuelle de l'Emprunt, en ce qui concerne les obligations certifiées et leur amortissement.

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 1963	1964	
américaine . . . .	\$	1.667.000	316.000	70.000	1.281.000
anglo-néerlandaise	£	856.600	158.700	34.300	663.600
suisse . . . . .	FS	7.102.000	1.108.000	246.000	5.748.000

### 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 <sup>er</sup> avril 1965	Taux d'intérêt %	Année de la dernière échéance
1 <sup>re</sup>	1954	Etats-Unis	Gouvernement des Etats-Unis	\$ 100.000.000	76.800.000	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1979
2 <sup>e</sup>	1955	Belgique	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Bruxelles	FB 200.000.000	160.800.000	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1982
3 <sup>e</sup>	1955	Allemagne	Rheinische Girozentrale und Provinzialbank, Düsseldorf	DM 25.000.000	18.780.000	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1981
			Landesbank für Westfalen (Girozentrale), Münster	DM 25.000.000	18.780.000	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1981
4 <sup>e</sup>	1955	Luxembourg	Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg	FB 20.000.000 FLUX 5.000.000	16.080.000 —	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> —	1982 —
5 <sup>e</sup>	1956	Sarre	Landesbank und Girozentrale Saar, Sarrebruck	DM 2.977.450 <sup>1</sup>	2.206.290	4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1977
6 <sup>e</sup>	1956	Suisse	Emission publique	FS 50.000.000	38.750.000	4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1974
7 <sup>e</sup>	1957	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	19.300.000	5 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1975
10 <sup>e</sup>	1957	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	91.507.178	5 <sup>3</sup> / <sub>8</sub>	1982
11 <sup>e</sup>	1958	Etats-Unis	Emission publique	\$ 35.000.000	32.700.000	5	1978
13 <sup>e</sup>	1960	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	25.000.000	5 <sup>3</sup> / <sub>8</sub>	1980
14 <sup>e</sup>			Emission publique	\$ 3.300.000	—	—	—
			Emission publique	\$ 3.300.000	—	—	—
				\$ 3.400.000	3.400.000	5	1965
15 <sup>e</sup>	1961	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	100.000.000	5 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1986
16 <sup>e</sup>	1961	Pays-Bas	Emission publique	Fl. 50.000.000	50.000.000	4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1981

<sup>1</sup> Cet emprunt, qui a été contracté en francs français, a été converti en deutsche marks en 1959. Le montant initial était de 350.000.000 d'anciens francs français. <sup>2</sup> Les titres garantis des 8e, 9e et 12e 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<sup>er</sup> avril 1965 atteignent l'équivalent d'environ 213 millions de francs, de sorte que le montant total restant dû se trouve ramené à l'équivalent d'environ 604 millions de francs. Les modalités de ces emprunts sont indiquées dans le tableau de la page précédente.

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 1964/65, la Banque a reçu des bénéficiaires de ces prêts et réparti entre les Agents-payeurs, au titre des intérêts, l'équivalent d'environ 32 millions de francs et, au titre de l'amortissement, l'équivalent d'environ 39 millions de francs. Certains emprunteurs ont remboursé par anticipation une fraction du principal de leur dette; la Haute Autorité a affecté ces sommes pour partie à la réduction de son endettement au titre des emprunts et pour partie à l'octroi de nouveaux prêts.

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 V 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 376.221 francs pour les douze mois se terminant en mars 1965; 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 1965.

## **5. Développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales.**

La coopération entre banques centrales dans le domaine des études et des échanges d'informations s'est renforcée. En plus des réunions régulières du Conseil d'administration, la Banque a continué d'organiser de nombreuses réunions d'experts de banques centrales, soit pour l'étude de problèmes économiques et monétaires d'intérêt général, soit pour l'examen de questions particulières, comme par exemple l'évolution des marchés de l'or et des Euro-devises. Les services de la Banque ont prêté leur concours aux travaux de ces groupes.

La B.R.I. a également assumé durant l'exercice les fonctions dont il est question dans la Déclaration ministérielle du Groupe des Dix. Conformément à cette déclaration, qui remonte au 1<sup>er</sup> août 1964, les membres du Groupe fournissent à la B.R.I. des données statistiques relatives aux différents moyens utilisés pour financer les excédents ou les déficits de leurs comptes extérieurs. Ces données statistiques sont communiquées à tous les participants et au Groupe de Travail No 3 de l'O.C.D.E. Les Gouverneurs des banques centrales du Groupe, lorsqu'ils se réunissent au siège de la Banque, échangent aussi des informations, aussitôt que cela leur est possible, sur les engagements pris entre membres du Groupe, en vue d'ouvrir de nouvelles facilités de crédit ou d'accroître les facilités existantes. Il a été ainsi créé la base d'une surveillance multilatérale des différents facteurs de création de liquidités. L'exercice a déjà révélé combien cette coopération peut être utile.

La Banque, enfin, a été associée aux travaux qu'a poursuivis le Groupe des Dix, notamment son Groupe d'Etudes sur la création d'instruments de réserve.

Le développement de la coopération entre banques centrales a également renforcé les relations entre la B.R.I., d'une part, et l'O.C.D.E. et le F.M.I., d'autre part, en étendant leur collaboration à de nouveaux domaines.

## **6. Résultats financiers.**

Les comptes du trente-cinquième exercice social clos le 31 mars 1965 ont fait apparaître un excédent de 34.519.144 francs. Les comptes de l'exercice précédent faisaient apparaître un excédent de 27.417.055 francs.

Sur l'excédent de l'exercice, le Conseil d'administration a décidé qu'il était nécessaire de transférer 1.500.000 francs à la provision pour frais d'administration exceptionnels et 10.500.000 francs à la provision pour charges éventuelles; le béné-

ficé net de l'exercice atteint ainsi 22.519.144 francs. Après addition du solde de 8.744.892 francs reporté de l'exercice précédent, le montant disponible s'élève à 31.264.036 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 14.000.000 de francs, représentera une distribution extraordinaire de 70 francs par action. Dans ces conditions, la distribution totale atteindra cette année la somme de 107,50 francs, payable le 1<sup>er</sup> juillet 1965, à raison de 153,60 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 9.764.036 francs.

A la suite de la distribution visée ci-dessus, le montant du dividende cumulé non déclaré sera ramené de 199,47 à 129,47 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-cinquième 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.

## **7. Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction.**

Son mandat de Président du Conseil d'administration et de Président de la Banque venant à expiration le 30 juin 1964, le Dr M. W. Holtrop a été, aux termes de l'article 39 des Statuts, réélu dans ces fonctions au cours de la séance du Conseil en date du 8 juin 1964 pour une période de trois ans qui prendra fin le 30 juin 1967.

Sir Otto Niemeyer, qui était Vice-Président du Conseil d'administration depuis 1946, avait exprimé le vœu de ne pas être réélu à ce poste lorsque son mandat est arrivé à expiration le 8 décembre 1964. En février 1965, Sir Otto Niemeyer

s'est démis de ses fonctions de membre du Conseil d'administration, poste qu'il occupait depuis le mois de juin 1932. Au cours des séances qu'il a tenues le 14 décembre 1964 et le 8 mars 1965, le Conseil lui a rendu un hommage chaleureux pour les services très précieux qu'il a rendus à la Banque pendant tant d'années.

A la séance du Conseil du 11 janvier 1965, M. Maurice Frère, qui a été Président du Conseil d'administration de 1946 à 1958 et Président de la Banque de 1948 à 1958, a été élu Vice-Président du Conseil pour une période de trois ans, partant du 1<sup>er</sup> janvier 1965 et venant à expiration le 31 décembre 1967.

A la séance du Conseil du 12 avril 1965, le Président a annoncé que Lord Cromer avait nommé M. M. J. Babington Smith membre du Conseil pour occuper le poste laissé vacant par la démission de Sir Otto Niemeyer. Cette nomination a été faite conformément aux articles 28 (2) et 29 des Statuts pour la période allant jusqu'au 6 mai 1966, date d'expiration du mandat de Sir Otto Niemeyer. Le Président lui a souhaité la bienvenue lorsqu'il a assisté pour la première fois à une séance du Conseil.

Les mandats de membres du Conseil de M. Blessing, Président de la Deutsche Bundesbank, et du Dr Brinckmann venaient à expiration le 31 mars et le 31 mai 1965 respectivement. Le Président du Conseil d'administration a annoncé à la séance du 8 mars 1965 que les administrateurs d'office du Conseil avaient, conformément à l'article 28 (2), paragraphe 3 des Statuts, réélu M. Blessing et le Dr Brinckmann pour de nouvelles périodes de trois ans qui prendront fin respectivement les 31 mars et 31 mai 1968.

Le Dr W. Schwegler, qui avait été élu membre du Conseil conformément à l'article 28 (3) des Statuts et dont le mandat venait à expiration le 31 mars 1965, a été réélu, à la séance du 8 mars 1965, pour une nouvelle période de trois ans qui prendra fin le 31 mars 1968.

A la séance du Conseil du 11 janvier 1965, le Président a annoncé que M. Brunet avait nommé M. Gilbert Bouchet, Directeur Général du Service Etranger de la Banque de France, pour être son second suppléant en remplacement de M. Julien-Pierre Koszul qui a pris sa retraite à la Banque de France. La Banque exprime sa reconnaissance à M. Koszul pour les précieux services qu'il lui a rendus pendant de longues années.

M. F. G. Conolly, l'un des Directeurs de la Banque depuis 1948, a pris sa retraite à la fin de mars 1965. A la séance du Conseil tenue le 8 mars 1965, le Président a, au nom du Conseil, exprimé sa gratitude à M. Conolly pour l'excellent travail qu'il a accompli et les services dévoués qu'il a rendus pendant plus de trente-trois ans.



Au cours de la séance qu'il a tenue le 8 mars 1965, le Conseil a nommé Directeur de la Banque, à dater du 1<sup>er</sup> avril 1965, le Dr Antonio Rainoni, précédemment Directeur Adjoint au Département Monétaire et Economique.

M. Malcolm Parker, Directeur Adjoint Administratif, a pris sa retraite à la fin de novembre 1964. Au cours de la séance tenue le 9 novembre 1964, le Président l'a remercié de ses précieux et fidèles services.

A la séance du 9 novembre 1964, le Président a annoncé que M. Jan Knap, précédemment Sous-Directeur, était nommé Directeur Adjoint à dater du 1<sup>er</sup> décembre 1964.

## CONCLUSION

L'an passé, la situation économique en Amérique du Nord comme en Europe occidentale a été généralement caractérisée par un haut degré d'activité; les problèmes posés aux autorités dans le domaine de l'économie interne et en matière de balance des paiements ont, toutefois, revêtu, aux Etats-Unis, en Grande-Bretagne et sur le continent européen, un aspect complètement différent.

Aux Etats-Unis, l'activité intérieure a reçu une vive impulsion du fait de larges dégrèvements fiscaux et la production a continué de progresser à grande allure. La phase ascendante du cycle actuel dure — et ce fait est notable — depuis quatre ans et demi; c'est en temps de paix la plus longue période de croissance ininterrompue de l'histoire économique américaine. Un tel résultat a pu être atteint non seulement au moyen d'un dosage judicieux de dispositions d'ordre économique général visant à stimuler les forces du marché, mais aussi grâce aux réactions mesurées du secteur privé de l'économie lui-même. Les relèvements de salaires sont généralement restés dans les limites de l'accroissement de productivité, et la stabilité des prix a été maintenue. En outre, l'expansion des différentes composantes de la demande — tant pour les investissements que pour la consommation — n'a pas été caractérisée par l'apparition de ces distorsions qui ont si fréquemment marqué, précédemment, les phases ascendantes du cycle économique. Tout en demeurant une source de préoccupations, le niveau du chômage a été en recul sensible par rapport à celui qui existait il y a un an. La poursuite du mouvement d'expansion est, à l'heure actuelle, prévisible.

Le principal problème devant lequel les Etats-Unis se sont encore trouvés pendant l'année écoulée a trait à la balance des paiements. Pendant la majeure partie de 1964, la situation des paiements extérieurs paraissait en voie d'amélioration: le solde des opérations courantes devenait plus favorable et la taxe de péréquation de l'intérêt appliquée aux achats de valeurs étrangères semblait devoir limiter les sorties de capitaux. Au cours du quatrième trimestre, par contre, ces sorties s'accéléraient sensiblement, en particulier sous forme d'avances bancaires, et de nouvelles mesures s'imposèrent pour rétablir un raisonnable équilibre. La méthode choisie par les autorités en février 1965 a consisté à mettre en application un programme de restrictions volontaires affectant non seulement les banques mais les activités extérieures des autres institutions financières et des grandes entreprises industrielles. La réaction initiale a été favorable, mais il serait prématuré de prétendre que, pour

résoudre le problème persistant de la balance des paiements, le succès du programme est acquis. En premier lieu l'amélioration déjà obtenue résulte, dans une large mesure, du rapatriement des fonds abondants existant à l'étranger après les sorties massives des quatre mois précédents. Par ailleurs, le succès durable du programme n'implique pas seulement le rétablissement de l'équilibre des comptes extérieurs, mais le renforcement même de la position des réserves. Pour obtenir ce résultat, un effort continu s'imposera.

En Grande-Bretagne, pendant la majeure partie de l'année écoulée, l'objet de la politique économique a été d'obtenir un taux d'expansion convenable, de façon à échapper à l'état de stagnation relative si souvent caractéristique des dix années précédentes. Les autorités ont bien compris que cet effort comportait des risques pour la balance des paiements du fait de la position quelque peu désavantageuse de l'économie britannique dans la concurrence internationale. Elles espéraient, toutefois, qu'en combinant amélioration de la productivité et modération des salaires, le déficit extérieur pourrait être maintenu dans des limites raisonnables, et que, grâce à un renforcement de la position concurrentielle, il pourrait même disparaître ultérieurement et sans trop tarder.

En fait, les forces de la demande se sont révélées plus intenses que prévu. Les investissements du secteur public et du secteur privé, comme les achats de biens de consommation durables, automobiles principalement, se sont développés avec une amplitude inhabituelle, ce qui provoqua une forte aggravation du déficit de la balance des paiements, les importations montant en flèche et les possibilités d'exportation plafonnant du fait de la vigueur de la demande interne. En même temps, le chômage fléchissait sensiblement et les tensions sur le marché du travail se manifestaient par l'accélération du mouvement de hausse des salaires.

Les pouvoirs publics ont d'abord essayé de faire face à la situation en s'attaquant directement au déficit extérieur par l'institution de la surtaxe temporaire aux importations — toujours avec l'espoir de rétablir la position fondamentale de la livre par des mesures à long terme. Cette attitude conduisit à un mouvement de défiance à l'égard du sterling et à une importante fuite de capitaux. Une aide extérieure de grande amplitude devint nécessaire pour maintenir la stabilité de la livre, et le taux d'escompte fut porté à 7% pour contribuer à enrayer le mouvement.

L'adoption d'une politique de contraction de la demande se précisa, peut-on dire, lors de la présentation du budget d'avril 1965, et l'aggravation de la fiscalité incluse dans ce budget fut bientôt suivie de mesures destinées à contenir étroitement l'expansion du crédit bancaire. En outre, le gouvernement proclama nettement sa ferme résolution de défendre la parité du sterling. Dans de telles circonstances, la tenue de cette devise sur le marché s'améliora et, à vrai dire, le déficit des paiements

courants est bien moindre qu'il y a douze mois. Les pourcentages d'augmentations de salaires demeurent toutefois élevés et la continuation du déficit de la balance des paiements est prévue pour encore fort longtemps en 1966. Il est donc clair que la politique restrictive devra être poursuivie dans les mois à venir et peut-être même renforcée.

En Europe de l'Ouest, l'an passé, les autorités ont généralement maintenu ou intensifié les dispositions visant à contenir les tensions inflationnistes. Cet effort a eu quelque mesure de succès, encore que la situation ne puisse être jugée satisfaisante. Les prix de gros sont plus proches de la stabilité que ce ne fut le cas il y a un an et le pourcentage de hausse des prix de détail est peut-être inférieur de moitié. Les salaires, en revanche, augmentent toujours à une cadence élevée en dépit de l'atténuation des tensions sur le marché de la main-d'œuvre dans certains pays. Cette situation souligne la nécessité, pour toutes les parties en présence, d'élaborer en commun une politique efficace des revenus permettant aux uns et aux autres de recueillir les fruits d'une croissance économique convenable dans un climat de stabilité financière. Nombreux sont les pays ayant atteint le stade à partir duquel un nouvel affaiblissement de la capacité concurrentielle pourrait soulever des problèmes difficiles de balance des paiements.

Pour un temps déjà, l'expansion de la production a été, dans plusieurs pays du continent, beaucoup plus modérée, en partie du fait des mesures prises pour combattre l'inflation, et il est clair que la croissance sera cette année inférieure à celle de l'an dernier. Il y a des pays comme l'Italie et, à un bien moindre degré la France, qui disposent à présent d'une marge de ressources inutilisées. Le recours à des mesures de politique économique propres à stimuler l'emploi plus complet de ces ressources se trouve toutefois limité par le risque de provoquer un nouveau cycle de hausse des prix.

Le déséquilibre des paiements entre les Etats-Unis et l'Europe s'est trouvé sensiblement réduit au cours des derniers mois comme conséquence directe de l'application du programme de restrictions volontaires aux Etats-Unis, ainsi que des mesures particulières adoptées dans plusieurs pays du continent pour limiter les entrées de capitaux. Si la nécessité d'un recours à des mesures directes pour exercer, par moment, un contrôle des mouvements de capitaux peut se concevoir, il y a lieu cependant de s'inquiéter des limitations ainsi apportées à la convertibilité. Outre que ces mesures risquent de perdre de leur efficacité avec le temps, elles impliquent surtout que, pour redresser un déséquilibre de caractère global, il y ait lieu de rectifier les transferts de capitaux, de préférence à tout autre élément de la balance des paiements. Il y a là une source dangereuse de distorsions accrues si, de façon sous-jacente, le défaut d'équilibre entre pays, au regard des taux d'intérêt et des disponibilités de capitaux, demeure négligé. Aux Etats-Unis, le vif mouvement d'expansion

engendré par les dégrèvements fiscaux a fourni l'occasion d'appliquer une politique monétaire plus restrictive pour améliorer les comptes extérieurs; peu a été accompli en ce domaine. En Europe, parallèlement, la nécessité de suivre une politique interne restrictive aurait pu se manifester davantage par des mesures d'ordre fiscal ou budgétaire de façon à rendre la politique monétaire plus dépendante des considérations extérieures. En l'espèce, de l'orientation à la hausse des taux d'intérêt en Europe, il ne fallait guère attendre une correction du déséquilibre monétaire international.

Ces constatations ne sont pas sans connexion avec la controverse engagée déjà depuis quelques années, et sans grande indication d'un rapprochement des points de vue, sur le sujet du mécanisme international des paiements. La diversité même des arrangements élaborés pour aider les pays en déficit prouve abondamment que les difficultés ne résident pas dans une quelconque pénurie de liquidités, mais dans le processus d'ajustement des principales positions débitrices ou créancières. Comme il ne peut être escompté que ce processus prenne place de façon automatique, c'est aux insuffisances des politiques économiques nationales elles-mêmes qu'incombe la responsabilité du défaut d'ajustement. En ce domaine, la charge première reposera toujours sur les pays en déficit; les pays en excédent ne peuvent, pour autant, se soustraire à leur part de fardeau pour que le système fonctionne avec efficacité.

Pour la première fois depuis plusieurs années se présente la perspective d'une réduction appréciable du déséquilibre des paiements entre les Etats-Unis et l'Europe. Si cette possibilité se réalise, le problème, jusqu'ici potentiel, de l'imperfection des méthodes d'accroissement des réserves revêtira peut-être un caractère plus concret. Envisagé du point de vue des réserves globales, ce problème est encore lointain et il s'écoulera vraisemblablement beaucoup de temps avant que le système dans son ensemble souffre d'une pénurie de liquidités. Vu sous l'angle de la marge optimale d'accroissement annuel des réserves propres à chaque pays, il en va différemment et il n'est pas exclu que diverses nations se sentent, avant trop longtemps, défavorablement affectées. Un retour à l'équilibre des comptes des pays à monnaies de réserve créerait les conditions propres à des discussions plus fructueuses que par le passé.

Le Directeur Général

GABRIEL FERRAS

**BILAN ET COMPTE DE PROFITS ET PERTES**  
**AU 31 MARS 1965**

# BILAN AU

ACTIF

EN FRANCS OR (UNITÉS DE 0,290 322 58 ...)

		%
<b>Or en lingots et monnayé</b> ... ..	3.397.865.567	43,3
<b>Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue</b> ... ..	300.198.862	3,8
<b>Bons du Trésor réescomptables</b> ... ..	270.274.968	3,4
<b>Effets et titres remobilisables sur demande</b> ... ..	62.758.261	0,8
<b>Dépôts à terme et avances</b>		
A 3 mois au maximum ... ..	1.572.282.567	20,0
» 3 » » » (or) ... ..	3.405.463	0,1
De 3 à 6 mois ... ..	528.668.158	6,7
De 6 à 9 mois ... ..	20.711.786	0,3
De 9 à 12 mois ... ..	56.674.603	0,7
A plus d'un an ... ..	8.591.459	0,1
	<u>2.190.334.036</u>	
<b>Autres effets et titres</b>		
<b>Or</b>		
A 3 mois au maximum ... ..	284.223.958	3,6
De 3 à 6 mois ... ..	63.207.638	1,1
De 6 à 9 mois ... ..	26.770.739	0,3
De 9 à 12 mois ... ..	19.036.823	0,2
<b>Monnaies</b>		
A 3 mois au maximum ... ..	935.403.232	11,9
De 3 à 6 mois ... ..	27.450.592	0,4
De 6 à 9 mois ... ..	15.325.381	0,2
De 9 à 12 mois ... ..	34.856.310	0,5
A plus d'un an ... ..	133.022.928	1,7
	<u>1.559.297.601</u>	
<b>Actifs divers</b> ... ..	1.360.029	0,0
<b>Immeubles et installations</b> ... ..	1	0,0
<b>Fonds propres utilisés</b> en exécution des Accords de La Haye de 1930 pour placements en Allemagne (voir ci-dessous) ... ..	68.291.223	0,9
	<u>7.850.360.538</u>	<u>100</u>
<b>Exécution des Accords</b>		
<b>Fonds placés en Allemagne (voir Note 2)</b>		
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>	
<b>COMPTES D'ORDRE</b>		
a) Opérations à terme sur or:		
Solde net: or à recevoir (monnaies à livrer) ... ..	650.498.448	
b) Fonds, effets et autres titres gérés ou détenus par la Banque pour le compte de tiers:		
Or sous dossier ... ..	1.382.422.831	
Avoirs en banque ... ..	38.886.250	
Effets et autres titres sous dossier ... ..	780.407.060	

A MESSIEURS LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET ACTIONNAIRES DE LA BANQUE

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 1965

# 31 MARS 1965

GRAMME D'OR FIN — ART. 5 DES STATUTS)

PASSIF

			%
<b>Capital</b>			
Autorisé et émis 200.000 actions de 2.500 frs. or chacune	500.000.000		
libérées de 25% ... ..		125.000.000	1,6
<b>Réserves</b>			
Fonds de Réserve Légale ... ..	12.500.000		
Fonds de Réserve Générale ... ..	13.342.650		
<b>Dépôts (or)</b>			
		25.842.650	0,3
<b>Banques centrales</b>			
De 9 à 12 mois ... ..	27.583.556		0,4
De 6 à 9 mois ... ..	72.518.971		0,9
A 3 mois au maximum ... ..	843.674.108		10,7
A vue ... ..	2.706.492.795		34,5
<b>Autres déposants</b>			
A 3 mois au maximum ... ..	137.820.884		1,8
A vue ... ..	344.825.556		4,4
<b>Dépôts (monnaies)</b>			
		4.132.915.570	
<b>Banques centrales</b>			
A plus d'un an ... ..	70.266.697		0,9
De 9 à 12 mois ... ..	56.929.960		0,7
De 6 à 9 mois ... ..	35.266.051		0,4
De 3 à 6 mois ... ..	396.425.706		5,1
A 3 mois au maximum ... ..	1.796.412.899		22,9
A vue ... ..	28.882.399		0,4
<b>Autres déposants</b>			
De 6 à 9 mois ... ..	15.487.615		0,2
De 3 à 6 mois ... ..	49.506.159		0,6
A 3 mois au maximum ... ..	333.208.702		4,2
A vue ... ..	37.619.310		0,5
<b>Effets</b>			
		2.820.005.488	
De 6 à 9 mois ... ..	45.610.505		0,6
De 3 à 6 mois ... ..	89.152.784		1,1
A 3 mois au maximum ... ..	330.156.420		4,2
		463.919.709	
<b>Divers</b>			
		36.933.085	0,5
<b>Comptes de profits et pertes</b>			
Report de l'exercice social clos le 31 mars 1964 ...	8.744.892		
Bénéfice de l'exercice social clos le 31 mars 1965 ...	22.519.144		
		31.264.036	0,4
<b>Provision pour charges éventuelles</b>			
		214.500.000	2,7
		<u>7.850.380.538</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

297.200.598

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<sup>er</sup> 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.

## DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX A BÂLE.

social ayant pris fin le 31 mars 1965, 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 1965

		Francs or
Revenu net provenant de l'utilisation des fonds propres de la Banque et des dépôts qui lui ont été confiés ... ..		41.328.706
Commission en qualité de Mandataire (Trustee), etc. ... ..		705.958
<b>Frais d'administration:</b>		<b>42.034.664</b>
Conseil d'administration — indemnités et frais de voyage	301.786	
Direction et personnel — traitements, contributions pour pensions et frais de voyage ... ..	6.151.635	
Loyer, assurance, chauffage, électricité ... ..	29.409	
Aménagement et réparation des Immeubles, entretien du matériel ... ..	462.833	
Fournitures de bureau, livres, périodiques, frais d'impression ... ..	347.515	
Téléphone, télégraphe et frais postaux ... ..	194.741	
Rémunération d'experts (commissaires-vérificateurs, interprètes, économistes, etc.) ... ..	65.782	
Imposition cantonale ... ..	35.149	
Divers ... ..	302.891	
	7.891.741	
Moins: Montants récupérables pour frais de la Banque en tant qu'Agent de l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (Accord Monétaire Européen) ... ..	376.221	7.515.520
		<b>34.519.144</b>
Le Conseil d'administration a décidé qu'il est nécessaire de verser:		
à la provision pour frais d'administration exceptionnels	1.500.000	
à la provision pour charges éventuelles ... ..	10.500.000	12.000.000
<b>BÉNÉFICE NET</b> de l'exercice clos le 31 mars 1965 ... ..		<b>22.519.144</b>
à ajouter: Solde reporté de l'exercice précédent ... ..		8.744.892
Montant disponible ... ..		<b>31.264.036</b>
que le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale annuelle convoquée pour le 14 juin 1965 d'affecter comme suit:		
Dividende de 37,50 francs or, augmenté d'un montant de 70,— francs or, dont l'effet est de porter à 107,50 francs or la répartition par action et de réduire le montant du dividende cumulatif non déclaré de 199,47 francs or à 129,47 francs or par action ... ..		21.500.000
Report à nouveau ... ..		9.764.036
		<b>31.264.036</b>

## CONSEIL D'ADMINISTRATION

Dr M. W. Holtrop, Amsterdam      Président du Conseil d'administration,  
Président de la Banque  
Maurice Frère, Bruxelles      Vice-Président

Hubert Ansiaux, Bruxelles  
M. J. Babington Smith, Londres  
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  
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  
Gilbert Bouchet, Paris  
M. H. Parsons, Londres, ou  
R. G. Raw, Londres  
Cecil de Strycker, Bruxelles

### DIRECTION

Gabriel Ferras	Directeur Général
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
Dr Antonio Rainoni	Directeur

---

Georges Royot	Directeur Adjoint
Jan Knap	Directeur Adjoint