

ERRATUM

Une erreur d'impression s'est glissée, à notre vif regret, dans le tableau de la page 185. La deuxième et la cinquième colonne de ce tableau doivent porter le titre «Engagements», et la troisième et la sixième colonne le titre «Avoirs». Cette disposition est identique à celle des tableaux des pages précédentes.

**BANQUE DES  
RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX**

**TRENTE-SIXIÈME RAPPORT ANNUEL**

**1<sup>ER</sup> AVRIL 1965 – 31 MARS 1966**

**BÂLE**

**13 JUIN 1966**

## TABLE DES MATIÈRES

	Page
<b>Introduction</b> . . . . .	1
<b>Première Partie - Tendances générales de la politique économique en 1965/66</b> . . . . .	3
Etats-Unis (p. 3); Grande-Bretagne (p. 8); évolution de la situation économique dans les pays occidentaux du continent européen (p. 14); Europe orientale (p. 26); la surveillance multilatérale des opérations de financement des excédents et des déficits de paiements (p. 29): <i>Italie</i> (p. 30), <i>France</i> (p. 32), <i>Grande-Bretagne</i> (p. 34), <i>Etats-Unis</i> (p. 38); l'or: situation de l'offre et de la demande (p. 41); les compléments de l'or (p. 48)	
<b>Deuxième Partie - Examen de l'évolution économique et monétaire</b> . . . . .	53
<b>I. Évolution et politique du crédit</b> . . . . .	53
Taux d'intérêt et flux de capitaux (p. 53); le contrôle sélectif des mouvements de capitaux (p. 60); marchés des capitaux et émissions d'emprunts internationaux (p. 66); évolution du crédit dans divers pays (p. 71): <i>Etats-Unis</i> (p. 71), <i>Canada</i> (p. 76), <i>Grande-Bretagne</i> (p. 78), <i>République fédérale d'Allemagne</i> (p. 85), <i>Suisse</i> (p. 89), <i>France</i> (p. 91), <i>Italie</i> (p. 94), <i>Pays-Bas</i> (p. 97), <i>Belgique</i> (p. 99), <i>Autriche</i> (p. 102), <i>Espagne</i> (p. 103), <i>Danemark</i> (p. 105), <i>Norvège</i> (p. 107), <i>Suède</i> (p. 108), <i>Finlande</i> (p. 110), <i>Japon</i> (p. 112)	
<b>II. Echanges et paiements internationaux</b> . . . . .	114
Commerce mondial (p. 114); balances des paiements (p. 119): <i>Etats-Unis</i> (p. 119), <i>Canada</i> (p. 124), <i>pays d'Europe occidentale</i> (p. 126), <i>Grande-Bretagne</i> (p. 128), <i>France</i> (p. 132), <i>République fédérale d'Allemagne</i> (p. 134), <i>Italie</i> (p. 137), <i>Belgique</i> (p. 139), <i>Pays-Bas</i> (p. 140), <i>Autriche</i> (p. 142), <i>Suisse</i> (p. 142), <i>Danemark</i> (p. 143), <i>Finlande</i> (p. 144), <i>Norvège</i> (p. 145), <i>Suède</i> (p. 145), <i>Espagne</i> (p. 146), <i>Grèce</i> (p. 148), <i>Irlande</i> (p. 148), <i>Islande</i> (p. 148), <i>Turquie</i> (p. 148), <i>Japon</i> (p. 148); politique commerciale (p. 150)	
<b>III. Or, réserves monétaires et changes</b> . . . . .	152
Production et marchés de l'or (p. 153); les liquidités internationales (p. 156); Fonds Monétaire International (p. 157); encaisses-or (p. 161); avoirs en devises étrangères (p. 163); mouvements monétaires en Europe (p. 166): <i>République fédérale d'Allemagne</i> (p. 169), <i>Suisse</i> (p. 170), <i>Belgique</i> (p. 171), <i>Pays-Bas</i> (p. 172), <i>Espagne</i> (p. 172), <i>Autriche</i> (p. 173), <i>Portugal</i> (p. 173), <i>Norvège</i> (p. 173), <i>Danemark</i> (p. 173), <i>Suède</i> (p. 174), <i>Finlande</i> (p. 174); autres mouvements monétaires (p. 174): <i>Canada</i> (p. 174), <i>Japon</i> (p. 174); marchés des changes (p. 175): <i>livre sterling</i> (p. 175), <i>franc suisse</i> (p. 177), <i>deutsche mark</i> (p. 179), <i>autres monnaies européennes</i> (p. 179); autres modifications dans le domaine des changes (p. 180)	

	Page
<b>IV. Le marché des «Euro-Monnaies» . . . . .</b>	<b>182</b>
<i>Variations des positions globales (p. 182); évolution dans les divers pays qui communiquent des renseignements (p. 187); structure et dimensions du marché (p. 190); mouvements des taux d'intérêt (p. 196)</i>	
<b>V. Accord Monétaire Européen . . . . .</b>	<b>200</b>
<i>Prorogation de l'Accord (p. 200); opérations effectuées au titre de l'Accord (p. 201); Fonds européen (p. 201), Système multilatéral de règlements (p. 204); fonctionnement de l'Accord Monétaire Européen (p. 204)</i>	
 <b>Troisième Partie - Opérations de la Banque . . . . .</b>	 <b>206</b>
<i>Activité du Département bancaire (p. 206): composition des ressources (p. 207), utilisation des ressources (p. 210); les actifs et les passifs de la Banque liés à l'exécution des Accords de La Haye de 1930 (Plan Young) (p. 215); la Banque comme Mandataire (Trustee) et Agent financier d'emprunts publics internationaux (p. 217); 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. 219); la Banque comme Agent de l'O.C.D.E. (Accord Monétaire Européen) (p. 221); développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales (p. 221); résultats financiers (p. 222); modifications dans la composition du Conseil d'Administration et de la Direction (p. 223)</i>	
 <b>Conclusion . . . . .</b>	 <b>224</b>

\* \* \*

Bilan au 31 mars 1966 et compte de profits et pertes de l'exercice clos le 31 mars 1966.

## LISTE DES TABLEAUX ET DES GRAPHIQUES

(Les graphiques sont indiqués par un astérisque.)

	Page
<b>Première Partie - Tendances générales de la politique économique en 1965/66</b>	
Royaume-Uni: Budget . . . . .	12
Produit national brut et ses composantes . . . . .	15
Production industrielle* . . . . .	20
Prix de gros, prix à la consommation et salaires dans l'industrie* . . . . .	22
Economies planifiées à l'échelon central:	
Revenu national, production industrielle et productivité . . . . .	27
Italie: Mouvements monétaires avec l'étranger . . . . .	30
France: Mouvements monétaires avec l'étranger . . . . .	33
Grande-Bretagne: Mouvements monétaires avec l'étranger . . . . .	35
Etats-Unis: Mouvements monétaires avec l'étranger . . . . .	39
Offre d'or neuf . . . . .	43
Offre et utilisation de l'or . . . . .	45
<b>Deuxième Partie - Examen de l'évolution économique et monétaire</b>	
<b>I. Évolution et politique du crédit</b>	
Taux d'intérêt* . . . . .	55
Épargne nationale brute et investissements bruts . . . . .	57
Taux d'escompte officiels . . . . .	60
Marché des capitaux: Montant net des émissions . . . . .	67
Etats-Unis:	
Flux nets de crédit* . . . . .	72
Origines et utilisations des capitaux des sociétés . . . . .	75
Grande-Bretagne: Fluctuations des investissements et de la balance des paiements . . . . .	79
Système bancaire: Evolution de la situation monétaire . . . . .	84
<b>II. Echanges et paiements internationaux</b>	
Commerce international . . . . .	114
Echanges extérieurs d'un groupe de pays industrialisés* . . . . .	116
Balance mondiale des paiements . . . . .	118
Etats-Unis: Balance des paiements . . . . .	121
Canada: Balance des paiements . . . . .	125
Pays d'Europe occidentale: Balance des paiements . . . . .	127
Grande-Bretagne: Balance des paiements . . . . .	129

	Page
France: Balance des paiements . . . . .	132
Allemagne: Balance des paiements . . . . .	135
Italie: Balance des paiements . . . . .	138
Pays-Bas: Balance des paiements . . . . .	141
Espagne: Balance des paiements . . . . .	146
Japon: Balance des paiements . . . . .	149

### III. Or, réserves monétaires et changes

Cours de l'or sur le marché de Londres* . . . . .	155
Liquidité internationale des divers pays du monde . . . . .	156
Fonds Monétaire International:	
Opérations sur devises . . . . .	158
Avoirs en monnaies de certains Etats membres . . . . .	160
Encaisses-or dans le monde . . . . .	161
Modifications des avoirs en dollars de divers pays . . . . .	164
Pays d'Europe occidentale: Mouvements monétaires . . . . .	166
Pays d'Europe, Canada et Japon: Positions monétaires extérieures . . . . .	168
Cours du change de la livre par rapport au dollar* . . . . .	175
Cours du dollar des Etats-Unis sur le marché des changes d'Europe* . . . . .	178

### IV. Le marché des «Euro-Monnaies»

Engagements et avoirs à court terme des banques commerciales en certaines monnaies étrangères envers des non-résidents . . . . .	183
Engagements et avoirs à court terme des banques commerciales en certaines monnaies étrangères envers des non-résidents, non compris les positions à l'égard du pays d'émission des monnaies en cause . . . . .	184
Positions à court terme en dollars, envers des non-résidents, des banques qui communiquent des renseignements . . . . .	185
Positions en dollars de banques européennes appartenant à des pays communiquant des renseignements envers l'extérieur et l'intérieur d'une zone formée par les pays en question. . . . .	191
Estimation du volume des transactions sur le marché de l'Euro-dollar . . . . .	192
Avoirs et engagements à court terme de banques commerciales en certaines monnaies étrangères envers des non-résidents* . . . . .	195
Taux d'intérêt sur les places de Londres et de New York*. . . . .	197

### V. Accord Monétaire Européen

Fonds européen:	
Crédits accordés . . . . .	202
Utilisation des crédits consentis . . . . .	203
Situation des comptes . . . . .	205

**Troisième Partie - Opérations de la Banque**

Bilans annuels . . . . .	206
Comptes d'ordre . . . . .	207
Passifs* . . . . .	207
Composition des ressources . . . . .	208
Ressources d'après leur origine . . . . .	209
Ressources d'après leur nature et leur durée . . . . .	209
Encaisse et placements totaux . . . . .	210
Position-or . . . . .	211
Actifs*. . . . .	211
Dépôts à terme et avances, autres effets et titres . . . . .	214
Exécution des Accords de La Haye de 1930 . . . . .	215
Emprunt extérieur allemand 1924 (Emprunt Dawes) . . . . .	218
Emprunt international 1930 du gouvernement allemand (Emprunt Young) . . . . .	218
Emprunt international de la République fédérale d'Autriche 1930 . . . . .	219
Emprunts garantis de la Haute Autorité de la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier . . . . .	220

# TRENTE-SIXIÈME RAPPORT ANNUEL

soumis à

l'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE

de la

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

tenue à

Bâle, le 13 juin 1966.

Messieurs,

J'ai l'honneur de vous soumettre le Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif au trente-sixième exercice, commencé le 1<sup>er</sup> avril 1965 et clos le 31 mars 1966. 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 1966.

Le trente-sixième exercice s'est clos par un excédent de recettes de 38.578.751 francs or, contre 34.519.144 francs or pour l'exercice précédent. Après déduction de 1.000.000 de francs or transférés à la provision pour frais d'administration exceptionnels et de 15.000.000 de francs or transférés à la provision pour charges éventuelles, le bénéfice net s'élève à 22.578.751 francs or, contre 22.519.144 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 15.000.000 de francs or, représentera une distribution extraordinaire de 75 francs or par action. Dans ces conditions, le montant de la distribution totale atteindra cette année la somme de 112,50 francs or, payable en francs suisses, à raison de 160,75 francs suisses par action.

La Première Partie du présent Rapport traite des tendances générales de la politique économique en Europe et aux Etats-Unis en 1965 et durant les premiers mois de 1966. 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-monnaies; 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 1965/66.

Dans la majeure partie des pays industrialisés d'Europe occidentale et aux Etats-Unis, la situation économique est actuellement caractérisée par des excédents de demandes et par des pressions à la hausse sur les prix. Aussi les mesures de politique économique sont-elles axées sur des restrictions qui ne revêtent toutefois pas une vigueur suffisante pour assurer un retour à la stabilité des monnaies. D'autre part – et ce trait est particulièrement significatif – la politique monétaire est utilisée beaucoup plus systématiquement que la politique budgétaire pour contenir les pressions de la demande, de sorte que les taux d'intérêt ont sensiblement augmenté. La France et l'Italie sont des exceptions notables à cette règle. Ayant agi plus tôt pour modérer le boom, elles connaissent maintenant un mouvement d'expansion reposant sur des bases plus saines.

En raison de l'application de mesures restrictives et du mouvement d'inflation, l'accroissement de la production exprimé en termes réels s'est en général ralenti l'an dernier. Dans de nombreux pays d'Europe, à la vérité, la hausse des prix des douze mois écoulés a été supérieure à l'accroissement de la production nationale, ce qui est, on en conviendra, une méthode assez peu orthodoxe pour atténuer des pressions excessives sur les ressources disponibles. Aux Etats-Unis, au contraire, la production s'est encore accrue rapidement, mais la marge de main-d'œuvre non employée et de potentiel productif inutilisé est en train de s'amenuiser.

Au point de vue des paiements internationaux, la situation de nombreux pays du continent s'est aggravée l'an dernier. Dans ce domaine également, la France et l'Italie ont fait exception à la règle, car leurs excédents ont été portés à des niveaux plutôt excessifs. La situation s'est améliorée en ce sens que les déficits des Etats-Unis et de la Grande-Bretagne ont diminué. Toutefois, comme cet objectif a été atteint, dans une large mesure, par l'application de contrôles directs, la nécessité d'un ajustement de certaines forces fondamentales du marché est aussi impérieuse que jamais.

#### **Etats-Unis.**

Du point de vue intérieur et extérieur, l'année 1965 a été marquée par un changement significatif de situation économique qui a conduit les autorités à appliquer leurs moyens d'action dans des directions différentes.

Le mouvement d'expansion économique est maintenant dans sa sixième année et ne donne guère de signes d'une modification de cadence. Pour la première fois en une décennie, la production se situe à un niveau voisin du potentiel disponible, et l'effectif des chômeurs est tombé à un chiffre qui n'avait pas été noté depuis douze ans. En raison même des succès remportés dans la lutte contre le sous-emploi des ressources dont le pays avait souffert pendant la seconde moitié des années 1950, les autorités ont été placées devant de nouveaux problèmes. La politique s'est orientée vers le maintien de l'économie sur le sentier étroit qui sépare l'apparition d'un excédent de demandes et de tensions inflationnistes d'une insuffisance de demandes et d'un taux de croissance peu élevé.

Les encouragements de caractère fiscal ont été, dans une assez large mesure, à l'origine de la vive progression du produit national brut exprimé en termes réels (5,5% l'an dernier et 6% pendant le premier trimestre de 1966). La seconde tranche du programme de dégrèvements d'impôts sur le revenu est entrée en application en janvier 1965; une réduction de grande envergure des droits indirects perçus par le gouvernement fédéral a été accordée au mois de juin suivant; en septembre, les prestations de la sécurité sociale ont été relevées et d'importants paiements avec effet rétroactif ont été effectués; les dépenses civiles du gouvernement fédéral ont eu tendance à augmenter. En outre, le volume des commandes de matériel militaire a fortement progressé, en raison des opérations menées au Viet-nam.

D'un autre côté, l'expansion a été appuyée par les dépenses d'investissement en capitaux fixes des entreprises dont l'accroissement a été de 14% en termes réels, après avoir atteint 10% au cours de l'année précédente. Répondant pleinement à ces puissants encouragements, la consommation des particuliers a progressé de presque 6% en termes réels. En revanche, l'activité dans la branche construction de logements a laissé à désirer et les exportations nettes de marchandises et de services se sont inscrites en recul par rapport à leur niveau très élevé de 1964.

Les progrès de l'économie ont abouti directement à une réduction significative du taux de chômage, en dépit d'un renforcement accentué des effectifs de main-d'œuvre civile et d'un allongement de la durée hebdomadaire moyenne du travail. Le pourcentage général des chômeurs par rapport à l'effectif disponible a fléchi de 5% en décembre 1964 à 4,1% à la fin de 1965 et à 3,8% au printemps de 1966.

Avec l'amenuisement progressif de la marge de ressources productives non utilisées, les prix se sont orientés vers la hausse, et ce mouvement a mis fin à la stabilité qui avait caractérisé jusqu'ici la phase ascendante du cycle. Les augmentations notées en 1965 (4% au stade du gros et presque 3% au stade des prix à la consommation) ont été dues dans une assez large mesure à l'entrée en jeu de facteurs temporaires dans les conditions d'approvisionnement en denrées

alimentaires. Il y a lieu toutefois de signaler qu'une nette tendance à la hausse s'est dessinée pour d'autres marchandises. Du côté des salaires, les résultats obtenus ont été franchement plus satisfaisants. Dans l'ensemble, les relèvements accordés n'ont pas dépassé de beaucoup l'amélioration de la productivité, et les charges salariales par unité produite ont augmenté de 1% seulement. Dans l'industrie de transformation, on estime même qu'en 1965 les charges salariales par unité produite étaient inférieures de quelques fractions de point à celles de 1960.

Les interventions du gouvernement visant à obtenir plus de modération en matière de salaires et de prix ont incontestablement permis de faire échec à des relèvements de caractère inflationniste. C'est ainsi, par exemple, qu'en intervenant activement comme médiateurs lors de la conclusion de la très importante convention collective dans les aciéries en septembre dernier, les pouvoirs publics ont contribué à maintenir les relèvements accordés dans les limites des directives officielles en matière de salaires. De même, en dépit de certaines pressions, les appointements des fonctionnaires ont été augmentés sans dépasser les limites fixées. Sur le front des prix, une série de projets de relèvements (aluminium, cuivre, poutrelles d'acier en particulier) ont été abandonnés ou révisés en baisse, à la suite des fortes pressions exercées par les pouvoirs publics qui ont parfois effectué des prélèvements sur des stocks de produits stratégiques. Il ne fait également aucun doute que la détermination du gouvernement fédéral a contribué à freiner des relèvements dans d'autres branches d'industrie.

Les indices de plus en plus nombreux de tensions relevés pendant l'année passée sous revue ne reflétaient toutefois pas, comme dans de nombreux pays d'Europe, l'existence d'un excédent caractérisé de demandes. Au lieu d'enregistrer des pénuries généralisées, on a constaté une insuffisance de main-d'œuvre dans des branches d'industrie ou dans des régions isolées. Etant donné l'importance du nombre des travailleurs non encore pourvus d'un emploi et la rapidité de l'accroissement de la population en état de travailler, ces pénuries pourraient être atténuées, au bout d'un délai raisonnable, par une formation professionnelle sur place et par une spécialisation plus poussée. De même, en raison de l'importance des investissements récemment effectués, le pourcentage d'utilisation de la capacité productive dans l'industrie de transformation a été porté de 88% en décembre 1964 à 90,5% en mars 1966. Si donc des tensions se sont manifestées au point de vue de la production dans des branches d'industries isolées, les cadences de marche n'ont généralement pas été supérieures à leur niveau optimum.

Pour arrêter les mesures de politique économique répondant aux exigences de la situation, il a fallu tenir compte, d'une part, de la rapidité de l'expansion et, d'autre part, des chances d'une poursuite de ce mouvement à un rythme pouvant conduire à une raréfaction progressive des ressources disponibles. A ces deux égards,

il était souhaitable de passer d'une politique d'encouragements à une politique de modération. S'il était inutile que les mesures tendent à provoquer un recul d'activité, elles devaient cependant être articulées de manière à provoquer un ralentissement du rythme d'augmentation de la demande et à éviter, par-là même, la création d'un climat inflationniste. Pour la première fois depuis l'apparition d'importants déficits extérieurs, il n'existait par conséquent pas de conflit entre les mesures visant à maintenir l'équilibre économique interne et celles ayant pour objet de rétablir l'équilibre de la balance des paiements des Etats-Unis.

Dans ces conditions, la politique monétaire a été orientée vers une moins large aisance dès le début de 1965. Les réserves libres des banques adhérentes ont fléchi, devenant fortement négatives, et ont été maintenues dans cet état jusqu'aux tout derniers jours de 1965. Pendant ce temps, il s'est produit une vive recrudescence des demandes de crédit qui n'a pas tardé à se répercuter sur le coût de celui-ci. Amorcé au cours de l'été, le mouvement de hausse des taux d'intérêt s'est nettement accentué en automne, pour aboutir, au début de décembre, au relèvement de 4 à 4 ½ % du taux de réescompte des banques de réserve fédérale. Malgré le caractère de plus en plus restrictif de la politique monétaire, les encours des banques ont continué de progresser rapidement, en partie parce que les emprunteurs prévoyaient un nouveau resserrement du crédit. Aussi, les taux d'intérêt ont-ils continué de se raffermir en 1966. Contrairement à ce qui s'était passé à un stade antérieur du mouvement actuel d'expansion, la hausse intervenue au cours des neuf mois écoulés n'a pas été limitée au seul compartiment à court terme (où les taux ont progressé d'un point environ); le mouvement s'est étendu aux compartiments à moyen et à long terme, où la hausse a été de l'ordre d'un demi-point.

Dès les premiers mois de 1966, il est apparu à l'évidence qu'on ne pourrait plus compter exclusivement sur la politique monétaire pour obtenir le degré de modération exigé. Etant donné que les taux d'intérêt avaient déjà été portés à des niveaux élevés, du moins en comparaison de ceux généralement pratiqués aux Etats-Unis, qu'il fallait éviter de porter atteinte à la souplesse future de la politique monétaire et que, en particulier, les perspectives d'un accroissement continu des demandes globales permettaient de redouter une intensification des pressions exercées sur le marché, un recours à des restrictions de caractère financier s'imposait. L'économie des Etats-Unis entraînait manifestement dans une nouvelle année d'expansion accélérée, mais en donnant des signes de déséquilibre et en disposant, cette fois, d'une réserve très réduite de main-d'œuvre non employée. Les sociétés formaient le projet de développer leurs investissements en capitaux fixes à un rythme encore plus rapide qu'en 1965; encouragées par un nouveau train de réductions des impôts indirects, les demandes de biens de consommation ne

donnaient guère de signes marqués d'essoufflement; les dépenses du gouvernement fédéral, des Etats et des collectivités locales pour l'exécution de programmes civils étaient à la veille d'augmenter de nouveau; enfin, l'intensification de l'effort de guerre au Viet-nam allait provoquer des prélèvements accrus du gouvernement sur les ressources de main-d'œuvre et de capitaux.

Dans ces conditions, les autorités ont pris, au printemps 1966, quelques mesures restrictives de caractère fiscal et financier. La réduction des droits sur les ventes d'automobiles et les services téléphoniques, entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 1966, a été suspendue pour deux ans; le montant des retenues à la source sur les revenus des particuliers a été relevé, le recouvrement de l'impôt sur les bénéfices des sociétés a été accéléré. En outre, le gouvernement a déclaré qu'il n'hésiterait pas à demander le vote de nouvelles mesures financières restrictives, si, comme il existe des raisons de le prévoir, les dispositions les plus récentes s'avéraient insuffisantes pour combattre les pressions inflationnistes.

De telles mesures, complétant les restrictions de caractère monétaire, seraient aussi apparemment justifiées par des considérations d'ordre externe. Malgré des progrès étendus dans certains domaines, la situation de la balance des paiements des Etats-Unis en 1965 a encore laissé à désirer. Sans doute, le déficit (calculé d'après les variations de la « position de liquidité extérieure » du pays) a-t-il été ramené de \$1,5 à \$1,3 milliard, et aurait-il été encore plus faible si le Trésor britannique n'avait pas mobilisé une importante fraction des valeurs de sociétés américaines qu'il détenait en portefeuille. Cette amélioration de la balance générale des paiements masque toutefois l'apparition d'un certain nombre de phénomènes défavorables, qui compliqueront peut-être sensiblement les efforts déployés en 1966 pour obtenir de nouvelles compressions du déficit.

L'exécution du programme volontaire de restrictions des exportations de capitaux a été, à n'en pas douter, la cause principale de la diminution de près de moitié des sorties de capitaux des Etats-Unis. Les \$3 milliards ainsi économisés ont eu presque entièrement leur contrepartie dans un renversement des mouvements de capitaux à court terme (des sorties de \$2 milliards en 1964 ayant fait place à un afflux de \$700 millions l'an dernier). Les exportations de capitaux privés à long terme, en revanche, ont peu diminué d'une année à l'autre. L'accélération des sorties provoquée par les investissements directs des entreprises américaines à l'étranger a compensé la réduction massive des prêts à long terme accordés à des étrangers par les banques des Etats-Unis; par ailleurs, les achats de valeurs mobilières étrangères pour le compte de résidents des Etats-Unis ont atteint un montant aussi élevé que pendant l'année précédente.

Les deux tiers au moins de l'amélioration des postes de la balance des paiements enregistrant les mouvements de capitaux privés ont été toutefois annulés

par un fléchissement de \$2 milliards des excédents de la balance commerciale. Les importations ont augmenté, en effet, à un rythme encore plus rapide que les demandes d'origine interne, pendant que les exportations faisaient peu de progrès, en partie en raison du ralentissement du mouvement de croissance économique en Europe, en Amérique latine et au Japon.

Au début de 1966, les autorités devaient donc prévoir que certains facteurs ayant exercé, l'an dernier, des répercussions défavorables sur la balance des paiements continueraient vraisemblablement de jouer. Avec, en particulier, la persistance d'un vigoureux mouvement d'expansion à l'intérieur, on pouvait penser que les importations continueraient de s'accroître rapidement, alors que la conduite de la guerre au Viet-nam provoquait un accroissement des dépenses à l'étranger. De surcroît, les résultats remarquables obtenus, en 1965, à la suite de l'application du programme de redressement de la balance des paiements, laissaient prévoir que la réduction des sorties de capitaux, d'une année à l'autre, serait moins accentuée en 1966. Il était permis, il est vrai, d'escompter de nouvelles améliorations, parce que le programme avait été complété en décembre et que son efficacité avait été renforcée par l'adoption de conditions plus strictes d'accès au crédit. La situation appelait ainsi la même politique restrictive que celle exigée par les considérations d'ordre interne.

### **Grande-Bretagne.**

Il y a un an, le problème immédiat de l'économie de la Grande-Bretagne était l'importance du déficit de la balance des paiements et le manque de confiance envers la livre sterling. Derrière ces manifestations, on décelait l'existence d'un volume excessif de demandes d'origine interne, qui faisaient pression sur les ressources productives et provoquaient, en même temps qu'un déséquilibre accentué de la balance commerciale, une inflation des coûts de production et des prix intérieurs.

Pour faire face à cette situation, les autorités ont introduit une série de mesures visant à freiner les demandes d'origine interne. Le projet de budget d'avril 1965 prévoyait des relèvements d'impôts directs et indirects qui devaient, selon les estimations, fournir au Trésor £164 millions de recettes supplémentaires pendant l'exercice financier. L'aggravation de la fiscalité a été accompagnée d'un durcissement de la politique monétaire: les banques ont dû effectuer des versements à leurs comptes spéciaux à la Banque d'Angleterre; elles ont été invitées à ne pas compenser l'affaiblissement de leur position de liquidité provoqué par ces transferts en vendant des valeurs du Trésor. En outre, la Banque d'Angleterre a demandé aux banques de ne pas accroître de plus de 5% les avances octroyées au secteur

privé de l'économie, pendant la période comprise entre le 15 mars 1965 et le 15 mars 1966. A la fin juillet, ces dispositions ont été complétées par un ensemble de moyens tendant à obtenir un nouvel effet de contraction sur la demande: les conditions générales des ventes à tempérament ont été rendues plus difficiles, des restrictions ont été apportées à la construction dans le secteur privé de l'économie (logements et bâtiments à usage industriel exceptés); les projets de nouvelles dépenses en capital du secteur public de l'économie, autres que ceux de caractère industriel, ont été révisés en baisse. En elles-mêmes, ces mesures constituaient un programme de restrictions assez énergique et paraissaient pouvoir provoquer un ralentissement du boom vers la fin de 1965. En fait, la pression des demandes sur les ressources disponibles s'est maintenue pendant l'exercice financier 1965-66 et, au moment de la présentation du budget 1966-67, le nombre des chômeurs se tenait à un niveau plus bas qu'un an auparavant.

Ces résultats peuvent être imputés à l'action de deux forces qui ont continué d'accroître, l'an dernier, le volume total des demandes: les dépenses du secteur public et la hausse des salaires. Dans le secteur public de l'économie, les dépenses de consommation des administrations ont augmenté un peu plus que pendant l'année précédente, en raison de l'accroissement des dépenses du gouvernement central. Les dépenses d'investissement du secteur public ont également progressé, à une cadence un peu plus lente il est vrai, principalement en raison de l'exécution des programmes des entreprises nationalisées. Des dispositions ont été prises pour réviser en baisse certains nouveaux programmes d'investissement du secteur public, mais il a fallu un certain temps pour qu'elles commencent de produire leurs effets.

Malgré l'aggravation de la fiscalité, le déficit d'exécution du budget général s'est sensiblement accru: £576 millions pour l'exercice 1965-66, contre £386 millions pendant l'exercice précédent. Un déficit budgétaire de cette importance a eu tendance à atténuer les effets des restrictions de crédit sur la position de liquidité de l'économie britannique. L'expansion des encours des banques envers le secteur privé de l'économie a été maintenue au-dessous du plafond de 5%, mais les dépôts dans les «clearing banks» se sont accrus de 7%, et la masse monétaire globale d'un pourcentage encore plus élevé.

Le mouvement de hausse des salaires a joué un rôle beaucoup plus important dans le maintien des pressions exercées par la demande globale. Pour donner plus d'efficacité à la politique de modération en matière de revenus distribués, le gouvernement avait créé un «Conseil national des prix et des revenus» et proposé de le doter de certains pouvoirs statutaires. Toutefois, étant donné que des négociations en vue d'importants relèvements de salaires étaient en cours, l'action du gouvernement a eu peu d'effets immédiats sur les conventions signées, notamment en raison de la persistance de tensions sur le marché du travail. En 1965, le taux des

salaires horaires a augmenté de 7% environ; comme il s'est produit des mouvements désordonnés de grande envergure, les gains horaires ont progressé de 9,5% en moyenne. A côté de la tension sur le marché de la main-d'œuvre et de l'élan pris par les revendications des salariés, la tendance générale vers une réduction de la durée hebdomadaire normale du travail, de quarante-deux à quarante heures, a contribué à l'accroissement des taux de salaires et des gains effectifs à l'heure.

En raison principalement de la hausse des salaires mais aussi de l'amélioration des prestations de la sécurité sociale et des dividendes distribués, les revenus des particuliers se sont accrus de plus de 7%. Même après avoir tenu compte du relèvement des impôts directs et des cotisations versées à la sécurité sociale, les revenus disponibles des particuliers ont progressé de 5,7%, ce qui a entraîné une augmentation à peu près correspondante, aux prix du marché, des dépenses des consommateurs. Pendant quelques mois après la présentation du projet de budget, les dépenses de consommation ont donné quelques signes de ralentissement, mais elles se sont inscrites en reprise vers la fin de 1965 et au début de 1966.

Un autre facteur, de caractère plus favorable celui-là, ayant contribué à donner du dynamisme aux demandes fut constitué par les exportations, qui se sont accrues de 7%, sur une base annuelle. Les progrès des exportations exprimés en pourcentage sont supérieurs à l'augmentation des dépenses des consommateurs ou du secteur public. En valeur absolue, au contraire, l'augmentation a été beaucoup moins importante, les exportations représentant une fraction moins considérable des utilisations totales de ressources.

Le gonflement de la demande a été absorbé en partie par l'accroissement de la production, mais encore plus par la hausse des prix. Sur la base de prix constants, la production intérieure brute a augmenté de 2,3% en 1965, contre 5,5% au cours de l'année précédente. Le fléchissement du pourcentage d'augmentation de la production totale, en période d'activité des demandes et de recul du chômage, est peut-être dû en partie à la réduction de la durée moyenne du travail. L'explication doit toutefois être recherchée également dans la hausse des prix elle-même. Mis à part la pression exercée par la demande sur les prix, la progression rapide des salaires a provoqué nécessairement une augmentation des coûts de production et s'est répercutée sur les prix de vente, limitant par-là même l'augmentation des demandes réelles. On estime que les charges salariales ont augmenté de 6,5% en 1965. Dans le domaine des prix, la hausse au stade du détail a été de 4,5%, dont un tiers environ s'explique par le relèvement des impôts indirects et autres charges. On a fait remarquer que la politique des revenus a eu temporairement quelque effet pour contenir des relèvements de prix, de sorte qu'au cours des prochains mois, des ajustements faisant suite à l'alourdissement des coûts risquent de se produire.

Dans le climat d'inflation de l'année écoulée, c'est déjà une certaine réussite que d'avoir obtenu une réduction appréciable du déficit de la balance des paiements. Pour les postes enregistrant les transactions courantes et les mouvements de capitaux à long terme, le déficit a été ramené de £769 millions en 1964 à £354 millions en 1965. Au cours du quatrième trimestre de l'an dernier, ces deux postes ont été à peu près équilibrés. La réduction du déficit de la position monétaire extérieure de la Grande-Bretagne a été encore plus accentuée (compression du déficit de £747 à £249 millions d'une année à l'autre), car l'excédent des postes «erreurs et omissions» s'est sensiblement accru. Le redressement s'explique en premier lieu par l'augmentation des exportations à une cadence beaucoup plus satisfaisante que précédemment. L'activité des demandes aux Etats-Unis et en République fédérale d'Allemagne a largement compensé le recul des ventes de la Grande-Bretagne à la France et à l'Italie. En outre, les sorties de capitaux à long terme ont fortement diminué par rapport au niveau très élevé de l'année précédente, en partie à la suite du renforcement des mesures de contrôle des changes en avril, puis en juillet 1965.

Les importations se sont maintenues à un niveau élevé pendant toute l'année 1965 et elles ont même été légèrement supérieures à celles de l'année précédente. On aurait pu s'attendre à un certain ralentissement des achats à l'étranger pour deux raisons: application de la taxe complémentaire à l'importation à partir d'octobre 1964, fléchissement du rythme de constitution des stocks par rapport au niveau élevé de 1964. Le jeu de ces facteurs a été toutefois plus que compensé par l'intensité des pressions exercées par la demande finale d'origine intérieure. La poursuite du boom des investissements, en particulier, a provoqué, de 1964 à 1965, un accroissement de 14% des importations de biens d'équipement. D'un autre côté, la taxe complémentaire à l'importation a évidemment exercé un effet sur les achats de biens de consommation à l'étranger, qui ont diminué de 11%, alors que les dépenses de consommation augmentaient de plus de 5%.

Les premiers mois de 1966 ont été marqués par l'apparition d'indices d'un développement plus rapide de l'activité, accompagné d'une recrudescence correspondante des importations. Cette accélération a été probablement due, en partie, au jeu de facteurs temporaires — accroissement des dépenses des consommateurs en prévision d'un relèvement des impôts indirects en particulier. Néanmoins, la pression fondamentale de la demande n'avait rien perdu de son intensité. Dans ces conditions, les autorités ont annoncé au début de février que les encours des banques et d'autres organismes financiers envers le secteur privé de l'économie ne devraient pas, jusqu'à nouvel avis, dépasser les plafonds fixés à l'origine jusqu'au mois de mars 1966; d'autre part, les conditions générales des ventes à tempérament ont été modifiées une fois de plus dans le sens d'une aggravation.

En avril, de faibles indices de détente sont apparus, mais les demandes atteignaient toujours un niveau trop élevé. Aussi un projet de budget restrictif a-t-il été présenté en mai. Ce projet prévoit, pour l'exercice financier 1966-67, l'application de nouveaux impôts, dont le rendement escompté est de £386 millions, soit une augmentation de recettes de près de 4% par rapport à l'exercice précédent. L'aggravation de la fiscalité représente plus du double de celle résultant des relèvements annoncés dans le projet précédent. En dépit d'une progression continue des dépenses publiques, on estime que l'application des nouveaux impôts, combinée avec l'amélioration du rendement de taxes précédemment votées, permettront de réaliser, sur le budget ordinaire, un excédent supérieur à £1 milliard, soit £358 millions de plus que celui de l'exercice 1965-66. Comme les prêts du Fonds consolidé augmenteront de £69 millions seulement d'un exercice à l'autre, le déficit du budget général devrait être ramené de £576 à £287 millions, soit une compression de £289 millions.

Sur les £386 millions de recettes supplémentaires, £315 millions auront leur source dans l'application d'une taxe sélective sur l'emploi de la main-d'œuvre et n'affecteront par conséquent pas les demandes des consommateurs aussi lourdement qu'une augmentation de la quotité de l'impôt sur le revenu ou un

Royaume-Uni: Budget.

Postes	Exercices financiers				
	1963-64	1964-65	1965-66	1966-67	
	Résultats			Estimations avant   après les modifications apportées au projet	
en millions de £ sterling					
<b>Recettes</b>					
Impôts . . . . .	6.649	7.431	8.324	8.945	9.331
Autres recettes . . . . .	639	726	821	893	893
<b>Total des recettes . . . . .</b>	<b>7.288</b>	<b>8.157</b>	<b>9.145</b>	<b>9.838</b>	<b>10.224</b>
<b>Dépenses</b>					
De fonctionnement des services . . . . .	6.000	6.480	7.140	7.728	7.728
Incombant au Fonds consolidé . . . . .	1.198	1.233	1.316	1.449	1.449
<b>Total des dépenses . . . . .</b>	<b>7.198</b>	<b>7.713</b>	<b>8.456</b>	<b>9.177</b>	<b>9.177</b>
Excédent . . . . .	90	444	689	661	1.047
<b>Prêts accordés par le Fonds consolidé (en chiffres nets) . . . . .</b>	<b>- 527</b>	<b>- 830</b>	<b>- 1.265</b>	<b>- 1.334</b>	<b>- 1.334</b>
<b>Déficit du budget général (-)</b>	<b>- 437</b>	<b>- 396</b>	<b>- 576</b>	<b>- 673</b>	<b>- 287</b>

relèvement des impôts indirects. La nouvelle taxe a pour but d'élargir l'assiette de l'impôt, en l'étendant à la branche des services, et de provoquer un déplacement de main-d'œuvre de cette branche d'activité et de celle du bâtiment vers l'industrie de transformation. Les premiers paiements de la taxe seront exigibles en septembre, et les remboursements, auxquels seules des branches d'activité expressément désignées auront droit, ne commenceront qu'en février 1967. De ce fait, le rendement de la taxe sera plus élevé pendant l'exercice 1966-67 que pendant les suivants, au cours desquels il fléchira à £240 millions. L'annonce de l'application de la taxe sélective aura peut-être quelques effets immédiats d'une portée d'ailleurs limitée, mais ses répercussions commenceront à se faire pleinement sentir en septembre. Les pressions de la demande s'atténueront peut-être au cours des prochains mois, en raison de l'importance des achats de précaution effectués avant la présentation du projet de budget. Une détente comparable avait été notée au cours des mois qui ont suivi la présentation du budget 1965-66.

Le Chancelier de l'Echiquier a par ailleurs annoncé que la taxe complémentaire à l'importation, introduite en 1964, cesserait d'être appliquée en novembre prochain. Pour renforcer la balance des paiements en prévision de l'abolition de cette taxe, les autorités ont dressé un programme de limitation des sorties de capitaux d'investissement à destination des pays développés membres de la zone sterling. Ce programme, dont l'exécution s'effectuera en collaboration avec les principales industries britanniques et sous la surveillance de la Banque d'Angleterre, a pour but de différer, pendant une année ou deux, l'exécution des investissements projetés dans ces pays, à l'exception de ceux qui pourront être financés avec des ressources extérieures, ou de ceux qui permettront d'apporter une contribution «rapide, étendue et durable à la balance des paiements». Le Chancelier a enfin annoncé que les dépenses du gouvernement britannique à l'étranger seraient révisées dans un sens restrictif et que des négociations seraient prochainement engagées avec le gouvernement de la République fédérale d'Allemagne, afin de décharger entièrement la Grande-Bretagne du coût en devises du stationnement des troupes britanniques en Allemagne.

Les nouvelles mesures restrictives introduites dans le budget 1966-67 sont un élément important du dispositif de la bataille pour le maintien de la stabilité des prix et pour le retour à l'équilibre de la balance des paiements. Pour que ces mesures soient couronnées de succès, il faut toutefois que le resserrement du crédit découlant nécessairement des politiques actuelles soit maintenu; par-dessus tout, il sera de la plus haute importance de mettre fin à des relèvements de salaires de caractère inflationniste.

### **Evolution de la situation économique dans les pays occidentaux du continent européen.**

En 1965, l'évolution de la situation économique des pays occidentaux du continent européen s'est ressentie, dans une large mesure, des dispositions prises précédemment dans la plupart d'entre eux pour contrecarrer des tensions inflationnistes. Aussi a-t-on relevé un ralentissement à la fois généralisé et accentué de l'activité. Des pressions ont toutefois continué de s'exercer sur le volume des ressources disponibles, et les économies de nombreux pays ont tourné, comme dans le passé, dans un climat de suremploi. Comme les politiques restrictives ont été appliquées à des dates et avec une intensité différentes, leurs effets ont été plus ou moins étendus selon les pays considérés.

En Italie, en France et en Belgique, où les autorités s'étaient attaquées énergiquement à l'inflation à la fin de 1963 ou au début de 1964, l'augmentation du produit national brut exprimé en termes réels (3 à 3 ½ % par rapport à l'année précédente) a été l'une des plus faibles notées sur le continent. A remarquer cependant que ces pays ont été les premiers à assouplir les restrictions, soit parce que le mouvement de hausse des prix avait été contenu, soit parce que le volume de la demande globale avait accusé un fléchissement inquiétant. Aussi les trois pays considérés ont-ils bénéficié en 1965, et surtout pendant le second semestre, d'une avance plus rapide que ceux qui avaient montré moins d'énergie dans la lutte contre l'inflation.

Cette évolution s'est manifestée avec une clarté particulière en Italie. Les mesures restrictives adoptées à la fin de 1963 ont été suivies à bref délai d'un recul assez prononcé qui s'est poursuivi pendant la majeure partie de 1964. Une reprise s'est manifestée ensuite, mais son étendue était insuffisante pour tirer définitivement l'économie de la récession dans laquelle elle était plongée. De nouvelles mesures s'imposant de toute évidence, les autorités ont, pendant toute l'année 1965, administré une série de stimulants, et la reprise s'est nettement accélérée vers la fin de 1965 et au début de 1966.

En France également, le programme de stabilisation mis en route en septembre 1963 a agi comme un frein puissant sur le mouvement d'expansion. L'activité économique a plafonné à un niveau élevé pendant douze mois complets jusqu'au printemps de 1965, époque à laquelle des indices de reprise ont commencé de se manifester. Le mouvement s'est accéléré au début de l'automne et s'est poursuivi à la vitesse acquise pendant les premiers mois de 1966, qui ont été marqués par l'introduction de nouvelles mesures expansionnistes d'une portée d'ailleurs limitée.

En Belgique, où les principales mesures restrictives avaient été appliquées un peu plus tard qu'en France et en Italie, la reprise a été seulement amorcée

**Variations du produit national brut et de ses composantes  
sur la base de prix constants.**

Pays	Années	Origine des demandes					Ressources		
		Consommation		Investissements bruts en capitaux fixes à l'intérieur des pays			Exportations de biens et de services	Importations de biens et de services	Produit national brut
		des particuliers	des administrations publiques	Total	Installations et équipement	Logement			
en pourcentage									
Autriche . . . . .	1963	5,2	6,2	2,6	3,0	0,5	8,9	7,9	3,9
	1964	4,4	5,2	8,1	9,3	2,9	8,0	9,3	6,6
	1965	4,4	3,7	5,0	6,5	- 1,5	6,6	9,7	3,0
Belgique . . . . .	1963	5,5	11,6	2,1	4,2	- 5,7	7,3	8,6	4,8
	1964	4,2	3,0	7,3	1,4	31,5	13,0	12,6	5,0
	1965	3,0	6,5	1,0	3,0	- 5,0	11,0	8,5	3,0
Danemark <sup>1</sup> . . . . .	1963	0,4	4,6	- 2,3	- 2,2	- 3,4	10,5	- 1,4	1,9
	1964	5,9	5,2	20,1	18,5	28,2	8,8	19,9	7,3
	1965	4,5	4,6	5,6	4,4	11,3	9,2	6,8	5,0
Finlande . . . . .	1963	4,4	7,4	- 0,8	- 2,0	2,8	1,9	- 1,4	2,3
	1964	4,5	3,7	8,1	14,0	- 9,3	5,8	19,4	6,4
	1965	5,4	5,9	7,3	8,7	2,0	4,1	5,6	5,0
France . . . . .	1963	6,8	1,2	7,6	6,8	10,0	8,2	12,3	5,2
	1964	4,7	4,8	11,8	7,6	24,6	7,7	12,2	5,9
	1965	3,2	2,1	5,3	3,8	9,3	11,0	3,7	3,4
Italie . . . . .	1963	8,9	5,1	8,5	7,1	12,1	6,8	22,4	5,5
	1964	2,3	4,0	- 6,5	- 12,0	6,0	11,6	- 5,1	2,7
	1965	2,1	3,7	- 8,2	- 9,3	- 6,0	19,9	0,9	3,4
Pays-Bas . . . . .	1963	6,6	4,7	2,0	1,7	4,1	5,9	9,1	3,1
	1964	5,7	1,6	16,5	14,2	28,4	11,9	15,0	8,2
	1965	7,0	1,6	6,5	5,0	13,4	8,6	6,2	5,5
Norvège <sup>1</sup> . . . . .	1963	3,7	3,2	8,5	9,9	0,3	10,1	9,2	4,7
	1964	4,1	6,0	4,7	5,2	2,0	10,7	8,1	6,4
	1965	2,6	10,7	6,8	7,2	4,3	7,3	9,5	5,9
Rép. féd. d'Allemagne	1963	3,0	8,3	2,8	3,6	0,0	9,6	8,3	3,5
	1964	5,4	- 0,6	11,9	12,4	10,0	10,3	10,9	6,6
	1965	6,2	6,8	6,4	7,9	- 0,2	7,1	14,2	4,5
Suède <sup>1</sup> . . . . .	1963	5,0	6,1	7,4	7,2	7,9	6,6	6,5	4,9
	1964	5,3	5,8	7,4	6,1	11,8	11,9	10,7	7,9
	1965	3,9	6,0	5,7	7,0	1,8	2,6	9,0	3,4
Suisse . . . . .	1963	5,1	8,2	6,4	7,8	2,1	5,3	5,2	4,6
	1964	4,4	6,0	8,7	8,1	10,5	6,8	8,7	5,0
	1965	3,7	3,4	1,5	0,3	5,0	7,8	1,9	4,3
Total pour les pays ci-dessus . . . . .	1963	5,4	6,0	4,8	4,8	4,9	6,1	9,9	4,3
	1964	4,5	2,3	7,7	6,5	11,7	10,0	9,8	5,7
	1965	4,2	4,9	4,2	4,1	4,4	8,9	7,4	4,0
Grande-Bretagne . . . . .	1963	4,6	1,5	2,4	2,5	2,1	4,3	3,2	4,4
	1964	3,7	1,8	16,4	14,0	26,7	3,4	8,6	5,4
	1965	1,5	3,8	3,7	3,8	2,9	5,2	2,1	2,3
Etats-Unis . . . . .	1963	4,1	1,8	4,3 <sup>2</sup>	4,8	2,8	7,3	3,8	3,8
	1964	5,6	0,2	6,3 <sup>2</sup>	8,8	- 0,4	13,4	5,3	5,0
	1965	5,9	2,2	7,2 <sup>2</sup>	10,5	- 2,4	1,9	11,8	5,5

<sup>1</sup> Au Danemark, en Norvège et en Suède, les chiffres officiels sur les investissements à l'intérieur de ces pays comprennent les dépenses d'entretien et de réparation. Ces dépenses n'ont pas été retenues dans les calculs ayant servi à l'établissement du tableau. <sup>2</sup> Investissements du secteur privé et constructions nouvelles à usage civil réalisées par le secteur public.

vers la fin de 1965; elle a été favorisée par l'assouplissement, en avril 1965, des restrictions frappant les investissements du secteur public et par l'adoption, au mois de juillet suivant, d'une politique de plus large aisance monétaire. Le mouvement s'est fortement accéléré au début de 1966 et, au mois de mai, les autorités sont intervenues pour freiner l'accroissement des dépenses publiques et l'expansion des encours des banques.

Tout autre a été l'évolution dans les pays dont la politique économique avait revêtu un caractère moins restrictif. D'une manière générale, l'activité n'a guère montré de signes d'intensification en 1965 et pendant les premiers mois de 1966. Ce ralentissement a eu sa source dans l'application d'une série de mesures destinées à contenir l'expansion de la demande et dans une insuffisance de ressources productives qui a freiné l'accroissement de la production. Dans les pays où l'insuffisance de potentiel productif constituait le principal obstacle à l'expansion, le recul a été accompagné, comme on pouvait s'y attendre, par une recrudescence des pressions inflationnistes.

A de nombreux égards, la République fédérale d'Allemagne, où le mouvement d'expansion a été freiné par des pénuries de main-d'œuvre, peut être classée dans le second groupe de pays. La demande a continué de progresser vivement, donnant naissance à des tensions inflationnistes, de sorte qu'une politique restrictive s'imposait de toute évidence. Or les mesures de politique fiscale et financière avaient, au début de 1965, des effets expansionnistes très marqués. Aux termes de dispositions votées précédemment, des dégrèvements de l'impôt sur le revenu avaient été accordés, les prestations de la sécurité sociale avaient été relevées et d'autres dépenses du gouvernement avaient été très sensiblement accrues. Dans ces conditions, la politique monétaire s'est vigoureusement orientée dans la voie des restrictions. L'action entreprise a commencé de porter des fruits pendant le second semestre de 1965, et l'activité économique a commencé de se stabiliser. Pendant ce temps, les autorités ont mis au point, pour l'année 1966, une politique budgétaire caractérisée par plus de modération, et les forces d'inflation ont joué avec moins d'intensité pendant les premiers mois de l'année en cours.

Aux Pays-Bas et en Suède également, l'expansion a été limitée par des difficultés de recrutement de main-d'œuvre. Si cette pénurie explique le faible taux de croissance de la Suède, en Hollande, en revanche, la production est demeurée orientée vers la hausse et l'augmentation s'est même accélérée pendant les six derniers mois de 1965. Le ralentissement noté en Suisse doit être attribué dans une large mesure à l'application systématique, pendant toute l'année 1965, des dispositions restrictives adoptées au printemps 1964. Bien que des indices de tensions subsistent, ces mesures ont incontestablement contribué à atténuer les pressions résultant de demandes excessives.

Un des traits caractéristiques du fléchissement de l'activité a été un ralentissement de la cadence d'augmentation des dépenses d'investissement en capitaux fixes. En Italie, les investissements en capitaux fixes ont effectivement diminué pour la seconde année de suite, en dépit d'une exécution accélérée des programmes de travaux publics. Le nombre des logements construits a fléchi brutalement; le rythme des dépenses pour l'acquisition de biens d'équipement a diminué jusqu'au milieu de 1965 et ne s'est relevé que progressivement par la suite. En Belgique, les investissements en capitaux fixes des entreprises ont encore un peu augmenté, mais l'activité s'est ralentie dans la branche construction de logements, et des programmes de travaux publics ont été révisés en baisse. En fin de compte, le total des investissements en capitaux fixes réalisés en 1965 a accusé peu de variations par rapport à celui de l'année précédente. Le rythme d'augmentation des dépenses d'investissement en capitaux fixes a fléchi de 11,8 à 5,3% en France, malgré un accroissement de la formation des capitaux dans le secteur public de l'économie. Les entreprises du secteur privé, au contraire, dont les marges bénéficiaires s'étaient amenuisées en raison de l'augmentation de leurs prix de revient et du blocage de leurs prix de vente, ont effectué des investissements d'un volume inférieur à ceux de 1964. Les dispositions relatives à la création d'un avoir fiscal de 10% annoncées en février 1966, combinées avec le jeu des forces de la reprise, devraient toutefois conduire à une amélioration dans ce domaine.

Dans la plupart des autres pays également, le volume brut des investissements en capitaux fixes s'est accru à une cadence beaucoup plus lente qu'en 1964. Exprimé en termes réels, le rythme d'accroissement de ces investissements est tombé d'une année à l'autre de 11,9 à 6,4% en Allemagne, de 8,7 à 1,5% en Suisse, de 16,5 à 6,5% aux Pays-Bas et de 20,1 à 5,6% au Danemark. Le fléchissement de cadence a été beaucoup plus limité en Suède, car la reprise des investissements en installations et en équipement a compensé, dans une large mesure, le recul enregistré dans la construction d'immeubles à usage résidentiel. En République fédérale d'Allemagne, les dépenses pour l'acquisition de biens d'équipement ont encore augmenté (de plus de 10%), mais un ralentissement a été noté au fur et à mesure que l'année 1965 s'avancait. Par ailleurs, les progrès étaient beaucoup moins accentués dans le bâtiment, en particulier dans la branche travaux publics, en raison principalement de l'inclémence de la température.

La consommation des particuliers en France et en Belgique s'est accrue plus lentement en 1965 qu'en 1964 et en Italie, elle est demeurée virtuellement inchangée. Toutefois, une nette recrudescence s'est manifestée dans les trois pays au cours du second semestre de 1965; en Italie, le mouvement a été appuyé par la levée de restrictions frappant les ventes à crédit; en Belgique, il s'explique par la prévision d'un relèvement des impôts indirects en 1966. En Suisse également, le

rythme d'accroissement des dépenses de consommation des particuliers s'est quelque peu ralenti, en partie à cause de la diminution des effectifs au travail. En République fédérale d'Allemagne et surtout aux Pays-Bas, au contraire, les dépenses de consommation des particuliers ont continué de progresser, bien qu'un ralentissement ait commencé de se produire en Allemagne vers la fin de 1965.

Un trait inquiétant de l'économie de presque tous les pays du continent en 1965 a été la vive progression des dépenses de consommation des administrations publiques, à une époque où une plus grande modération aurait été souhaitable dans la plupart des cas. Si cette progression, exprimée en termes monétaires, a pu être maintenue à 4½% en France, elle a atteint 9% en Suisse, 11% en Italie, 12% en République fédérale d'Allemagne, 13% aux Pays-Bas et en Suède, et 15% en Belgique. Ces mouvements ont été surtout dus à des relèvements accentués des appointements des fonctionnaires.

La demande d'origine étrangère a été, pour l'ensemble des pays du continent, un facteur très important d'expansion. Leurs exportations à destination des Etats-Unis se sont inscrites en particulier en vive reprise (17,5%) et ont apporté des stimulants significatifs à l'économie de la France, de l'Italie, de la Suède et de la République fédérale d'Allemagne. En revanche, l'augmentation des livraisons à la Grande-Bretagne a été faible, en raison de l'application par ce pays d'une taxe complémentaire à l'importation.

Les demandes d'origine extérieure ont toutefois joué avec une intensité très variable selon les pays considérés. Les demandes en provenance notamment de la République fédérale d'Allemagne, mais aussi des Etats-Unis, ont fourni un stimulant particulièrement efficace aux premiers stades de la reprise économique enregistrée en Italie, en France et en Belgique. En République fédérale d'Allemagne, au contraire, les ventes à l'étranger se sont stabilisées à un palier élevé pendant la majeure partie de l'année, en raison de détournements de marchandises vers le marché intérieur et du peu d'activité des exportations à destination de la France et de l'Italie. Vers la fin de l'an dernier, par contre, les exportations ont recommencé de se développer très fortement. En Suisse, elles ont augmenté à un rythme soutenu pendant l'année tout entière, en partie sous l'effet des mesures de stabilisation.

Du côté de l'offre de biens et de services, on a relevé une nouvelle augmentation pour l'ensemble des pays considérés, mais le mouvement s'est en général effectué à une cadence inférieure à celle de 1964. La production industrielle a suivi le plus fidèlement l'évolution qui vient d'être esquissée. Un peu partout, par contre, l'industrie des services continuait à être l'objet d'un taux élevé de croissance, alors que l'agriculture était moins favorisée qu'en 1964. L'inclémence des conditions atmosphériques a été à l'origine de la médiocrité des récoltes dans la plupart des

pays de l'Europe continentale (Autriche, République fédérale d'Allemagne, Pays-Bas et Belgique en particulier). En France et en Italie, au contraire, la production agricole a encore augmenté.

La production industrielle s'est accrue en Italie à un rythme soutenu, à partir du niveau peu élevé auquel elle était tombée en automne 1964; les progrès sont devenus plus rapides à compter du printemps suivant; au cours du premier trimestre de 1966, l'indice était supérieur de près de 10% à son niveau de la période correspondante de l'année précédente. En France, la reprise de la production industrielle s'est dessinée pendant le second semestre de 1965 seulement; au cours des premiers mois de 1966, l'indice se tenait à 7% au-dessus de celui de la période correspondante de l'année précédente. Le mouvement a été concentré dans les industries de biens de consommation — construction de voitures de tourisme en particulier —, alors que les industries de biens d'équipement étaient toujours dans le marasme. En Belgique, l'augmentation de la production industrielle est intervenue plus tard et a été plus modérée.

Dans la plupart des autres pays, en revanche, l'accroissement de la production industrielle a eu tendance à se ralentir nettement pendant l'année considérée. En République fédérale d'Allemagne, la production industrielle s'est accrue de 5,4% l'an dernier par rapport à 1964; mais du mois de décembre 1964 au mois de décembre 1965, elle a progressé de 1,6% seulement, et n'a pas accusé de résultats beaucoup plus étendus pendant le premier trimestre de 1966. La même évolution, un peu moins accentuée, il est vrai, a été relevée en Autriche, en Suède et en Norvège. Cette observation s'applique également à la Suisse pour le premier semestre de 1965, mais une reprise a été constatée en fin d'année. Les seules exceptions sont la Hollande et l'Espagne qui ont continué de faire état d'un taux de croissance élevé.

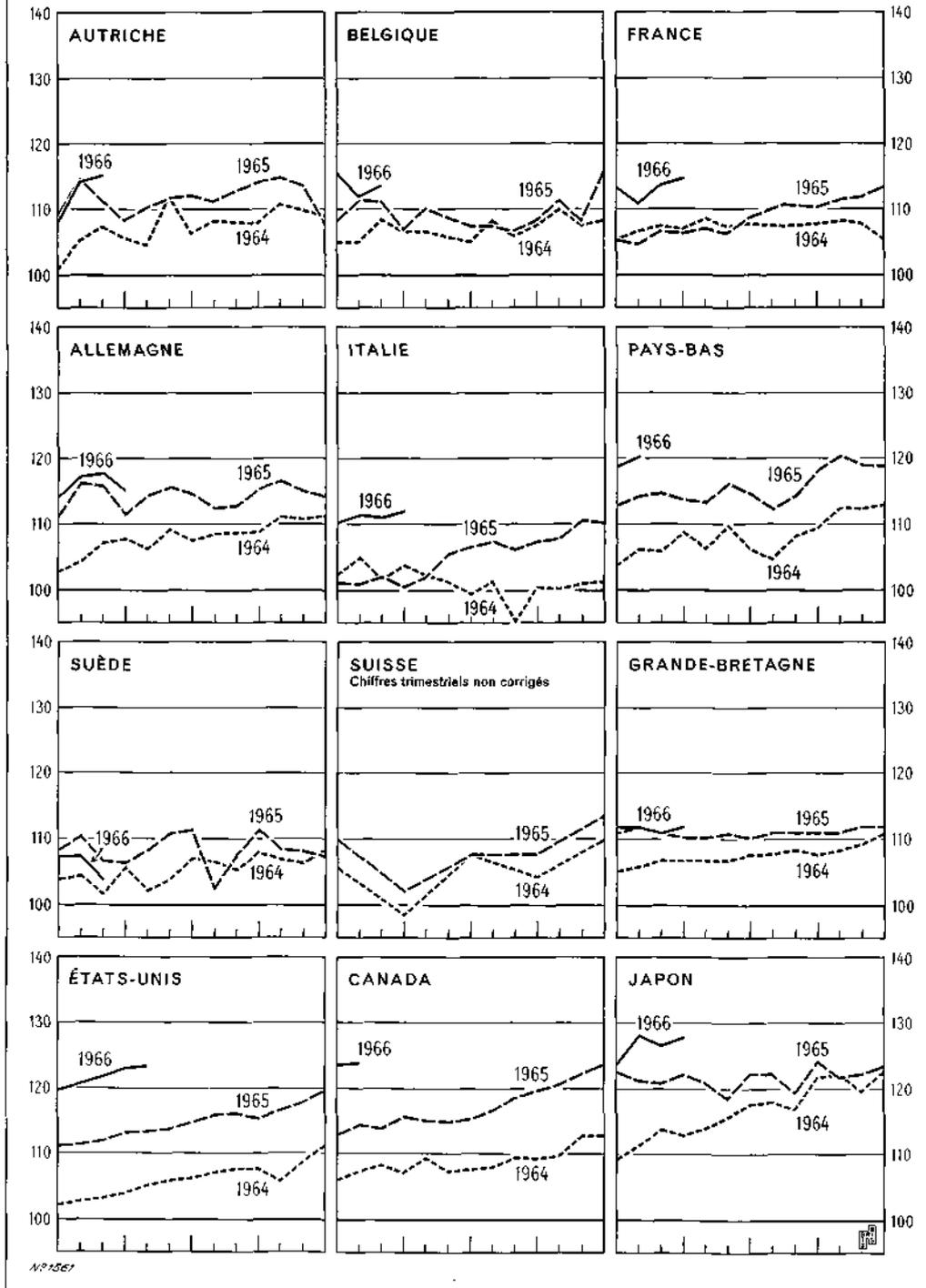
Dans les pays où l'expansion de la demande a dépassé le volume des offres d'origine intérieure, le déséquilibre a été, comme on pouvait s'y attendre, en partie comblé par des importations (République fédérale d'Allemagne, Suède, Espagne et Pays-Bas en particulier). Au fur et à mesure que les pressions exercées par la demande d'origine intérieure perdaient de leur intensité vers la fin de 1965, l'augmentation des importations se ralentissait en République fédérale d'Allemagne et aussi en Suède. Aux Pays-Bas, par contre, l'augmentation des importations s'est franchement accélérée dans les tout derniers mois de l'année, en raison de la plus grande rapidité du mouvement d'expansion et d'une recrudescence des achats en prévision d'un relèvement des impôts indirects en 1966.

En France et en Italie, l'évolution a été l'inverse de celle notée en République fédérale d'Allemagne. Pendant la première moitié de 1965, les importations ont

### Production industrielle.

Indices mensuels corrigés des variations saisonnières.

Base: 1963=100.



fléchi en France, alors qu'en Italie elles se remettaient à peine de la chute brutale survenue en 1964. Avec l'intensification du mouvement de reprise à l'intérieur, les importations ont commencé d'augmenter en France et leur rythme s'est accru en Italie.

L'évolution des prix dans les pays occidentaux du continent européen a encore laissé à désirer l'an dernier. Seulement en Italie, en France et en Norvège, les pourcentages de hausse des prix à la consommation ont pu être maintenus entre 2 ½ et 3 %, du premier trimestre de 1965 au premier trimestre de 1966. Encore ces résultats masquent-ils des pressions antérieures contenues par l'application de mesures de contrôle des prix. Dans tous les autres pays, les hausses des prix à la consommation ont été plus accentuées: entre 4 et 5 % en République fédérale d'Allemagne, en Belgique et en Autriche, 5 ½ % en Suisse et 7 % environ au Danemark, aux Pays-Bas et en Suède.

Dans une certaine mesure, ces mouvements s'expliquent par l'entrée en jeu de facteurs spéciaux. La médiocrité des récoltes en 1965 a été à l'origine d'une augmentation très appréciable des prix des produits agricoles dans la plupart des pays considérés; d'autre part, le raffermissement à peu près général des cours mondiaux de nombreux métaux vers la fin de 1964 a également donné, en 1965, des impulsions à la hausse aux prix à la consommation. Les impôts indirects ont été relevés au Danemark, en Suède, en Belgique et aux Pays-Bas pendant les douze mois écoulés; les hausses de prix qui ont fait suite à ces relèvements sont naturellement des conséquences de la lutte engagée contre l'inflation plutôt que de l'inflation elle-même.

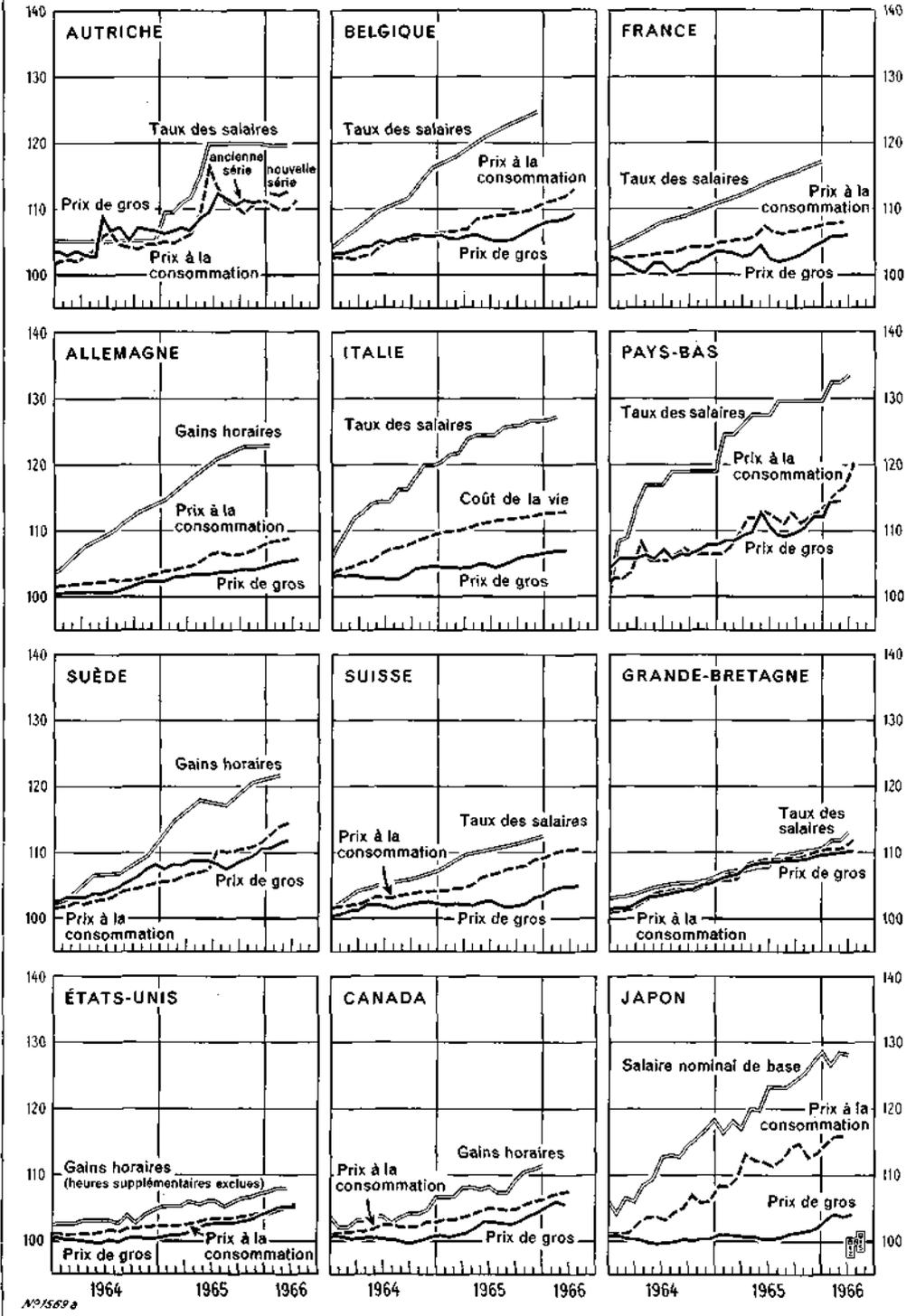
Même en tenant compte de ces facteurs spéciaux, force est de reconnaître que les hausses de prix en 1965 ont été considérables. Venant après plusieurs années de développements défavorables dans le même secteur, ces mouvements sont le symptôme d'un dangereux problème d'inflation qui a résisté jusqu'ici aux traitements appliqués. Depuis 1958, par exemple, les prix à la consommation ont augmenté de 17 % en Belgique, 19 % en République fédérale d'Allemagne, 21 % en Suisse, 27 % aux Pays-Bas, 32 % en France et 38 % en Italie, contre 10 % seulement aux Etats-Unis pendant la période considérée.

Les hausses intervenues l'an dernier en France et en Italie ont été dans une large mesure des séquelles de pressions antérieures. Les distorsions précédentes dans les taux de salaires d'une branche à l'autre et le recours à des contrôles directs pour contenir des hausses de prix devaient nécessairement donner naissance à des ajustements par la suite.

Dans la plupart des autres pays du continent, les problèmes ont eu leur origine dans la persistance d'un excédent de demandes. Une période prolongée

Prix de gros, prix à la consommation et salaires dans l'industrie.

Indices: 1963 = 100.



d'expansion dans un climat de suremploi ne peut manquer de faire naître des pressions sur les niveaux de prix. En substance, la solution consiste à réaliser un équilibre entre la demande et l'offre et à éviter des prélèvements trop accentués sur les ressources disponibles.

Or, ces objectifs n'ont pas été atteints l'année dernière et la situation sur le marché du travail est demeurée très tendue dans l'ensemble. La tâche des autorités a été évidemment assez facile dans les pays qui s'étaient résolument engagés vers une réduction de l'excédent de demandes. En Italie, le chômage s'est accru pour la seconde année de suite pendant la majeure partie de 1965 car, d'une part, le mouvement de reprise ne s'était pas encore étendu à quelques branches occupant beaucoup de main-d'œuvre et, d'autre part, les industries où la production se développait ont pu souvent faire face à cette situation en allongeant la durée hebdomadaire du travail. En France, où le chômage atteignait un degré de gravité beaucoup moins accentué, le mouvement de reprise a été assez lent à ses débuts pour que les entreprises puissent y faire face, dans une large mesure, en puisant dans les stocks existants et en améliorant la productivité de la main-d'œuvre. Au cours d'une seconde étape, la durée du travail a commencé de s'allonger; mais ce n'est que vers la fin de 1965 que la situation de l'emploi s'est légèrement améliorée.

Dans tous les autres pays, la situation sur le marché du travail est demeurée tendue. Elle pouvait difficilement s'améliorer à la suite de la campagne menée dans toute l'Europe occidentale en faveur d'une réduction des horaires hebdomadaires et d'un allongement de la durée des congés payés. En République fédérale d'Allemagne, par exemple, la réduction de la durée hebdomadaire du travail a compensé presque en totalité les effets de l'augmentation des effectifs résultant d'un accroissement de 23% du nombre des travailleurs étrangers; ce nombre a atteint 1,2 million. Comme les effectifs étaient déjà occupés à temps plein au début de 1965, la production ne pouvait augmenter que dans la mesure où la productivité s'améliorait. Etant donné l'intensité des demandes, la pénurie de main-d'œuvre ne pouvait que s'accroître durant la majeure partie de l'année. Une légère détente s'est, toutefois, manifestée en automne, au moment où la demande s'est ralentie; la même évolution a été notée en Belgique, au Danemark et en Suisse. Dans ce dernier pays, une détente a pu être obtenue en dépit d'un fléchissement de presque 2% des effectifs vers la fin de 1965, en application de la politique de réduction du nombre des travailleurs étrangers. Aux Pays-Bas et en Suède, en revanche, on n'a relevé aucun indice d'une atténuation de la pénurie d'effectifs.

Dans ces conditions, un nouvel alourdissement des charges salariales était probablement inévitable. Les gains horaires ont augmenté de plus de 10% en Autriche, au Danemark et en Suède, de 8 à 9% en République fédérale d'Allemagne et aux Pays-Bas, de 7% en Belgique; les taux de salaires horaires se sont

accrus de 5 à 6% en France, en Italie et en Suisse, et de plus de 14% en Espagne. Bien que la productivité ait continué de s'améliorer à une cadence satisfaisante dans la plupart des pays, les charges salariales par unité produite se sont presque partout alourdies, en particulier en Suède, en Autriche, en République fédérale d'Allemagne et aux Pays-Bas. En France, en Belgique et en Suisse, l'accroissement de ces charges a été plus limité. Seule l'Italie a pu obtenir une réduction effective des charges salariales par unité produite, en raison de la forte amélioration de la productivité, comme c'est le cas aux premiers stades d'un mouvement de reprise.

En 1965, les taux d'intérêt ont progressé ou, dans les conditions les plus favorables, se sont stabilisés à des niveaux élevés, dans la plupart des pays occidentaux du continent européen. En République fédérale d'Allemagne et au Danemark, les taux à long terme ont augmenté de plus d'un point; l'augmentation a été du même ordre de grandeur en Suède et aux Pays-Bas. En Belgique et en Suisse, les taux se sont maintenus pendant toute l'année à des niveaux qui, pour ces pays, étaient élevés. Seule l'Italie a enregistré une détente par rapport aux niveaux exceptionnels de 1964, mais les taux sont demeurés importants.

Cette structure de taux d'intérêt élevés et orientés vers la hausse a reflété le jeu de trois principaux facteurs. Les demandes de crédit, en particulier celles du secteur public de l'économie, ont été très actives dans la majorité des pays considérés. D'autre part, dans le cadre de la plupart des programmes de stabilisation, l'expansion du crédit a été freinée par les autorités. Enfin, les mesures prises aux Etats-Unis pour corriger le déséquilibre des paiements et, vers la fin de l'année, le resserrement des conditions d'accès au crédit ont provoqué un ralentissement de l'afflux de fonds vers le continent européen.

La montée des taux dans un certain nombre de grandes nations dominantes n'a pas manqué de provoquer un raffermissement dans le reste du continent européen, et le marché de l'Euro-dollar a joué un rôle de premier plan pour transmettre ces impulsions à la hausse. La tenue du marché de l'Euro-dollar en 1965 a reflété fidèlement le resserrement généralisé des conditions d'accès au crédit. Les retraits de fonds du marché qui ont suivi la mise en route du programme de rétablissement de l'équilibre de la balance des paiements des Etats-Unis ont provoqué une hausse des taux des dépôts en dollars jusque vers le milieu de 1965; l'avance a été neutralisée au cours des trois mois suivants, à la suite de la décision prise par les autorités italiennes de permettre aux banques commerciales d'investir des fonds en abondance sur l'Euro-marché. Dès l'interruption de ces apports et avec le relèvement accéléré des taux des certificats de dépôt aux Etats-Unis, les taux des dépôts en Euro-dollars ont fait un nouveau bond en avant en octobre; le mouvement s'est poursuivi avec vigueur depuis cette date. En avril 1966, les taux des dépôts

en dollars étaient supérieurs d'un point à ceux du mois correspondant de l'année précédente et d'un point un quart plus élevés que ceux des mois de février ou de septembre 1965.

Le raffermissement généralisé des taux d'intérêt émanant des places financières, où les conditions d'accès au crédit étaient tendues, a parfois soulevé de graves problèmes pour les autorités de certains pays — Italie et Belgique par exemple — qui éprouvaient le désir d'aménager dans le sens d'une baisse la structure de leurs taux d'intérêt pour des raisons d'ordre interne et externe.

L'excédent global des balances des paiements des pays occidentaux du continent européen a en 1965 diminué de \$400 millions par rapport à 1964; néanmoins, il a atteint l'équivalent de \$2,6 milliards environ au total. Cette détérioration, relativement légère, a été due à une augmentation du déficit des transactions courantes.

L'Italie a toutefois accusé une amélioration de \$1 milliard au moins de sa balance commerciale, en raison, d'une part, de la stagnation de son économie intérieure et, d'autre part, de l'activité des demandes dans les pays étrangers; l'excédent de la balance des paiements s'est accru de \$800 millions d'une année à l'autre pour atteindre \$1,6 milliard en 1965. L'excédent de la balance des paiements de la France a été de \$1,1 milliard, soit \$300 millions environ de plus qu'en 1964, ceci après un remboursement anticipé de dettes extérieures pour l'équivalent de \$179 millions. La France a enregistré une amélioration majeure de sa balance commerciale, compensée en partie par une détérioration des postes comptabilisant les mouvements de capitaux. L'Italie et la France ont compté au nombre des très rares pays qui ont réussi à améliorer la situation de leurs paiements par rapport à l'année précédente.

Presque partout ailleurs, les pressions émanant des demandes excessives d'origine intérieure ont provoqué une augmentation des importations et une aggravation de la situation des balances des paiements. En République fédérale d'Allemagne, par exemple, l'excédent de la balance commerciale a été réduit de moitié, accusant un fléchissement de \$1,1 milliard, et la balance des services a enregistré une aggravation de \$500 millions. Ce recul a été toutefois compensé en partie par une amélioration des postes enregistrant les mouvements de capitaux, de sorte que la détérioration de la balance générale des paiements s'est chiffrée, d'une année à l'autre, à \$400 millions seulement, pour faire apparaître un déficit global de \$300 millions en 1965. En Espagne, l'excédent d'importations a augmenté de deux tiers d'une année à l'autre (\$700 millions). Malgré une nouvelle amélioration de la balance des services, la détérioration de la balance des paiements s'est chiffrée à \$500 millions au moins. L'aggravation de la balance des paiements de la Suède et de l'Autriche a été de \$200 millions et de \$100 millions dans chacun des pays suivants: Danemark, Finlande, Pays-Bas.

### Europe orientale.

Les taux de croissance du revenu national obtenus en Europe orientale pendant les dix années écoulées ont été en général bien inférieurs à ceux prévus par les plans; dans l'ensemble, toutefois, ils ont été appréciables. La Bulgarie et la Roumanie ont enregistré les taux les plus élevés, avec 8,2% et 7,9% par an respectivement. La Tchécoslovaquie, avec 4,5% par an, et la République démocratique allemande, avec 5,3%, accusent les taux les plus faibles de l'Europe de l'Est.

Les pourcentages d'accroissement de la production industrielle globale ont été beaucoup plus élevés: entre 7 ½% en République démocratique allemande et plus de 13 ½% en Bulgarie. L'écart entre le développement de la production industrielle et l'accroissement du revenu national est dû à la plus grande lenteur des progrès réalisés par l'agriculture.

D'après les renseignements statistiques publiés, le mouvement de croissance s'est en général ralenti pendant les dernières années de la période étudiée. En partie, ce fléchissement est l'aboutissement normal d'un processus d'industrialisation rapide par rapport à des points de départ peu élevés. Il est dû également aux efforts accrus déployés ces temps derniers pour obtenir une expansion équilibrée et améliorer la qualité des fabrications. En fait, ce changement d'attitude, après s'être manifesté dans un petit nombre de pays en 1963-64, s'est généralisé en 1965. Il a pour but de réaliser une adaptation plus judicieuse des fabrications aux demandes de la clientèle intérieure et étrangère, de favoriser une utilisation plus efficace des ressources productives et d'encourager les entreprises à tenir compte davantage des prix de revient. Au cours de cette évolution vers la conduite des économies selon des règles moins rigides, il a été reconnu, d'une part, que la productivité pouvait être encouragée de façon plus efficace en récompensant l'habileté technique et, d'autre part, que la structure des prix devait être alignée plus fidèlement sur les coûts de production et sur les prix mondiaux. Il a été admis que ce résultat pourrait être obtenu dans les conditions les plus satisfaisantes en donnant plus de souplesse aux organismes de direction, dans l'industrie légère notamment, et en élargissant le champ des décisions pouvant être prises à l'échelon usine.

Comme à maintes reprises dans le passé, les résultats obtenus en agriculture ont fait ressortir, en 1965, des différences très marquées selon les pays considérés. En Hongrie et en Tchécoslovaquie, la production agricole a été légèrement inférieure à celle de 1964. En Pologne, au contraire, où la campagne 1964 avait été décevante, la production agricole s'est accrue de 7 ½% l'an dernier. En U.R.S.S., elle a augmenté en 1965 de quelques fractions de point seulement, mais par rapport à des récoltes très satisfaisantes en 1964.

Le taux global d'expansion réalisé en 1965 s'explique une fois de plus par les résultats tout à fait satisfaisants de l'industrie. En fait, pour l'ensemble des pays

de l'Est, il est permis d'estimer que la production industrielle brute s'est accrue en 1965 de 8½%, soit un point de plus qu'en 1964, et un demi-point de plus que les objectifs fixés dans les plans. Les progrès les plus étendus ont été de nouveau enregistrés en Bulgarie et en Roumanie, avec 13,6% et 13,1% respectivement. Dans les deux pays, l'énergie, la métallurgie et l'industrie des produits chimiques ont constitué les secteurs de pointe. L'accroissement de la production a été dû, pour moitié ou plus, à l'amélioration de la productivité de la main-d'œuvre. En Pologne et en République démocratique allemande, la production industrielle s'est accrue l'an dernier d'un pourcentage à peu près comparable à celui de l'année précédente (9% et 6% respectivement). D'autre part, l'écart entre la production de biens d'équipement et celle de biens de consommation est en train, semble-t-il, de se réduire.

En 1965, la Tchécoslovaquie et l'U.R.S.S. ont fait état de progrès par rapport aux résultats de l'année précédente et par rapport aux objectifs fixés dans le plan annuel. En Tchécoslovaquie, la reprise de la production après la chute survenue en 1963 a été très remarquable: plus de 4% en 1964 et près de 8% en 1965. Ce redressement a été dû en partie à l'entrée en service d'installations dont la construction avait été mise en route il y a quelques années, ce qui explique également l'accroissement de 6% de la production par travailleur. En U.R.S.S., l'accroissement de 8,6% de la production industrielle brute a été dû dans une large mesure au développement

**Economies planifiées à l'échelon central:  
Revenu national - Production industrielle - Productivité.**

Pays	Revenu national <sup>1</sup>			Production industrielle <sup>2</sup>			Productivité <sup>3</sup>		
	1964	1965	Prévisions du plan pour 1966	1964	1965	Prévisions du plan pour 1966	1964	1965	Prévisions du plan pour 1966
augmentations annuelles, en pourcentage									
Albanie . . . . .	4,0	3,0	.	7,4	3,0	.	.	.	.
Bulgarie . . . . .	9,9	6,0	9,0	10,4	13,6	10,6	7,4	6,7	6,0
Hongrie . . . . .	4,7	2,0	4,0	8,9	4,3	4,0-6,0	5,0	3,8	3,2-4,8
Pologne . . . . .	6,6	6,0	3,7	9,2	9,1	6,5	6,0	3,9	3,6
République démocratique allemande . . . . .	4,5	4,7	5,2	6,7	6,1	5,2	7,3	6,0	.
Roumanie . . . . .	11,0	8,0	.	14,4	13,1	10,5	10,2	6,6	7,4
Tchécoslovaquie . . . . .	0,9	2,5	3,8	4,1	7,9	5,5	3,6	5,9	.
U.R.S.S. . . . .	9,0	6,0	6,4	7,1	8,6	6,7	3,8	4,7	4,7
Yougoslavie . . . . .	12,5	3,0	6,0-10,0	16,0	8,1	7,0-9,0	6,9	5,0	6,0-7,0

<sup>1</sup> Revenu matériel en chiffres nets.    <sup>2</sup> Production industrielle brute.    <sup>3</sup> Production par ouvrier de l'industrie.

des fabrications de biens de consommation. Après avoir augmenté de 5% en 1963 et de 3,8% en 1964, la production de biens de consommation s'est accrue de 8,5% l'an dernier, c'est-à-dire d'un pourcentage comparable à celui de l'accroissement dans la branche biens d'équipement.

Deux pays de l'Est ont obtenu en 1965, dans l'industrie, des résultats moins étendus que pendant l'année précédente: l'Albanie et la Hongrie, où les taux de croissance, 3% et 4,3% respectivement, ont représenté la moitié seulement de ceux notés en 1964. En Albanie, la médiocrité des récoltes pendant deux années de suite a exercé des répercussions défavorables sur les entreprises de transformation des denrées alimentaires, qui forment la branche d'activité industrielle la plus importante du pays. En Hongrie également, la campagne agricole 1965 a été décevante. De surcroît, la cadence d'accroissement de la production industrielle a fléchi de moitié. Cette réduction était prévue il est vrai dans le plan, afin d'appuyer l'exécution du programme visant, en particulier, à obtenir un redressement des comptes extérieurs du pays. L'objectif a été atteint en 1965, grâce à une sévère limitation des importations. En même temps, la stabilité en valeur nominale des gains des travailleurs a été maintenue; exprimés en termes réels, ceux-ci ont quelque peu fléchi en définitive. Les années 1965 et 1966 marqueront, semble-t-il, un tournant dans l'économie de la Hongrie, en ce sens que celle-ci s'oriente vers une utilisation plus rationnelle des ressources et une amélioration de la qualité de ses produits.

En Yougoslavie, l'événement le plus important de l'année 1965 a été la réforme monétaire de juillet, comprenant une dévaluation du dinar de 40%; la nouvelle parité a été fixée à DIN 1.250 par dollar des Etats-Unis. Cet aménagement a fait suite à la poussée d'inflation des années 1963 et 1964, pendant lesquelles les dépenses de consommation des particuliers et d'investissement avaient augmenté de 12 à 14%, alors que le déficit de la balance commerciale ne cessait de s'aggraver pour atteindre \$430 millions en 1964. En 1964, l'indice du coût de la vie avait augmenté de 18% et les gains des travailleurs de 35 à 40%, en dépit de la mise en œuvre des premières mesures restrictives au milieu de la même année.

Le programme de 1965 avait prévu une certaine réduction des investissements, mais ses auteurs avaient estimé qu'une augmentation de 10% en termes réels de la consommation des particuliers serait possible. Les faits ont montré que ces prévisions étaient trop optimistes. Les prix du marché libre ont continué de monter; d'autres prix du secteur contrôlé ont été relevés par les autorités afin de réduire l'écart entre prix intérieurs et prix mondiaux, et d'atténuer la pression exercée sur les ressources. Aussi les investissements en capitaux fixes, exprimés en termes réels, ont-ils diminué de 10% par rapport à 1964 (contre 4% seulement prévus dans le plan). La consommation des particuliers a augmenté de 2 à 3% seulement. De la sorte, alors que les exportations ont continué de se développer, les importations ont

fléchi de presque 3% en 1965, contre un accroissement de 25% au cours de l'année précédente. Les premiers résultats de la réforme sont satisfaisants, surtout du côté des comptes extérieurs; mais le pays s'est assez lourdement endetté à l'étranger, et un effort prolongé sera nécessaire, semble-t-il, pour maintenir l'équilibre entre le volume des demandes d'origine intérieure et celui des ressources disponibles.

### **La surveillance multilatérale des opérations de financement des excédents et des déficits de paiements.**

Les tensions sur les balances des paiements, depuis le début des années 1960, ont provoqué un développement très marqué des moyens utilisés pour financer les déficits et les excédents extérieurs. Pendant les années 1950, les règlements s'effectuaient surtout par prélèvements sur les réserves monétaires officielles et par l'utilisation de facilités octroyées par l'Union Européenne de Paiements. Ces dernières années, au contraire, les recours aux facilités de crédit de banque centrale à banque centrale ont été fréquents, des appels étendus ont été adressés au Fonds Monétaire et d'autres techniques ont été employées. D'autre part, en raison principalement de l'accroissement des transactions sur le marché des Euro-monnaies, les fluctuations de la position des banques commerciales envers l'étranger ont joué un rôle beaucoup plus important que dans le passé.

Les appels de plus en plus étendus aux crédits internationaux avaient conduit les Ministres des Etats membres du Groupe des Dix à mettre au point, en automne 1964, un système de surveillance multilatérale. Leur intention était de veiller en commun à ce que les opérations de financement à l'échelle internationale reposent sur des bases saines, afin d'éviter, en particulier, que la conclusion d'arrangements de crédit de caractère bilatéral ne fasse perdre de vue la nécessité de mesures positives d'ajustement. Pour cela, il fallait se faire une idée assez générale des opérations de financement autres que l'utilisation des réserves officielles et des crédits internationaux, étant donné que les mesures de politique monétaire exercent fréquemment, par des voies directes ou indirectes, des répercussions étendues sur les mouvements de capitaux privés. En théorie, le critère le plus satisfaisant consisterait à calculer déficits ou excédents de liquidités d'un pays en comprenant la totalité de ses transactions de caractère monétaire avec l'étranger. En pratique, il faut se contenter d'approximations, en retenant seulement, à côté des avoirs et des engagements officiels, la position à court terme des banques commerciales envers l'étranger, ce qui constitue, dans la très grande majorité des cas, un critère tout à fait suffisant. Outre que l'application de cette méthode facilite la surveillance, elle permet de se faire une idée des conditions de fonctionnement du système monétaire international.

L'an dernier, les principaux changements des positions monétaires extérieures ont reflété l'accumulation d'excédents de paiements en Italie et en France, et les déficits de paiements de la Grande-Bretagne et des Etats-Unis.

*Italie.* Le déficit de la balance des paiements a fait place à un excédent en avril 1964. A compter de ce mois et pendant toute l'année 1965, l'Italie a enregistré des excédents considérables. D'après les mouvements monétaires récapitulés dans le tableau ci-dessous, les excédents dégagés au cours de cette période de vingt et un mois ont atteint l'équivalent de \$2,8 milliards. Mis à part quelques fluctuations de caractère saisonnier, cette accumulation s'est poursuivie à un rythme assez régulier (\$135 millions par mois). Pour n'importe quel pays, ces excédents auraient représenté un montant considérable, et leur financement n'aurait pu être entièrement laissé à l'observation de règles de jeu inflexibles. Leur existence appelait, au contraire, des interventions judicieuses, tenant compte de l'évolution de la situation monétaire en Italie et à l'étranger. Cette nécessité est devenue de plus en plus impérieuse au fur et à mesure qu'ils s'accumulaient, de sorte que la composition des éléments d'actif formant la contrepartie des excédents de l'Italie a fait ressortir, en 1965, de profondes différences par rapport à 1964.

En 1965, l'élément le plus important des opérations de financement a été le redressement de la position des banques commerciales italiennes envers l'étranger. Après avoir formé la contrepartie de 20% des excédents globaux des neuf derniers mois de 1964, cette amélioration a représenté l'an dernier 40% des excédents enregistrés. Pendant la première période, les établissements de crédit italiens

**Italie: Mouvements monétaires avec l'étranger.**

Postes	1964	1965	Total
	Avril à décembre		Avril 1964- déc. 1965
	en millions de dollars E.U. (+ = accroissement des avoirs, diminution des engagements)		
Réserves monétaires officielles (en chiffres nets) . . . . .	+ 865	+ 400	+ 1.265
<i>dont:</i>			
Or . . . . .	- 35	+ 295	+ 260
Avoirs en devises . . . . .	+ 770	- 110	+ 660
Swaps . . . . .	-	+ 100	+ 100
Bons Roosa à échéance rapprochée . . . . .	- 150	+ 125	- 25
Engagements à court terme envers l'étranger . . . . .	+ 280	- 10	+ 270
Position nette envers le Fonds Monétaire et au titre des Accords généraux d'emprunt . . . . .	+ 145	+ 405	+ 550
Autres avoirs officiels de caractère monétaire . . . . .	- 35	+ 150	+ 115
<b>Position nette des autorités . . . . .</b>	<b>+ 975</b>	<b>+ 955</b>	<b>+ 1.930</b>
<b>Position des banques envers l'étranger . . . . .</b>	<b>+ 260</b>	<b>+ 620</b>	<b>+ 880</b>
<b>Total général . . . . .</b>	<b>+ 1.235</b>	<b>+ 1.575</b>	<b>+ 2.810</b>

avaient réduit leurs engagements envers le marché de l'Euro-dollar, surtout de leur propre initiative. L'an dernier, au contraire, les aménagements, d'une portée beaucoup plus étendue, ont été effectués en réponse à l'action des autorités italiennes. Les banques ont reçu de ces autorités, dans le cadre d'opérations de swap, des offres de dollars contre liras, sans frais, et la liberté leur a été laissée de constituer des avoirs à l'étranger ou de réduire leurs engagements envers l'étranger. Comme l'existence d'écart entre les taux d'intérêt offrait, pour les opérations de la première catégorie, des rendements avantageux, les banques italiennes ont procédé à des emplois massifs de fonds et, vers la fin de 1965, le montant de leurs avoirs à l'étranger était supérieur à celui de leurs engagements en devises envers des étrangers. Ces opérations ont été appuyées par le Trésor des Etats-Unis et par le Système de Réserve Fédérale, qui ont pris en charge, dans une certaine mesure, la couverture à terme du risque de change couru par les autorités monétaires italiennes. En transférant ainsi des devises étrangères du secteur officiel au secteur privé, les autorités italiennes ont pu contrôler dans des conditions plus satisfaisantes l'évolution de la position intérieure de liquidité de leur économie. Au point de vue international, la manœuvre a contribué à compenser des tensions possibles sur le marché de l'Euro-dollar, au moment où s'effectuaient d'importants rapatriements de fonds aux Etats-Unis.

Second trait important des méthodes utilisées pour financer les excédents de paiements de l'Italie en 1965 : les dispositions prises par les autorités italiennes et américaines pour éviter un afflux de dollars, non couvert contre risque de change, vers les réserves officielles de devises. Quatre mesures principales peuvent être mentionnées : les Etats-Unis ont prélevé des liras sur les ressources du Fonds Monétaire pour l'équivalent de \$205 millions ; l'Italie a acheté des Bons du Trésor des Etats-Unis libellés en liras à dix-huit mois d'échéance pour l'équivalent de \$125 millions ; le Système de Réserve Fédérale a utilisé, à concurrence de l'équivalent de \$100 millions en chiffres nets, les facilités de swap dont il disposait auprès de la Banque d'Italie ; vers la fin de l'année, lorsque les banques italiennes eurent dénoué en totalité leurs engagements nets envers l'étranger, les autorités italiennes ont acheté \$160 millions d'obligations à moyen terme du Trésor des Etats-Unis.

Les méthodes appliquées par l'Italie pour financer ses excédents de paiements se sont également ressenties de la crise de la livre sterling. Au mois de mai 1965, la Grande-Bretagne a prélevé des liras sur les ressources du Fonds Monétaire pour l'équivalent de \$180 millions. Ce tirage, combiné avec ceux des Etats-Unis, explique pratiquement en totalité l'amélioration de \$405 millions de la position nette de l'Italie envers le Fonds Monétaire et dans le cadre des Accords généraux d'emprunt.

Pour financer le solde de ses excédents, l'Italie a enfin acheté de l'or l'an dernier pour l'équivalent de \$295 millions, soit un montant un peu plus élevé que celui

des décaissements de métal intervenus en 1964 pour combler son déficit de paiements et pour libérer en or la souscription au relèvement spécial de sa quote-part au Fonds Monétaire.

Au cours du premier trimestre de 1966, l'excédent de paiements de l'Italie a été de \$75 millions, c'est-à-dire à peu près du même ordre de grandeur que pendant le trimestre correspondant de l'année précédente. En raison principalement du renversement des opérations de fin d'année, la position nette des banques italiennes envers l'étranger s'est améliorée de \$220 millions, pendant que les réserves monétaires officielles ont diminué de \$145 millions en chiffres nets.

Si l'on considère l'ensemble des mouvements monétaires de caractère officiel, on ne peut manquer d'être frappé par le fait que, si l'accroissement des avoirs en devises de l'Italie a représenté une très importante fraction de la contrepartie des excédents de paiements en 1964, ses avoirs ont en fait diminué de l'équivalent de \$110 millions en 1965. Ce recul a permis de maintenir la stabilité, en pourcentage, de la composante-or dans les réserves monétaires officielles totales. Les méthodes adoptées pour absorber les excédents reflètent, semble-t-il, l'opinion selon laquelle les fluctuations des balances des paiements se financent principalement au moyen de crédits, les mouvements d'or ne jouant qu'un rôle relativement secondaire.

*France.* Les excédents de paiements de la France se sont fortement accrus, passant de l'équivalent de \$795 millions en 1964 à \$1.140 millions en 1965. Leurs contreparties monétaires ont fait ressortir à plusieurs égards des différences assez marquées d'une année à l'autre, en partie parce que la France a apporté des changements à sa politique, en partie parce que des influences extérieures sont entrées en jeu. Tout d'abord, l'accroissement des réserves officielles de premier rang a représenté 40% seulement des excédents de paiements, contre 80% en 1964. En revanche, l'augmentation de la seule encaisse-or a été beaucoup plus considérable que pendant l'année précédente (85% des excédents globaux). Enfin, la position des banques commerciales envers l'étranger s'est nettement redressée en 1965, de sorte que le secteur officiel n'a pas dû absorber la totalité des excédents.

L'examen des chiffres trimestriels fait ressortir très clairement les traits caractéristiques des mouvements monétaires intervenus en 1965. Pendant le premier trimestre, l'évolution a été comparable à celle de 1964; en d'autres termes, les excédents (\$290 millions) ont été pratiquement ajoutés aux réserves; néanmoins, les avoirs en or ont augmenté à eux seuls de \$470 millions, et les avoirs en devises ont fléchi de \$255 millions. Ces mouvements ont suivi l'annonce faite au début de l'année que la France accumulerait désormais en métal ses gains de réserves monétaires et qu'elle convertirait en or une partie des avoirs officiels en dollars constitués dans le passé.

**France: Mouvements monétaires avec l'étranger.**

Postes	1964	année entière	1965			
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en millions de dollars E.U. (+ = accroissement des avoirs, diminution des engagements)						
<b>Réserves monétaires officielles (en chiffres nets) . . . . .</b>	<b>+ 650</b>	<b>+ 435</b>	<b>+ 265</b>	<b>+ 50</b>	<b>+ 55</b>	<b>+ 65</b>
<i>dont:</i>						
<i>Or . . . . .</i>	<i>+ 555</i>	<i>+ 980</i>	<i>+ 470</i>	<i>+ 235</i>	<i>+ 125</i>	<i>+ 150</i>
<i>Avoirs en devises . . . . .</i>	<i>+ 95</i>	<i>- 620</i>	<i>- 255</i>	<i>- 200</i>	<i>- 90</i>	<i>- 75</i>
<i>Engagements officiels à court   terme envers l'étranger . . .</i>	<i>—</i>	<i>+ 75</i>	<i>+ 50</i>	<i>+ 15</i>	<i>+ 20</i>	<i>- 10</i>
<b>Position nette envers le Fonds Monétaire et au titre des Accords généraux d'emprunt . . . . .</b>	<b>+ 170</b>	<b>+ 265</b>	<b>+ 20</b>	<b>+ 160</b>	<b>+ 65</b>	<b>+ 20</b>
<b>Autres avoirs officiels de caractère monétaire . . . . .</b>	<b>- 5</b>	<b>+ 10</b>	<b>+ 10</b>	<b>+ 35</b>	<b>- 35</b>	<b>—</b>
<b>Remboursements anticipés de dettes extérieures . . . . .</b>	<b>—</b>	<b>+ 180</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>+ 180</b>	<b>—</b>
<b>Position des autorités moné- taires (en chiffres nets) . . . . .</b>	<b>+ 815</b>	<b>+ 890</b>	<b>+ 295</b>	<b>+ 245</b>	<b>+ 265</b>	<b>+ 85</b>
<b>Position des banques envers l'étranger . . . . .</b>	<b>- 20</b>	<b>+ 250</b>	<b>- 5</b>	<b>+ 105</b>	<b>- 30</b>	<b>+ 180</b>
<b>Total général . . . . .</b>	<b>+ 795</b>	<b>+ 1.140</b>	<b>+ 290</b>	<b>+ 350</b>	<b>+ 235</b>	<b>+ 265</b>

Au cours des neuf mois suivants, \$170 millions seulement sur les \$850 millions d'excédents enregistrés ont été versés aux réserves officielles. Autrement dit, la France a utilisé d'autres méthodes pour financer 80% de ses excédents de paiements. Les procédés adoptés ont varié d'un trimestre à l'autre. Pendant le second trimestre, les principaux modes de financement ont été l'octroi de crédits (pour \$160 millions) au Fonds Monétaire, aux termes des Accords généraux d'emprunt, et une réduction de \$105 millions des engagements nets des banques françaises envers l'étranger. Au cours du troisième trimestre, 75% des excédents ont servi à effectuer un remboursement anticipé, à concurrence de \$180 millions, d'emprunts contractés auprès du gouvernement des Etats-Unis. Pendant le dernier trimestre, les méthodes ont été modifiées une fois de plus: les financements par les autorités ont joué un rôle secondaire; les excédents de paiements ont été absorbés, à concurrence de plus de moitié, par une réduction de \$180 millions des engagements nets des banques françaises envers l'étranger.

Le changement de la position des banques françaises envers l'étranger au cours du dernier trimestre de 1965 a été rendu possible par le fait que, pour la première fois depuis la fin de la guerre, ces banques ont été autorisées à accorder des prêts en francs à des non-résidents. De surcroît, les écarts entre taux d'intérêt, après avoir tenu compte des frais de couverture du risque de change à terme, étaient tels qu'il était plus avantageux pour des établissements exerçant leur

activité hors de France de couvrir en partie leurs besoins de francs en nouant des swaps francs contre devises avec des banques françaises plutôt que d'effectuer des achats de francs au comptant.

Au cours du premier trimestre de 1966, l'excédent de la balance des paiements de la France a été de \$180 millions, chiffre sensiblement inférieur à celui du trimestre correspondant de l'année précédente (\$290 millions). Les avoirs officiels ont augmenté de \$115 millions en chiffres nets, dont \$100 millions ont servi à accroître l'encaisse-or, et la position des banques envers l'étranger s'est de nouveau améliorée de \$65 millions en chiffres nets.

Le fléchissement accentué des avoirs en dollars de la France en 1965 a été dû, à côté des achats d'or, au remboursement anticipé de dettes envers les États-Unis et à l'octroi de crédits au Fonds Monétaire; les méthodes de financement des excédents reflètent, dans l'ensemble, l'opinion selon laquelle les mouvements d'or devraient jouer un rôle étendu dans le règlement des soldes entre pays.

*Grande-Bretagne.* Les procédés utilisés en 1964-65 pour financer les déficits de paiements de la Grande-Bretagne, de même que les mouvements de retour vers la livre sterling et de fuite devant la livre sterling, permettent d'obtenir des éclaircissements concernant un autre aspect des conditions récentes de fonctionnement des mécanismes monétaires internationaux. Trois phases principales peuvent être distinguées: la phase précédant la crise (neuf premiers mois de 1964), la période de crise allant d'octobre 1964 à août 1965, enfin la période de redressement. Deux constatations se dégagent des chiffres du tableau ci-dessous. Le déficit de \$2.790 millions enregistré depuis le début de 1964 a été financé en utilisant essentiellement des moyens autres que des prélèvements sur les réserves de premier rang (calculées, selon les méthodes habituelles, en chiffres bruts). Ces prélèvements ont eu, eux, un caractère temporaire. En fait, si l'on considère l'ensemble des années 1964-65, les réserves se sont accrues de \$350 millions. En second lieu, le déficit a été financé par le recours à une assez grande variété de moyens.

De janvier à septembre 1964, les opérations effectuées par les autorités pour financer un déficit de \$1.450 millions ont compris un prélèvement de \$115 millions sur les réserves et l'utilisation, en septembre surtout, de \$200 millions de facilités octroyées par des banques centrales au moment où la pression sur la livre sterling commençait de monter. Le solde (\$1.135 millions) a été couvert par un afflux de fonds vers Londres. Les avoirs étrangers en livres sterling se sont accrus de \$565 millions, dont plus de la moitié représentait la contrepartie des excédents de paiements de pays d'outre-mer membres de la zone sterling. En outre, les engagements nets en devises des banques exerçant leur activité sur la place de Londres ont augmenté

**Grande-Bretagne: Mouvements monétaires avec l'étranger.**

Postes	9 premiers mois de 1964	du 4ème trimestre de 1964 au 3ème trimestre de 1965	1964 4ème trimestre	1965			
				1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en millions de dollars E.U. (+ = accroissement des avoirs, diminution des engagements)							
<b>Avoirs officiels . . . . .</b>	- 115	- 275	- 715	+ 15	+ 460	- 35	+ 250
<i>dont:</i>							
<i>Réserves monétaires . . . . .</i>	- 115	+ 215	- 225	+ 15	+ 460	- 35	+ 250
<i>Tranche-or auprès   du F.M.I. . . . .</i>	—	- 490	- 490	—	—	—	—
<b>Engagements officiels . . . . .</b>	- 465	- 1.740	- 565	- 150	- 705	- 320	+ 125
<i>dont:</i>							
<i>Engagements en livres   (en chiffres nets)   envers des autorités   monétaires étrangères</i>	- 265	+ 840	+ 355	+ 255	+ 165	+ 70	- 155
<i>Aide reçue de banques   centrales étrangères</i>	- 200	- 670	- 405	- 415	+ 540	- 390	+ 275
<i>Position au Fonds Moné-   taire à l'intérieur des   tranches de crédit . . . . .</i>	—	- 1.910	- 515	+ 15	- 1.410	—	+ 5
<b>Position des autorités (en chiffres nets) . . . . .</b>	- 580	- 2.015	- 1.280	- 135	- 245	- 355	+ 375
<b>Autres engagements en livres (en chiffres nets) . . . . .</b>	- 300	+ 690	+ 630	+ 180	+ 45	- 165	- 205
<b>Position nette en devises étrangères des banques du Royaume-Uni . . . . .</b>	- 390	+ 85	- 40	- 305	+ 245	+ 185	+ 40
<b>Divers . . . . .</b>	- 180	- 245	+ 50	- 35	- 20	- 240	- 65
<b>Total général . . . . .</b>	- 1.450	- 1.485	- 640	- 295	+ 25	- 575	+ 145

de presque \$400 millions, en raison des emprunts contractés par la Grande-Bretagne par l'intermédiaire du marché de l'Euro-dollar. Pendant cette phase, le déficit a donc été financé dans une très large mesure par l'entrée en jeu de facteurs autonomes.

La situation s'est complètement renversée pendant la période de crise des douze mois suivants. Le déficit de la balance des paiements a été de \$1.485 millions; mais les financements officiels ont atteint l'équivalent de \$2.855 millions. La différence entre ces deux chiffres s'explique par un fléchissement des avoirs en livres provoqué, en partie, par l'apparition de déficits de paiements dans les pays d'outre-mer de la zone sterling, en partie par des retraits de fonds de Londres émanant principalement de titulaires ne résidant pas dans la zone sterling. Les avoirs officiels en livres sterling ont fléchi de \$840 millions et les avoirs en livres sterling des particuliers de \$690 millions.

Les opérations de financement effectuées par les autorités pendant les douze mois considérés ont compris un tirage de \$2.400 millions sur les ressources du

Fonds Monétaire et l'utilisation, à concurrence de \$670 millions en chiffres nets, de lignes de crédit ouvertes auprès de banques centrales. Pour maintenir un certain contrôle sur les sorties de capitaux de Londres pendant la crise, la Banque d'Angleterre s'est portée contrepartie des achats de devises à terme, dans une large mesure, à des conditions modérées, offrant ainsi une assurance contre le risque d'instabilité des cours de change.

Le dernier trimestre de 1964 a marqué le point culminant de la crise. A un déficit de paiements de \$640 millions, non compris une annuité de \$175 millions au titre des emprunts contractés en 1946 aux Etats-Unis et au Canada dont le versement était différé, était venue s'ajouter une chute de \$1 milliard des avoirs étrangers en livres sterling. Les opérations de financement réalisées par les autorités ont revêtu la forme d'un tirage de \$1 milliard sur les ressources du Fonds Monétaire, de l'utilisation, à concurrence de \$405 millions en chiffres nets, de lignes de crédit ouvertes auprès de banques centrales et d'un prélèvement sur les réserves monétaires de la Grande-Bretagne pour l'équivalent de \$225 millions.

En partie pour des raisons de caractère saisonnier, le déficit de la balance des paiements a considérablement fléchi pendant le premier semestre de 1965, mais des pressions ont continué de s'exercer sur la livre sterling, en raison principalement d'un nouveau fléchissement des avoirs étrangers en sterling. Pendant un certain temps, les réserves monétaires de la Grande-Bretagne ont été protégées contre les conséquences défavorables de ces mouvements, grâce à l'aide accordée par les banques centrales et à un tirage de \$1.400 millions sur le Fonds Monétaire en mai. Le produit de ce tirage a couvert, et au-delà, les besoins de financement, puisqu'il a permis de rembourser les engagements envers les banques centrales et d'accroître les réserves de \$475 millions.

A ce stade, la position de la livre sterling au point de vue technique permettait d'escompter un renversement des mouvements de capitaux, étant donné l'importance des positions à la baisse précédemment prises. En fait, le troisième trimestre de 1965 a été marqué par la réapparition d'un déficit de paiements considérable (dû en grande partie à des causes saisonnières), et le mouvement de défiance envers la livre sterling a pris une ampleur telle que des sorties massives de capitaux de Londres se sont produites en juillet et en août, provoquant un nouvel accroissement des positions à la baisse. Pour faire face à cette situation, de nouveaux arrangements relatifs à l'octroi d'une aide étendue par des banques centrales ont été conclus au début de septembre. Le courant de ventes semblant s'être à peu près tari, ces arrangements ont ramené la confiance, et un reflux très important de fonds vers Londres a été enregistré pendant le mois considéré. Pour l'ensemble du troisième trimestre, le montant des financements réalisés par les autorités (\$425 millions) a été inférieur à celui du déficit de paiements. Les moyens utilisés ont revêtu

presque entièrement la forme d'une augmentation de \$390 millions, en chiffres nets, de l'aide accordée par les banques centrales.

Au cours des trois derniers mois de 1965, premier trimestre complet du mouvement de redressement de la livre sterling, l'afflux de capitaux vers Londres s'est poursuivi, et la situation de la balance des paiements s'est nettement améliorée. L'excédent global a été de \$145 millions; si le versement des annuités des emprunts contractés aux Etats-Unis et au Canada en 1946 avait été effectué à la date prévue, la balance des paiements aurait fait apparaître un léger déficit de \$30 millions. Le retour de fonds vers Londres pendant le trimestre considéré a surtout revêtu la forme d'un accroissement des avoirs étrangers en livres sterling. Les avoirs officiels étrangers en livres sterling ont augmenté de l'équivalent de \$155 millions et ceux des particuliers de \$205 millions. Ce renforcement reflète, dans une très large mesure, le rétablissement de la confiance envers la livre sterling, mais la situation des balances des paiements des pays d'outre-mer membres de la zone sterling, dont l'aggravation avait joué un rôle étendu dans les difficultés financières rencontrées pendant les douze mois de crise, s'est également améliorée. Les excédents de paiements et l'afflux de fonds vers Londres ont permis à la Banque d'Angleterre de rembourser \$275 millions à la Banque de Réserve Fédérale de New York et d'accroître les réserves monétaires de \$250 millions. Ces chiffres ne donnent pas une idée complète de l'étendue de l'amélioration obtenue, car la Banque d'Angleterre a dénoué en même temps une importante fraction de ses engagements de livraison de devises à terme.

La reprise de la livre sterling s'est poursuivie pendant la majeure partie du premier trimestre de 1966. Le trait caractéristique des mouvements monétaires de ce trimestre a été le transfert au Fonds d'Egalisation des Changes de \$885 millions provenant du portefeuille de valeurs en dollars du Trésor britannique. Les réserves officielles ont augmenté de \$570 millions; en l'absence du transfert du produit de la mobilisation du portefeuille du Trésor, elles auraient accusé un fléchissement de \$315 millions. En même temps, les remboursements de l'aide accordée par des banques centrales ont été supérieurs à ce dernier chiffre. Au moment de l'annonce des élections générales, la livre sterling a toutefois subi une certaine pression, et l'inquiétude éprouvée par les milieux du marché s'est traduite, en mars-avril, par une perte de réserves de \$130 millions.

L'expérience de la Grande-Bretagne ne saurait permettre de formuler des observations de caractère général sur les besoins de moyens liquides et les modalités de fonctionnement du système monétaire international. Les monnaies, quelles qu'elles soient, doivent obligatoirement subir le contrecoup de mouvements de défiance, en l'absence de mesures positives visant à corriger des déséquilibres graves. Il apparaît toutefois à l'évidence que, dans des situations difficiles, les autorités

peuvent ne pas courir le risque d'effectuer des prélèvements massifs sur les réserves, car ces prélèvements contribuent, en eux-mêmes, à accroître les doutes qui peuvent être exprimés au sujet des monnaies.

*Etats-Unis.* Le tableau des mouvements monétaires des Etats-Unis avec l'étranger a été dressé de manière à obtenir un degré d'homogénéité aussi élevé que possible avec ceux des autres pays. La présentation fait toutefois ressortir des différences évidentes tenant au caractère de monnaie de réserve du dollar. Les fluctuations du solde global des Etats-Unis sont souvent plus difficiles à interpréter pour deux raisons. En premier lieu, les changements de la position active des banques américaines envers l'étranger ne peuvent souvent pas être considérés comme une composante de mouvements monétaires. C'est ainsi, par exemple, que, de l'avis des autorités des Etats-Unis, la forte augmentation des avoirs à l'étranger des banques américaines notée en 1964 contribuait à accroître le déficit, car les sorties de dollars formant la contrepartie de cette augmentation pouvaient ultérieurement grever l'encaisse-or. En second lieu, des complications peuvent se produire du fait du fonctionnement du marché de l'Euro-dollar. Lorsque, par exemple, des sociétés américaines autres que des banques confient des ressources en dollars à des banques étrangères, les engagements en dollars des Etats-Unis envers des particuliers résidant à l'étranger sont augmentés, mais il n'y a pas une augmentation correspondante des avoirs de caractère monétaire des Etats-Unis, parce que les renseignements relatifs aux avoirs à l'étranger des entreprises du secteur privé autres que les banques ne sont pas enregistrés. Le déficit global obtenu à partir des calculs revêt donc, de ce fait, un caractère purement statistique. A noter toutefois que l'an dernier l'erreur aurait été plutôt commise dans la direction opposée, en raison du rapatriement aux Etats-Unis de fonds confiés à des banques étrangères.

D'après le tableau de la page suivante, le déficit global des Etats-Unis s'est fortement accru en 1965, à la suite de l'aggravation de la balance de base des transactions courantes et des mouvements de capitaux à long terme. Les besoins de financements officiels ont toutefois augmenté d'un montant moins élevé, principalement parce que la mise en route du programme de restrictions volontaire des exportations de capitaux a provoqué un fléchissement des créances des banques américaines sur des étrangers. D'autre part, on a encore relevé une légère augmentation des avoirs en dollars appartenant à des particuliers non résidents.

En ce qui concerne les opérations de financement du déficit par les autorités, la principale différence entre les deux années écoulées est la suivante: en 1964, les besoins ont été couverts à concurrence de plus de 80% par un accroissement des avoirs en dollars d'autorités monétaires étrangères; l'an dernier, au contraire, les

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

Postes	1964	1965				
		année entière	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	
en millions de dollars E. U. (+ = accroissement des avoirs, diminution des engagements)						
Réserves officielles . . . . .	- 170	- 1.220	- 840	- 70	- 40	- 270
dont:						
Or . . . . .	- 125	- 1.665	- 830	- 590 <sup>1</sup>	- 125	- 120
Avoirs en devises . . . . .	+ 220	+ 350	+ 55	+ 55	+ 415	- 180
Tranche-or au Fonds Monétaire . . . . .	- 265	+ 95	- 65	+ 465 <sup>1</sup>	- 330	+ 25
Engagements envers des organismes officiels <sup>2</sup> . . . . .	- 1.040	- 105	+ 980	+ 135	- 235	- 885
Remboursements anticipés de prêts accordés à des pays étrangers . . . . .	-	- 180	-	-	- 180	-
Position des autorités (en chiffres nets) . . . . .	- 1.210	- 1.505	+ 40	+ 65	- 455	- 1.155
Créances à court terme des banques américaines sur des étrangers . . . . .	+ 1.525	- 325	- 25	- 175	- 260	+ 135
Engagements envers des organismes non officiels et des particuliers résidant à l'étranger . . . . .	- 1.555	- 150	- 205	+ 150	- 710	+ 615
Position nette calculée à partir des deux postes ci-dessus . . . . .	- 30	- 475	- 230	- 25	- 970	+ 750
Balance générale . . . . .	- 1.240	- 1.980	- 190	+ 40	- 1.425	- 405

<sup>1</sup> Y compris \$259 millions, représentant la libération en or du relèvement de la souscription de la quote-part au Fonds Monétaire. <sup>2</sup> Les chiffres de 1965 ne sont pas entièrement comparables avec ceux de 1964.

sorties d'or ont été supérieures, à elles seules, au total des financements officiels. L'importance des pertes d'or reflète, en plus du financement du déficit courant, un transfert de \$259 millions de métal au Fonds Monétaire au moment de la libération en or de la souscription au relèvement de la quote-part des Etats-Unis et des conversions d'avoirs en dollars existants effectuées par la France au début de l'année. Le fléchissement de l'encaisse métallique a été compensé en partie par un accroissement de \$350 millions des avoirs officiels en devises étrangères, représentant essentiellement l'utilisation, par la Banque d'Angleterre, de lignes de crédit ouvertes par le Système de Réserve Fédérale.

Pour l'ensemble de 1965, la position des Etats-Unis envers le Fonds Monétaire à l'intérieur de leur tranche-or ne s'est pas sensiblement modifiée. L'accroissement de \$95 millions de cette position tient compte du transfert effectué pour libérer en or la souscription à l'augmentation de la quote-part. Il en résulte que d'autres transactions des Etats-Unis avec le Fonds Monétaire ont été affectées d'un signe négatif (-\$165 millions). En gros, ce chiffre représente la différence entre les tirages bruts effectués par les Etats-Unis sur le Fonds (équivalent de \$435 millions) et des prélèvements de dollars de \$280 millions (dont \$200 millions pour la Grande-Bretagne) effectués par d'autres Etats membres.

Les engagements des Etats-Unis envers les organismes officiels étrangers se sont accrus de \$105 millions l'an dernier. Ce chiffre comprend les variations des avoirs en dollars d'autorités monétaires étrangères détenus dans le cadre de swaps avec le Système de Réserve Fédérale et les fluctuations du portefeuille des autorités monétaires étrangères en Bons non négociables du Trésor fédéral, aucun de ces deux postes ne pouvant enregistrer des variations de caractère autonome. Les avoirs officiels en dollars des pays étrangers détenus dans le cadre d'opérations de swap ont diminué de \$185 millions l'an dernier; leurs portefeuilles de Bons non négociables du Trésor des Etats-Unis se sont accrus de \$280 millions, en chiffres nets. Si l'on ne tient pas compte des effets de ces transactions, les engagements des Etats-Unis envers l'ensemble des organismes officiels ont diminué de \$10 millions en 1965.

Les mouvements monétaires officiels des Etats-Unis avec l'étranger en 1965 peuvent être résumés comme suit. Les Etats-Unis ont financé un déficit global de paiements considérable, tout en accordant un soutien à la livre sterling, à concurrence de plus de \$500 millions pour l'ensemble de l'année – et à certains moments bien plus encore – grâce à l'intervention du Fonds Monétaire et à l'utilisation de crédits de swap. Comme les avoirs officiels étrangers en dollars et les avoirs en dollars de particuliers non résidents se sont accrus d'un montant assez modeste, la charge des financements officiels est retombée presque en totalité sur l'encaisse métallique du Trésor fédéral.

Au cours du premier trimestre de 1966, le déficit global, calculé d'après les méthodes utilisées pour dresser le tableau de la page précédente, a été de \$250 millions. Le financement officiel a été assuré essentiellement par des tirages nets d'un montant de \$135 millions sur le F. M. I. et par une réduction de \$70 millions de l'encaisse-or.

\* \* \*

L'exposé qui précède montre clairement que le fonctionnement du système monétaire international s'est sensiblement écarté des conceptions prévues par les participants à la Conférence de Bretton Woods. D'une part, en effet, le recours à des crédits, de préférence aux réserves monétaires, pour couvrir des déficits et des excédents s'est beaucoup développé, sans qu'on ait adopté pour autant de nouveaux critères d'orthodoxie fixant des limites appropriées à l'utilisation de ces facilités. D'autre part, il existe des divergences de vues au sujet du véritable rôle de l'or dans le fonctionnement des mécanismes monétaires internationaux.

### **L'or: Situation de l'offre et de la demande.**

A supposer qu'un équilibre normal puisse s'établir à un moment quelconque entre les forces de l'offre et de la demande d'or, et qu'il soit possible de dresser une position statistique caractéristique du marché, ces deux conditions n'ont manifestement pas été remplies l'an dernier. En 1965, l'offre d'or neuf a atteint la valeur record de \$1.985 millions, en raison de nouveaux progrès de l'extraction et d'une recrudescence des ventes pour le compte de l'Union Soviétique. Du côté de la demande, la valeur des achats des particuliers a atteint le chiffre sans précédent de \$1.585 millions, de sorte que \$400 millions de métal seulement ont été disponibles pour des utilisations officielles. Par rapport à 1964, la valeur des achats d'or des particuliers a fait un bond de \$465 millions, et les disponibilités susceptibles d'être utilisées à des fins monétaires ont diminué de \$325 millions. Pour la première fois, la Chine a absorbé de l'or en quantités appréciables; ses achats sur le marché ont représenté l'équivalent de \$150 millions environ. En fin de compte, les encaisses officielles du monde occidental ont augmenté l'an dernier de \$250 millions seulement, contre \$800 millions en moyenne pendant chacune des deux années précédentes.

Les achats des particuliers ont été stimulés en premier lieu par l'annonce, faite au début de 1965, que la France transformerait désormais en or ses excédents de paiements et qu'elle était en faveur d'un retour généralisé au système d'étalon métallique. Intervenant à un moment où les Etats-Unis et la Grande-Bretagne accusaient des déficits extérieurs, ces déclarations ont amené de nombreux opérateurs à envisager la possibilité d'un relèvement du prix du métal et ont donné naissance à un fort courant d'achats à des fins spéculatives. Comme l'Union Soviétique ne transmettait pas d'offres à cette époque, le disponible du marché en métal neuf était relativement faible; aussi la Réserve commune de Londres a-t-elle dû l'approvisionner pour lui permettre de satisfaire les demandes. D'après les statistiques des mouvements des encaisses-or, la masse de métal engagée temporairement sur le marché par la Réserve commune a atteint une valeur de \$250 millions environ au maximum, chiffre qui ne saurait être considéré comme excessif étant donné, d'une part, que des achats ont été effectués par les autorités de quelques pays ne faisant pas partie de la Réserve commune et, d'autre part, que les particuliers ont déployé une grande activité.

Une nouvelle vague d'achats pour le compte des particuliers a déferlé pendant le troisième trimestre de 1965, appuyée, semble-t-il, par l'ouverture des hostilités entre l'Inde et le Pakistan et par l'intensification de la guerre au Viet-nam, pendant que les achats de la Chine contribuaient à accentuer les pressions sur le marché. L'Union Soviétique a toutefois commencé de passer des ordres de vente en août, et ces offres, combinées avec le redressement de la livre pendant les quatre derniers

mois de 1965, ont provoqué une amélioration de la situation sur le marché. Vers la fin de l'année, la Réserve commune avait racheté le métal vendu précédemment.

Les phénomènes observés en 1965 montrent clairement que la Réserve commune peut prendre assez facilement en main la situation sur le marché des métaux précieux, par des achats et ventes, même lorsque le public éprouve un fort désir d'effectuer des achats à des fins spéculatives. Il en est ainsi parce qu'en substance le marché est caractérisé par l'existence d'un excédent d'offre par rapport à la demande, de sorte que la Réserve commune est en mesure d'absorber des soldes plus ou moins importants en tant qu'acheteur en dernier ressort. Etant donné, d'autre part, qu'il est interdit aux résidents de plusieurs pays (Etats-Unis compris) de détenir de l'or, il existe peu de chances pour que des demandes à des fins spéculatives atteignent momentanément une ampleur telle qu'elles ne puissent être satisfaites au moyen de prélèvements limités sur les encaisses des pays membres de la Réserve commune. Les Etats membres de la Réserve s'attendent par conséquent à recevoir des répartitions de métal provenant d'achats nets effectués par celle-ci sur le marché, et force est de reconnaître que ces attributions leur ont été parcimonieusement mesurées l'an dernier. Le moment est donc venu de se demander dans quelle direction les forces de l'offre et de la demande d'or se sont orientées, et dans quelle mesure il est permis d'escompter un afflux suffisant de métal vers les réserves monétaires. Les données chiffrées sur la situation de l'offre et de la demande laissent subsister de nombreux points d'incertitude au sujet de la position statistique de l'or, mais elles permettent également de relever des changements significatifs.

Du côté de l'offre, le trait le plus caractéristique de la période d'après-guerre est l'exploitation de nouveaux gisements en Afrique du Sud, principalement dans l'Etat libre d'Orange. Découverts en 1938, ces gisements ont commencé de produire en quantités significatives vers 1953. La rapidité de l'accroissement de l'extraction dans cette région n'a d'égale que celle qui a suivi la mise en exploitation du Witwatersrand il y a quelque soixante ans. De 2 millions d'onces en 1953, l'extraction des mines nouvellement exploitées est passée à 24 millions d'onces en 1965. Depuis cinq ans, son tonnage dépasse de beaucoup celui de l'apport total de métal aux réserves monétaires. En l'absence de cet or, le problème des systèmes internationaux de paiement se serait présenté depuis longtemps.

Dans toutes les autres zones de production (U.R.S.S. exceptée), l'extraction est en général orientée vers la baisse. De 22 millions d'onces au total en 1953, elle est en effet tombée à 17 millions en 1965. Le recul a été particulièrement accentué dans les mines les plus anciennement exploitées d'Afrique du Sud; d'une manière générale, la montée des prix de revient, alors que le prix de vente est resté stable, a provoqué partout une diminution de rentabilité et n'a guère encouragé

de nouvelles initiatives. Les mines entrées récemment en exploitation en Afrique du Sud font exception à cette règle, en raison de la richesse des gisements et d'une structure géologique qui permet d'utiliser des procédés d'extraction peu coûteux.

Au cours des prochaines années, le fléchissement de la production des mines anciennes se poursuivra très vraisemblablement, peut-être à la même cadence que pendant les années écoulées. Un changement de tendance interviendra certainement dans les régions les plus récemment exploitées, lorsque la phase de développement rapide de l'extraction qui a marqué l'ouverture de nouvelles mines touchera à sa fin. L'extraction des nouvelles mines est encore inférieure de nos jours à leur potentiel de production et elle devrait continuer d'augmenter; mais les progrès futurs pourront soutenir difficilement la comparaison avec les gains spectaculaires des dix années écoulées. En dernière analyse, si la production de l'ensemble des pays du monde libre a progressé de 1,4 million d'onces par an en moyenne pendant plus d'une décennie, tout porte à croire qu'au bout de quelque temps, l'augmentation annuelle se stabilisera à un niveau égal ou légèrement inférieur à la moitié de ce chiffre, sauf événements imprévus agissant dans un sens favorable ou défavorable.

Du côté de l'offre, un autre changement important a été constitué par les ventes de l'Union Soviétique. De 1956 à 1962, celles-ci s'étaient stabilisées aux environs de \$250 millions par an en moyenne. Au cours de chacune des trois années suivantes, leur valeur a été supérieure à \$500 millions. Ces négociations de métal ont été liées à des achats de blé à l'étranger, mais on ignore dans quelle mesure les

Offre d'or neuf.

Années	Afrique du Sud			Canada	Etats-Unis	Autres pays	Production totale	Ventes de l'Union Soviétique	Total de l'offre d'or neuf
	Mines nouvellement exploitées	Mines anciennes	Total						
en millions d'onces									
1953	2,5	9,4	11,9	4,1	2,0	6,1	24,1	2,1	26,2
1954	3,7	9,5	13,2	4,4	1,8	6,2	25,6	2,1	27,7
1955	5,3	9,3	14,6	4,5	1,9	5,9	26,9	2,1	29,0
1956	6,8	9,3	15,9	4,4	1,8	5,8	27,9	4,3	32,2
1957	8,6	8,4	17,0	4,4	1,8	5,8	29,0	7,4	36,4
1958	9,6	8,1	17,7	4,6	1,7	6,0	30,0	6,3	36,3
1959	11,8	8,3	20,1	4,5	1,6	5,9	32,1	8,5	40,6
1960	13,3	8,1	21,4	4,6	1,7	5,9	33,6	5,7	39,3
1961	15,5	7,4	22,9	4,5	1,5	5,8	34,7	8,5	43,2
1962	18,3	7,2	25,5	4,2	1,5	5,7	36,9	5,7	42,7
1963	20,6	6,8	27,4	4,0	1,5	5,7	38,6	15,7	54,3
1964	22,5	6,6	29,1	3,8	1,5	5,5	39,9	12,8	52,7
1965	24,2	6,3	30,5	3,6	1,7	5,2	41,0	15,7	56,7

autorités de l'Union Soviétique ont effectué des prélèvements de caractère exceptionnel sur l'encaisse existante et dans quelle mesure l'extraction de l'or dans ce pays s'est accrue. Etant donné que le gouvernement de l'Union Soviétique est favorable au renforcement de l'encaisse métallique du pays et qu'il aurait pu adopter comme solution de rechange une réduction exceptionnelle de certaines importations, il est permis de supposer que la production d'or de l'U.R.S.S. a augmenté. Si cette hypothèse est vérifiée, le marché des métaux précieux continuera peut-être de recevoir, en provenance de l'Union Soviétique, des apports annuels supérieurs à la moyenne des années 1956-1962.

Sans méconnaître les éléments d'incertitude compris dans toute projection, on peut estimer que l'offre totale d'or se situera légèrement au-dessous de l'équivalent de \$2 milliards par an, et qu'il y a peu de chances de voir ce chiffre notablement dépassé. L'offre aurait tendance à être sensiblement en dessous de cette estimation, si la recrudescence des ventes pour le compte de l'Union Soviétique était un phénomène temporaire.

Si les prévisions du volume de l'offre doivent être accueillies avec réserve, une prudence encore plus grande s'impose lorsqu'on essaie d'estimer les fluctuations de la demande, en raison des lacunes statistiques et aussi parce que les mobiles qui poussent les particuliers à acheter de l'or ne se prêtent pas à des ventilations quantitatives.

Dans les conditions actuelles de fonctionnement du marché des métaux précieux, les achats pour des fins monétaires représentent le solde subsistant lorsque les demandes des particuliers ont été satisfaites. Au point de vue statistique, au contraire, les chiffres annuels de la demande des particuliers mentionnés dans le tableau ont été obtenus en faisant la différence entre l'offre d'or neuf et l'accroissement des réserves monétaires officielles. Il serait souhaitable d'obtenir des notions assez précises sur les diverses composantes de la demande (achats aux fins d'utilisations industrielles, achats des épargnants, achats représentant essentiellement une spéculation à court terme à la hausse du prix de l'or ou une couverture contre le risque d'une augmentation possible de son prix mondial). Ces notions permettraient de porter un jugement sur les perspectives d'afflux d'or vers les réserves monétaires, à supposer que les doutes au sujet de l'avenir du prix mondial du métal aient été dissipés. Lorsque des doutes de cette nature commencent à s'emparer du public, l'évolution de la demande des particuliers relève de la simple conjecture.

Certains pays publient des statistiques de l'utilisation de l'or par leurs industries; celles-ci sont fréquemment incomplètes et ne peuvent donner d'indications raisonnables de tendance que pour une douzaine d'entre eux. La publication de ces

Offre et utilisation de l'or.

Années	Offre d'or			Achats nets par les autorités monétaires	Demande des particuliers		
	Extraction d'or neuf	Ventes de l'Union Soviétique	Total		Utilisations à des fins industrielles telles qu'elles apparaissent dans les statistiques <sup>1</sup>	Autres absorptions par les particuliers	Total
en millions de dollars E.U.							
1953	845	75	920	455	.	.	465
1954	895	75	970	670	.	.	300
1955	940	75	1.015	665	.	.	350
1956	975	150	1.125	490	165	470	635
1957	1.015	260	1.275	690	195	390	585
1958	1.050	220	1.270	680	200	390	590
1959	1.125	300	1.425	750	220	455	675
1960	1.175	200	1.375	345	265	765	1.030
1961	1.215	300	1.515	600	285	630	915
1962	1.290	200	1.490	330	330	830	1.160
1963	1.350	550	1.900	840	325	735	1.060
1964	1.395	450	1.845	725	430	690	1.120
1965	1.435	550	1.985	400 <sup>2</sup>	465	1.120	1.585

<sup>1</sup> Ces chiffres concernent les pays suivants: Australie, Autriche, Belgique, États-Unis, France, Grande-Bretagne, Italie, Japon, Pays-Bas, République fédérale d'Allemagne, Suède, Suisse. <sup>2</sup> Comprend des achats de la Chine pour \$150 millions environ.

statistiques est limitée aux pays à revenu national élevé; encore les données sont-elles parfois sous-estimées (principalement pour des raisons d'ordre fiscal), de plus de 10% peut-être, par rapport aux montants indiqués dans le tableau ci-dessus. 75% environ du métal utilisé à des fins industrielles servent à fabriquer des bijoux et des objets en or; le solde est à peu près également réparti entre cabinets dentaires et utilisateurs industriels au sens étroit du terme.

On remarquera que, au cours des dix années écoulées, les utilisations de métal à des fins industrielles, telles qu'elles résultent des statistiques, ont été régulièrement orientées vers la hausse et que leur montant a triplé. En raison de leur caractère d'articles de luxe, les bijoux d'or sont évidemment, quant à leur demande, très assujettis aux fluctuations de la masse des revenus. Il est clair que les débouchés se sont élargis à la suite du maintien du plein-emploi et de l'augmentation des gains des particuliers. La montée en flèche des chiffres appelle néanmoins d'autres explications. Celles-ci peuvent être recherchées, par exemple, dans le maintien de la stabilité du prix de l'or au cours d'une période qui a vu les indices des prix à la consommation augmenter de 20% environ dans les pays industrialisés. La demande reflète sûrement l'impression du public que les objets en or sont devenus relativement bon marché. Cette observation est confirmée par l'augmentation significative des ventes de médailles commémoratives qui s'effectuent en général à

un prix double de la valeur de leur contenu d'or fin, et par la prime cotée par des pièces dont l'intérêt, au point de vue numismatique, est assez réduit. Les achats n'ont pas un caractère spéculatif au sens usuel des termes, parce que les acquéreurs ne prévoient pas une revente; ils impliquent toutefois de la part du public une certaine propension à épargner qui demeurera vraisemblablement un facteur de la demande.

Les séries figurant sous la rubrique «Autres absorptions d'or par les particuliers» représentent le solde hétérogène de toutes les composantes de la demande dont la ventilation ne peut être effectuée que de façon très approximative. Cette rubrique comprend en premier lieu les utilisations de métal à usage industriel ne figurant pas dans les statistiques publiées par les douze pays mentionnés plus haut, mais en laissant de côté les pays d'Orient, dans lesquels l'achat de bijoux d'or peu travaillés est une forme traditionnelle d'épargne. Il est permis de penser que ces utilisations se sont développées, à l'exemple de celles des pays publiant des statistiques, et qu'elles ont absorbé quelque \$150 millions de métal l'an dernier. En second lieu, la rubrique englobe les demandes des particuliers à des fins non industrielles. Cette composante s'est évidemment accrue à un rythme beaucoup plus rapide; en 1964, elle représentait, pense-t-on, le quintuple environ de celle de 1955. La question se pose de savoir quelle fraction de cette composante est constituée par de l'épargne à long terme.

Les fluctuations de la série «autres absorptions par les particuliers» présentent de très lointains rapports avec celles de la série «utilisations à des fins industrielles». Au lieu de faire preuve d'une tendance assez régulière à l'augmentation, les demandes d'or des particuliers à des fins non industrielles ont progressé par trois larges bonds: en 1956 au moment de la crise de Suez, en 1960 lors de la poussée de hausse sur le marché des métaux précieux de Londres et l'an dernier. Dans les deux premiers cas, le tonnage d'or prélevé sur le marché a eu tendance à diminuer, une fois passée l'année de grande activité, encore qu'en 1962 on ait noté une vive recrudescence des demandes provoquée, en premier lieu, par la crise de Cuba. Il reste à voir ce qui adviendra après les prélèvements massifs effectués l'an dernier. Jusqu'ici, en 1966, la demande d'or se tient sensiblement au-dessous de celle de 1965.

La tenue du marché des métaux précieux et d'autres indices recueillis montrent que le stockage effectué par les milieux intéressés au commerce de l'or joue un rôle de premier plan pendant une année de très grande activité des demandes. A chaque maillon de la chaîne formée par les opérateurs, les transformateurs, les fabricants et les artisans, l'or est la matière première dominante, et comme on peut le prévoir, ces agents économiques réagissent promptement devant l'apparition d'événements

paraissant constituer une menace pour le prix mondial. Les mêmes événements exercent aussi une influence sur un public beaucoup plus large, ce qui accentue la propension fondamentale à constituer de l'épargne sous forme d'or, même après le retour d'une atmosphère plus calme sur les marchés.

Tout porte à croire que, au cours des dernières années, cette composante de l'absorption de l'or par les particuliers a été représentée, dans une très large mesure, par une épargne relativement stable, plutôt que par des stocks importants détenus par une spéculation en attente de gains en capital rapides. L'année 1964, par exemple, pendant laquelle les indices d'achats spéculatifs de grande envergure ont été peu nombreux, permet de se faire une idée du niveau auquel cette composante de la demande a été portée. Nombreux sont les mobiles qui affectent les épargnants. D'une manière générale, les acheteurs cherchent à se protéger contre des troubles monétaires présents ou futurs; ils peuvent également être amenés à considérer que l'or peut constituer un élément d'actif utile en périodes de bouleversements politiques. Un autre motif est le désir de dissimuler des fonds liquides, afin d'échapper à l'impôt sur le revenu et aux droits de succession. Depuis dix ans, les accès de faiblesse des monnaies ont été assez nombreux pour encourager la thésaurisation: outre les difficultés du franc français et de la livre sterling après la crise de Suez, de nombreuses monnaies d'Amérique du Sud se sont dépréciées et la roupie de l'Inde a fait l'objet de mouvements de défiance. D'autre part, les déficits de paiements des Etats-Unis ont fait perdre une partie de leur attrait aux valeurs libellées en dollars en tant qu'instruments de placement à long terme. D'une manière générale, les épargnants ne se proposent pas de réaliser des bénéfices en thésaurisant l'or; ils veulent mettre une fraction au moins de leur richesse à l'abri de pertes possibles. A noter cependant que, depuis quelques années, la thésaurisation est manifestement influencée par le prix relativement avantageux du métal.

Les observations qui précèdent et les données chiffrées très fragmentaires dont on dispose permettent d'aboutir, semble-t-il, aux conclusions suivantes:

1) Les demandes d'or à usage industriel et les demandes de métal des épargnants représentent de nos jours une «tendance» d'un peu plus de \$1 milliard par an environ.

2) Abstraction faite de vagues d'achats de caractère spéculatif, l'accroissement annuel de la demande de métal des particuliers est de nos jours un peu supérieur, semble-t-il, à l'augmentation moyenne probable des offres résultant de la production du monde occidental.

3) Même en l'absence d'achats de caractère spéculatif, l'afflux d'or neuf vers les réserves monétaires ne dépassera vraisemblablement pas l'équivalent de \$700

à \$800 millions par an, avec une lente tendance au ralentissement. Cet afflux se réduira si les ventes pour le compte de l'Union Soviétique retombent au niveau d'il y a quelques années.

4) Les quantités d'or conservées à des fins de spéculation à court terme sont beaucoup moins importantes qu'on est parfois tenté de le croire. D'après des estimations très approximatives, elles représentaient peut-être l'équivalent de \$1 à \$2 milliards à la fin de 1965. Beaucoup plus abondantes ont été les quantités de métal qui ont pris le chemin de la thésaurisation privée, où elles jouent plus le rôle d'instruments d'épargne que celui de véhicules de la spéculation. A en juger d'après l'expérience passée, le raffermissement de telle ou telle monnaie ne provoquerait pas une réduction massive de ces épargnes.

### **Les compléments de l'or.**

C'est en fonction de ces données statistiques que le Groupe des Dix a été amené à constater que l'offre probable d'or pour des fins monétaires ne permettra vraisemblablement pas d'obtenir dans l'avenir une augmentation suffisante des réserves. Il n'y a pas de pénurie d'or en ce sens, par exemple, qu'il serait impossible de satisfaire les demandes des particuliers avec les offres de métal neuf. En revanche, si l'on devait compter exclusivement sur les apports d'or neuf pour accroître les réserves monétaires, l'importance relative de celles-ci aurait tendance à fléchir assez sensiblement, eu égard à l'accroissement du volume des transactions internationales. Cette observation ne signifie pas qu'il existe une pénurie de liquidités internationales, parce que des moyens liquides ont été créés grâce aux monnaies de réserve, à l'utilisation des facilités du Fonds Monétaire et à d'autres méthodes. De l'avis général, en revanche, ces moyens liquides ne peuvent, à la longue, être acceptables pour remplacer entièrement l'or dans la composition des réserves monétaires; aussi, explore-t-on les possibilités de créer un nouvel instrument de réserve pour compléter le métal.

Au premier abord, il peut paraître que la création de cet instrument ne devrait pas soulever de difficultés insurmontables, car les mécanismes d'un système à base d'unités de réserve ou de droits de tirage peuvent être conçus assez facilement. La discussion des problèmes soulevés par cette création fait toutefois ressortir de profondes divergences de vues non seulement au sujet des arrangements institutionnels à conclure, de leur étendue et des procédures de décisions, mais aussi au sujet de la nature fondamentale du plan proposé et de son efficacité de fonctionnement.

La première question concerne la nature des nouveaux instruments de réserve. D'aucuns pensent que l'introduction de ces instruments implique la conclusion

d'un accord portant création d'une monnaie fiduciaire internationale — analogue aux billets de banque — et dotée en elle-même du cours légal dans les transactions entre banques centrales. Envisagée sous cet aspect, la création de ces instruments peut être considérée comme une marche en avant libératrice, ou comme une innovation dangereuse, selon l'idée que l'on se fait de la possibilité pour les gouvernements de faire fonctionner le système en observant les principes de la sagesse. D'après une opinion plus approfondie, les arrangements, quelle que fût leur forme, ne sauraient être considérés comme rien d'autre qu'un mécanisme d'octroi de facilités de crédit réciproques, le seul droit dont les participants bénéficient étant celui d'effectuer des prélèvements sur les monnaies des autres Etats membres. Tout pays utilisant ces facilités contracterait expressément une dette dont le remboursement devrait intervenir, non seulement à la suite de modifications dans les positions créditrices et débitrices des participants, mais aussi dans l'hypothèse où un pays en excédent viendrait à se retirer du système, et dans celle où le système serait définitivement liquidé. En tant qu'arrangements de crédit, il n'y aurait pas de véritable réciprocité si étaient acceptés, au nombre des participants, des pays dont les monnaies ne pourraient pas être prélevées, parce qu'elles sont inconvertibles, ou parce que les pays émetteurs enregistrent en permanence des déficits de paiements.

Une seconde question a trait aux garanties dont devraient être assorties les positions créditrices-débitrices constituées au fur et à mesure de l'utilisation des facilités. L'argument d'après lequel les soldes devraient être assortis d'une garantie exprimée en un poids d'or, si l'on veut que les autorités monétaires acceptent de les considérer comme un complément véritable de ce métal, n'est pas sans valeur. Cette disposition serait une simple clause de style, si les autorités monétaires pouvaient donner l'assurance que le prix mondial de l'or restera stable quelles que soient les circonstances. Comme l'offre d'or dépend de la richesse inconnue des gisements et de l'évolution des coûts d'extraction, alors que la demande est fonction de l'attrait exercé par le métal sur le public, cette assurance ne saurait être donnée à perpétuité. Pour certains, par conséquent, la stipulation d'une garantie-or peut apparaître arbitraire et il n'est pas exclu que divers parlements hésitent à engager leur pays par une convention aussi indéterminée.

Une troisième question, de caractère un peu moins technique, vient presque d'elle-même à l'esprit : comment peut-on concevoir des facilités de crédit nouvelles de façon à résoudre les problèmes soulevés par la pénurie d'or allant à l'encontre d'une augmentation adéquate des réserves monétaires ?

Rien ne prouve à l'évidence que ce résultat puisse être automatiquement obtenu. L'existence d'un complément à l'or signifie que les encaisses métalliques devraient graduellement représenter un pourcentage de moins en moins important

des réserves monétaires. Les principaux pays participants devraient par conséquent accepter de collaborer pour s'adapter à cette exigence. Ceci impliquerait des changements plutôt étendus dans les conditions de fonctionnement du système monétaire, non pas tant du côté des milieux d'affaires privés, que du côté des autorités monétaires.

A l'heure actuelle, les réserves monétaires de la moitié environ des principales nations commerçantes sont représentées presque en totalité par leur encaisse métallique et plusieurs autres pays s'efforcent de maintenir le pourcentage de la composante-or de leurs réserves à un niveau élevé. D'autres banques centrales du monde appliquent une politique similaire tout en le faisant de façon peut-être moins systématique. Plusieurs raisons expliquent l'attachement manifesté par les banques centrales envers l'or; souci parfois de ne pas rompre avec la tradition combiné avec le désir ou l'obligation de constituer une couverture métallique des engagements à vue; croyance en l'or, considéré, en raison de sa valeur intrinsèque, comme l'instrument le plus sûr de conservation des moyens d'achats internationaux. Parce qu'il présente un caractère anonyme et parce qu'il est universellement accepté, l'or peut être utilisé par un Etat souverain en cas d'événements graves — guerre par exemple — alors que d'autres instruments de réserve ne peuvent l'être. Enfin, quelques pays font, des conversions en or de leurs excédents de paiements, une question de principe destinée à éviter des processus de financement inflationnistes et à alerter l'opinion publique des pays débiteurs au moment de l'apparition du déséquilibre.

Les Etats-Unis peuvent en outre invoquer des raisons techniques pour conserver, dans les conditions actuelles, la presque totalité de leurs réserves sous forme d'une encaisse métallique. Comme la plupart des pays étrangers ne sont pas dotés d'un marché monétaire étoffé, le placement des avoirs en devises des Etats-Unis doit être négocié séparément avec les pays émetteurs de ces monnaies; une majorité de ces pays ne montre aucun empressement à conclure de pareilles transactions, estimant que leurs marchés n'ont pas des dimensions suffisantes pour pouvoir accepter de jouer le rôle de pays à monnaie de réserve. Au surplus, les avoirs en devises des Etats-Unis ne sont pas facilement convertibles en une autre monnaie étrangère sur le marché, parce que la plupart des banques centrales conservent leurs réserves monétaires sous forme d'encaisse-or et d'avoirs en dollars.

Pour toutes ces raisons, il faut admettre qu'à côté d'une demande de réserves en général, il existe une demande d'or tout court de la part des autorités monétaires. L'or étant la composante principale des réserves, cette demande est présente en permanence avec plus ou moins d'intensité. Au cours des cinq années écoulées, elle a été sans doute amplifiée du fait des importantes sorties de dollars des Etats-

Unis, contrepartie des déficits de paiements, qui ont soulevé quelque doute quant à la possibilité de maintenir la fixité du lien existant entre le dollar et l'or.

Pour l'ensemble du système des paiements internationaux, la demande d'or à des fins monétaires ne peut évidemment absorber que la différence entre l'offre de métal neuf et le montant des achats des particuliers. Pour les pays pris un à un, il existe, par contre, à côté de l'offre d'or neuf, une source à laquelle il est possible de puiser: le Trésor fédéral des Etats-Unis, et le système a ainsi fonctionné à l'aide des prélèvements de métal effectués à cette source. En fait, l'or acheté par la plupart des banques centrales, autres que celle des Etats-Unis, se trouve enfoui à l'endroit le plus profond de leurs serres et il a peu de chances d'en ressortir. Lorsque les pays enregistrent un déficit, ils disposent en effet de moyens étendus pour le financer autrement qu'en puisant dans leurs réserves métalliques, en utilisant, par exemple leurs réserves de devises, les avoirs à l'étranger de leurs banques commerciales et la gamme étendue des facilités de crédit privées ou publiques existantes. En raison des possibilités d'accès à des ressources à court terme à New York, du développement du marché de l'Euro-dollar, des concours accordés par le Fonds Monétaire et même des possibilités de placement d'emprunts à long terme libellés en dollars, l'or demeure là où il est. En d'autres termes, il a tendance à quitter les Etats-Unis et à ne pas y retourner.

La simple création d'une nouvelle composante des réserves monétaires, dont le volume serait nécessairement limité si l'on veut assurer le respect de la discipline à l'intérieur du système, ne permettrait vraisemblablement pas de modifier cette situation. Pour la plupart des pays, il y aurait là un nouveau moyen de financer les déficits sans engager de l'or. Pour les Etats-Unis, l'utilisation du nouvel instrument n'aboutirait vraisemblablement à rien d'autre qu'à le substituer au dollar dans les règlements entre autorités monétaires et la constitution des réserves officielles, à moins que les autres pays n'acceptent de modifier leurs pratiques en ce qui concerne la composition desdites réserves.

Nombre de suggestions ont été avancées à cet égard. Selon l'une, les principaux pays devraient conclure un accord pour harmoniser leur politique des réserves, en adoptant, en quelque sorte, un système de rationnement volontaire des disponibilités en or nouveau. D'après une autre recommandation, les tirages sur les nouvelles facilités de réserve devraient comporter simultanément un transfert d'or, en observant des pourcentages convenus, de façon à provoquer le «déblocage» de l'or et sa plus grande circulation.

Aboutir à un accord combinant ces recommandations avec la création d'un nouvel instrument de réserve est difficile, d'abord parce que de pareils arrangements impliqueraient une rupture avec des pratiques traditionnelles et

aussi du fait de la non-concordance des intérêts fondamentaux des participants. De toute évidence, les difficultés ne sont pas de caractère formel ou mécanique; elles sont, au sens le plus large des termes, d'ordre politique. Le fonctionnement de mécanismes où l'or représenterait un pourcentage de plus en plus faible des réserves, signifie nécessairement une évolution vers un système monétaire international plus dirigé. Cette transition appelle une collaboration financière plus active, moins de liberté de manœuvre pour appliquer des politiques individualistes ou peu compatibles entre elles, l'extension de la surveillance multilatérale et enfin un assujettissement plus étroit de la politique économique aux exigences de l'équilibre international, autant de domaines dans lesquels les gouvernements hésitent à prendre des engagements.

## DEUXIÈME PARTIE.

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

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

Les taux d'intérêt se tiennent actuellement à des niveaux relativement élevés en Amérique du Nord et en Europe occidentale. Aux Etats-Unis et au Canada, où la pression de la demande est devenue excessive à partir de 1965, la politique du crédit a revêtu un caractère plus restrictif, et les taux à court terme et à long terme se sont tendus. En Grande-Bretagne, où le volant des ressources productives et de main-d'œuvre inutilisées était réduit, les mesures de resserrement du crédit ont été récemment accentuées et les taux d'intérêt se tiennent de nouveau près de leurs maxima de 1965. Sur le continent européen, selon l'intensité de la pression des demandes, les taux de rendement se sont sensiblement raffermis dans quelques pays (Allemagne, Pays-Bas et Suède); dans la plupart des autres, ils ont progressé légèrement ou plafonné à des niveaux élevés.

Ces mouvements, dus en grande partie à des événements d'ordre interne et externe, n'ont guère contribué à corriger le déséquilibre de base des paiements des années écoulées; aussi les autorités ont-elles continué d'appliquer, en les intensifiant parfois, des moyens d'action de caractère sélectif sur les mouvements de capitaux. Ces contrôles ont contribué, entre autres, à développer les émissions de valeurs libellées le plus souvent en dollars, dont le placement s'est effectué en dehors des marchés financiers nationaux.

\* \* \*

#### Taux d'intérêt et flux de capitaux.

Aux Etats-Unis, les taux d'intérêt à long terme ont assez sensiblement progressé pendant l'année écoulée. Après une période prolongée de stabilité relative, le rendement des obligations fédérales à échéance éloignée s'est accru dès l'été dernier, passant de 4,15% en juillet à 4,71% au début de mars 1966, puis a eu tendance à se stabiliser; toutefois, le taux de rendement des obligations de sociétés est demeuré orienté à la hausse. La progression des taux du marché monétaire a

commencé plus tôt et a pris plus d'ampleur: depuis la fin de 1964, elle se chiffre à plus d'un point, en grande partie à la suite de deux majorations du taux officiel de réescompte.

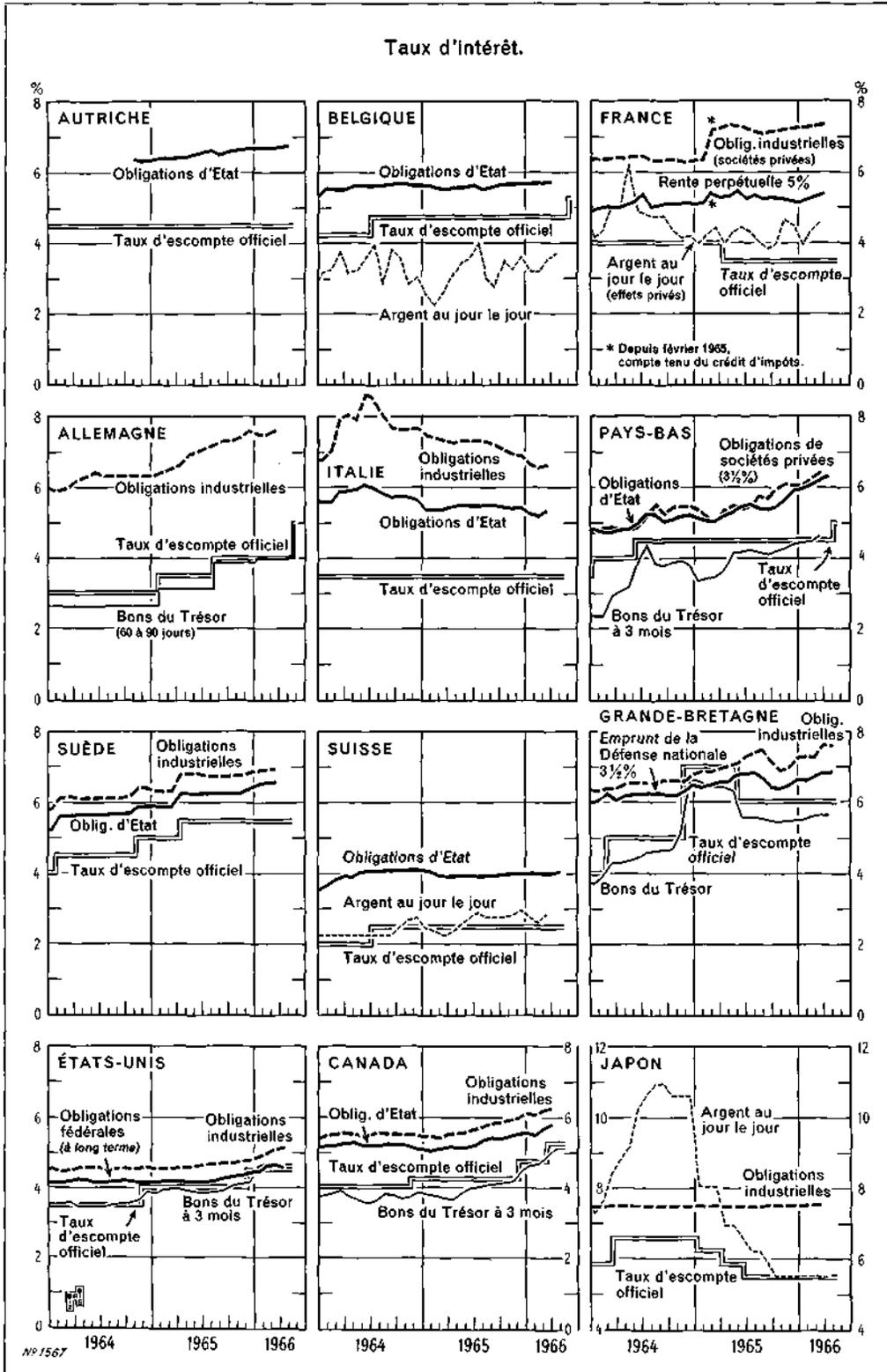
Ces variations, qui marquent le passage d'une politique monétaire d'aisance relative à une politique modérément restrictive, sont intervenues dans un climat de vive recrudescence des demandes de crédit. Bien que les bénéfices des sociétés aient nettement progressé en raison du maintien de la stabilité de leurs prix de revient, les dépenses d'investissements ont augmenté davantage, obligeant les entreprises à adresser des appels plus étendus à des ressources d'emprunt. L'expansion des crédits à la consommation et les recours à l'emprunt des Etats et des collectivités locales se sont également accélérés. A partir du milieu de 1965, les prévisions d'accroissement des dépenses militaires et des investissements en installations et en équipement ont exercé une influence de plus en plus étendue sur les taux d'intérêt.

Il y a un an environ, on pouvait penser que, pour concilier leurs objectifs de politique intérieure et extérieure, les Etats-Unis devaient en premier lieu combiner judicieusement une série de moyens d'action de politique générale, sans se préoccuper outre mesure des fluctuations du niveau de la demande. L'accès au crédit devait, disait-on, être rendu plus difficile afin de limiter des sorties excessives de capitaux. En contrepartie, un nouvel assouplissement de la politique budgétaire devait offrir un moyen approprié pour compenser les répercussions du resserrement monétaire sur l'économie du pays. Depuis lors, l'accès au crédit a été, en effet, sensiblement limité; toutefois, comme l'augmentation des dépenses publiques et des investissements du secteur privé a été supérieure aux prévisions, la demande globale s'est développée à une cadence excessive. Cette évolution s'est reflétée dans une montée des prix et aussi dans une aggravation de la balance des paiements courants. En attendant l'application de mesures financières et aussi en partie pour tenir compte de l'évolution de la situation monétaire en Europe occidentale, les autorités des Etats-Unis ont continué de compter sur des mesures sélectives pour aider à limiter les sorties de capitaux.

Depuis le milieu de 1965, la hausse des taux d'intérêt a été plus marquée au Canada qu'aux Etats-Unis, en raison de l'intensité de la pression des demandes émanant du secteur public, des investissements dans l'industrie et de la construction de logements. Le projet de budget de mars 1966 contient une série de mesures visant à modérer la demande et à atténuer les tensions sur le marché du crédit.

En Grande-Bretagne, le rendement des fonds d'Etat à long terme (calculé d'après l'un des titres les plus représentatifs de ce compartiment) s'établissait en mai 1966 à 6,7%, soit à peu près le même que l'été dernier et à un niveau bien

### Taux d'intérêt.



supérieur à celui de 6,1% de l'automne 1964 à la veille de la crise du sterling. Les rendements des valeurs du Trésor à échéance rapprochée ont accusé une augmentation encore plus accentuée. En partie pour des raisons d'ordre interne, en partie à cause du niveau élevé des taux d'intérêt sur les autres places, la Banque d'Angleterre a maintenu le taux officiel d'escompte à 6%.

Au cours des années 1964-65, les investissements ont revêtu des dimensions excessives dans presque tous les secteurs de l'économie britannique, en particulier à la suite de l'exécution du budget général et du programme de prêts du gouvernement. La trop grande activité des demandes d'origine intérieure, combinée avec une poussée à la hausse sur les coûts de production, posait un grave problème. Dans ces conditions, les demandes de fonds du secteur public et privé de l'économie ont convergé en masse sur l'appareil de distribution du crédit. Les tensions excessives qui pesaient sur celui-ci ont été atténuées en partie par des emprunts massifs du gouvernement au Fonds Monétaire. Les mesures de redressement, appliquées en 1965, ont mis à certains égards l'accent sur la rigueur financière et sur la nécessité de faire preuve de modération en matière de revenus distribués; toutefois, les résultats effectifs obtenus jusqu'ici dans ces deux domaines ont laissé beaucoup à désirer; aussi les autorités ont-elles continué d'utiliser de façon intensive les moyens d'action de politique monétaire en les combinant avec une série de mesures agissant directement sur la balance des paiements. Le projet de budget de mai 1966, en insistant sur la nécessité d'accroître l'épargne et la productivité, complète de façon significative des mesures de stabilisation prises précédemment. En même temps, le gouvernement a intensifié l'action de caractère sélectif tendant à réduire le déficit des comptes extérieurs, en mettant en route un programme de limitation volontaire des sorties de capitaux à destination des pays développés de la zone sterling.

En Europe continentale, les taux d'intérêt suivent, depuis 1963 environ, un mouvement de hausse, plus ou moins prononcé selon les pays, qui traduit les préoccupations croissantes des autorités devant les pressions inflationnistes exercées sur leurs économies. Pendant la période précédente, caractérisée par une répartition plus générale des excédents de paiements et par une plus grande élasticité de l'offre des facteurs de production, les taux d'intérêt s'étaient orientés vers la baisse au fur et à mesure que la production augmentait.

En 1965 et au début de 1966, les rendements des valeurs à long terme se sont accrus dans plusieurs pays et se sont maintenus à un niveau élevé dans d'autres. En République fédérale d'Allemagne, le taux de rendement des emprunts des administrations publiques s'est très nettement tendu pour atteindre 7,7% en décembre 1965 contre 6,4% un an auparavant et 6% en décembre 1963; le rendement de certains emprunts d'administrations publiques émis au printemps 1966 atteignait 8% et plus. Aux Pays-Bas, le rendement des obligations du

Epargne nationale brute et investissements bruts.

Pays	Années	Epargne nationale brute			Epargne 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 . . .	1963	7,3 <sup>1</sup>	11,4	7,3	26,0	6,1	19,2	0,5	0,2
	1964	8,1 <sup>1</sup>	11,8	7,8	27,8	6,3	20,1	1,1	0,3
	1965	9,1 <sup>1</sup>	11,2	6,2	26,5	6,1	20,4	1,2	-1,2
Belgique . . . .	1963	7,3	11,3	0,4	19,0	4,2	15,2	0,1	-0,5
	1964	7,8	11,4	1,4	21,6	5,3	15,8	0,4	0,1
	1965	20,4		-0,3	20,1	5,3	14,3	-0,5	1,0
Danemark . . . .	1963	9,0	5,8	5,5	20,2	3,5	16,1	-0,0	0,6
	1964	.	.	5,8	22,2	4,1	17,8	2,1	-1,9
	1965	.	.	.	22,4	4,5	17,7	1,6	-1,4
Finlande . . . .	1963	9,4	12,3	5,5	27,2	6,3	19,5	1,8	-0,3
	1964	8,1	11,6	7,7	27,5	5,3	20,2	4,3	-2,4
	1965	9,3	11,5	6,8	27,6	5,2	20,9	3,8	-2,3
France . . . . .	1963	9,1	7,8	3,5	20,4	5,2	14,9	1,1	-0,8
	1964	9,1	7,9	4,4	21,4	6,2	15,0	1,5	-1,3
	1965	9,5	7,7	4,6	21,8	6,7	15,1	0,2	-0,2
Grande-Bretagne .	1963	5,4	10,2	1,6	17,0 <sup>2</sup>	3,1	13,0	0,6	0,3
	1964	5,6	10,8	2,6	18,1 <sup>2</sup>	3,7	14,0	1,7	-1,2
	1965	5,2	10,4	3,6	18,4 <sup>2</sup>	3,7	14,1	1,0	-0,4
Italie . . . . .	1963	19,8		3,5	23,3	7,1	16,5	1,1	-1,5
	1964	20,0		3,6	23,6	7,7	14,1	0,7	1,2
	1965	22,9		0,8	23,7	6,8	12,2	0,8	4,0
Norvège . . . . .	1963	20,1		6,6	26,7	4,3	26,0	-0,4	-3,2
	1964	21,3		6,6	27,9	4,0	24,9	0,2	-1,2
	1965	23,5		5,5	29,0	4,0	24,6	1,9	-1,4
Pays-Bas . . . .	1963	8,2	12,8	4,7	25,6	3,9	19,7	1,3	0,7
	1964	9,0	12,3	5,7	27,1	4,7	20,5	3,1	-1,2
	1965	9,2	12,6	5,0	26,8	5,0	19,9	1,4	0,4
Suède . . . . .	1963	6,0	7,7	9,4	23,1	5,7	17,6	-0,2	-0,2
	1964	6,8	7,9	10,0	24,7	6,0	17,6	1,2	-0,1
	1965	5,4		18,9	24,3	5,9	18,2	1,7	-1,5
Suisse . . . . .	1963	5,3	11,7	9,8	26,7	7,1	21,5	1,4	-3,4
	1964	6,4	11,5	9,6	27,6	7,6	21,9	1,5	-3,4
	1965	6,7		21,5	28,2	7,6	20,8	1,0	-1,2
Etats-Unis . . . .	1963	7,0	8,2	3,2 <sup>3</sup>	18,3 <sup>2</sup>	4,7 <sup>3</sup>	12,1 <sup>3</sup>	1,0	0,5
	1964	7,6	8,5	2,8 <sup>3</sup>	18,7 <sup>2</sup>	4,5 <sup>2</sup>	12,5 <sup>3</sup>	0,8	0,9
	1965	7,0	8,9	3,2 <sup>3</sup>	19,1 <sup>2</sup>	4,2 <sup>3</sup>	13,1 <sup>3</sup>	1,2	0,6
Canada . . . . .	1963	5,8	14,4	2,6	22,3 <sup>2</sup>	4,0	17,7	1,2	-1,2
	1964	4,3	14,9	3,8	23,0 <sup>2</sup>	4,9	18,8	0,8	-0,9
	1965	5,6	14,0	5,0	24,4 <sup>2</sup>	4,1	20,5	1,8	-2,2
Japon . . . . .	1963	15,5	11,7	9,3	35,1 <sup>2</sup>	5,2	27,3	2,9	-1,2
	1964	14,7	13,6	7,7	37,3 <sup>2</sup>	5,3	27,4	4,9	-0,6
	1965 <sup>4</sup>	11,6	13,2	9,6	33,6 <sup>2</sup>	6,6	27,5	-1,4	0,9

<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> Premier semestre.

Trésor était légèrement supérieur à 6,5% en avril 1966, soit un point et demi de plus qu'un an auparavant. La progression est encore plus accentuée si l'on considère que, jusqu'en 1963, le rendement des valeurs de la même catégorie se situait entre 4 et 4½%. En Suède, le rendement des obligations du Trésor, poursuivant sur sa lancée, est passé de 5,8% au début de 1965 à 6,6% au début de 1966; au Danemark, le taux de rendement s'est élevé de 6,3% au cours du premier trimestre de 1964 à 8,9% à la fin de 1965. En Suisse, après une hausse généralisée des taux d'intérêt de 1963 à 1964, le taux de rendement des valeurs à long terme, autres que celles de la Confédération, a encore quelque peu progressé en 1965. En Belgique, le rendement des fonds d'Etat, après s'être accru sensiblement en 1963, avait fait preuve d'une assez grande stabilité en 1964 et au début de 1965; toutefois, il a commencé de se raffermir à la fin de l'automne dernier. En Italie, le rendement des valeurs à long terme, tout en étant actuellement très inférieur aux maxima de la crise de 1964, dépasse cependant assez sensiblement celui du début de 1962.

La situation du marché monétaire s'est très nettement tendue dans nombre de pays d'Europe continentale en 1965. Toutefois, dans certains cas, les autorités ont fait preuve, semble-t-il, d'une certaine réticence dans le manquement du taux officiel de l'escompte. La République fédérale d'Allemagne a porté le sien, il est vrai, de 3 à 4% en deux étapes; mais étant donné la situation au point de vue intérieur et extérieur, ce niveau était encore relativement peu élevé. La Suède a porté son taux officiel de 5 à 5½% en avril 1965. Les autres pays se sont abstenus en général de procéder à de nouveaux relèvements. En France, au contraire, les autorités ont pu abaisser le taux officiel à 3½% en avril 1965, c'est-à-dire au niveau en vigueur avant la mise en route du plan de stabilisation.

Le 2 mai 1966, la Nederlandsche Bank a porté le taux officiel de l'escompte de 4½ à 5%. Par la suite, le 27 mai, la Bundesbank a relevé son taux officiel d'un point pour le porter à 5% et, quelques jours plus tard, le 2 juin, la Banque Nationale de Belgique ajustait le sien, qui est passé de 4¾ à 5¼%. Ces relèvements ont été motivés, dans chaque cas, tant par la situation de l'économie interne que par la position à l'égard de l'étranger.

Sur le continent européen, en Grande-Bretagne, au Canada et, plus récemment, aux Etats-Unis, les opérations financières du secteur public ont compté parmi les causes principales et ont été souvent la cause prédominante de l'orientation à la hausse des taux d'intérêt. Cette constatation est valable pour la République fédérale d'Allemagne, les Pays-Bas, la Belgique, la Suisse, le Danemark, la Finlande et l'Espagne. Depuis 1963 environ, les dépenses budgétaires de tous ces pays se sont accrues par rapport aux recettes d'impôts. D'autre part, en République

fédérale d'Allemagne, aux Pays-Bas et en Suède en particulier, la rapidité de l'augmentation des dépenses des collectivités locales a accentué des tensions financières existantes.

Les raisons de cette évolution défavorable des finances publiques sont diverses. Dans la plupart des cas, le rythme des dépenses consacrées aux installations et aux services publics s'est sensiblement accéléré, reflétant, dans une certaine mesure, des besoins d'infrastructure ayant leur source dans la rapidité du précédent mouvement d'augmentation de la consommation et des investissements du secteur privé. L'aggravation de la situation des finances publiques a été due parfois au relèvement des appointements des fonctionnaires: Italie en 1962-63, Pays-Bas, Danemark et, plus récemment, Belgique. Dans quelques pays, Allemagne et Pays-Bas en particulier, elle s'explique également par des dégrèvements d'impôts précédemment accordés. Quoi qu'il en soit, il demeure que les besoins de crédits budgétaires doivent être appréciés en fonction des objectifs plus vastes de politique économique intérieure et extérieure, et que les budgets doivent supporter une partie des charges d'une politique de modération. Une détente sur le marché des capitaux à la suite d'une plus grande modération dans le secteur public serait souhaitable, non seulement pour des raisons d'ordre interne, mais aussi pour favoriser la croissance des économies nationales. En d'autres termes, en contribuant à accroître l'épargne nationale, une amélioration de la situation budgétaire, combinée avec un assouplissement des conditions d'accès au crédit, favoriserait le maintien du rythme des investissements à un niveau élevé tout en réduisant l'attrait exercé sur les capitaux étrangers. A en juger d'après les projets de budget pour 1966, la plupart des pays s'orientent maintenant, semble-t-il, vers une plus grande rigueur dans le domaine des finances publiques.

Pendant ce temps, les dépenses en capital du secteur privé de l'économie se sont effectivement ralenties ou stabilisées dans nombre de pays du continent, en raison, semble-t-il, du durcissement de la politique monétaire. Tel a été le cas, en particulier en République fédérale d'Allemagne, où les restrictions de crédit ont été accompagnées d'une réduction des marges d'autofinancement des entreprises. Les restrictions de crédit ont été également à l'origine du ralentissement des investissements aux Pays-Bas, en Suisse et en Belgique. En France, et plus récemment en Suède, au contraire, la politique de modération budgétaire a préparé le terrain pour l'expansion stable des investissements dans l'industrie, qui est maintenant en cours, semble-t-il.

Le raffermissement des taux d'intérêt de part et d'autre de l'Atlantique ne saurait être considéré comme un simple mouvement d'«escalade». Le durcissement de la politique du crédit aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne était manifestement souhaitable pour des raisons d'ordre interne et externe. Tout en ne

**Modifications des taux d'escompte officiels depuis 1963.**

Pays et date de modification	Taux d'es-compte officiel	Pays et date de modification	Taux d'es-compte officiel	Pays et date de modification	Taux d'es-compte officiel
	en %		en %		en %
<b>Allemagne</b>		<b>Etats-Unis</b>		<b>Japon</b>	
5 mai 1961 . . . . .	3	12 août 1960 . . . . .	3	27 novembre 1962 . . . . .	6,57
22 janvier 1965 . . . . .	3½	17 juillet 1963 . . . . .	3½	20 mars 1963 . . . . .	6,21
13 août 1965 . . . . .	4	24 novembre 1964 . . . . .	4	20 avril 1963 . . . . .	5,84
27 mai 1966 . . . . .	5	6 décembre 1965 . . . . .	4½	18 mars 1964 . . . . .	6,57
				9 janvier 1965 . . . . .	6,205
<b>Autriche</b>		<b>France</b>		3 avril 1965 . . . . .	5,84
17 mars 1960 . . . . .	5	6 octobre 1960 . . . . .	3½	26 juin 1965 . . . . .	5,475
27 juin 1963 . . . . .	4½	14 novembre 1963 . . . . .	4		
		8 avril 1965 . . . . .	3½	<b>Pays-Bas</b>	
<b>Belgique</b>				25 avril 1962 . . . . .	4
6 décembre 1962 . . . . .	3½	<b>Grande-Bretagne</b>		8 janvier 1963 . . . . .	3½
18 juillet 1963 . . . . .	4	26 avril 1962 . . . . .	4½	6 janvier 1964 . . . . .	4
31 octobre 1963 . . . . .	4¼	3 janvier 1963 . . . . .	4	4 juin 1964 . . . . .	4½
3 juillet 1964 . . . . .	4½	27 février 1964 . . . . .	5	2 mai 1966 . . . . .	5
2 juin 1966 . . . . .	5¼	23 novembre 1964 . . . . .	7		
		3 juin 1965 . . . . .	6	<b>Suède</b>	
<b>Canada</b>				8 juin 1962 . . . . .	4
13 novembre 1962 . . . . .	4	<b>Grèce</b>		18 janvier 1963 . . . . .	3½
6 mai 1963 . . . . .	3½	1 <sup>er</sup> novembre 1960 . . . . .	6	14 juin 1963 . . . . .	4
12 août 1963 . . . . .	4	17 janvier 1963 . . . . .	5½	31 janvier 1964 . . . . .	4½
24 novembre 1964 . . . . .	4¼			6 novembre 1964 . . . . .	5
6 décembre 1965 . . . . .	4½	<b>Islande</b>		9 avril 1965 . . . . .	5½
14 mars 1966 . . . . .	5½	29 décembre 1960 . . . . .	9		
		1 <sup>er</sup> janvier 1965 . . . . .	8	<b>Suisse</b>	
<b>Danemark</b>		1 <sup>er</sup> janvier 1966 . . . . .	9	28 février 1959 . . . . .	2
23 mai 1961 . . . . .	6½			3 juillet 1964 . . . . .	2½
19 août 1963 . . . . .	6				
13 novembre 1963 . . . . .	5½				
11 juin 1964 . . . . .	6¼				

visant pas à contrecarrer les répercussions des mouvements de taux dans d'autres zones, les relèvements intervenus sur le continent européen ont néanmoins agi dans cette direction. En relevant leur taux, les pays du continent ne se proposaient pas d'attirer des capitaux étrangers, mais de combattre des pressions inflationnistes à l'intérieur de leur territoire. Dans la mesure où une « escalade » s'est effectivement produite, elle découle du fait que le relèvement des taux d'intérêt hors d'Europe a laissé aux pays du continent un champ plus vaste pour orienter leur politique monétaire vers des objectifs nationaux.

**Le contrôle sélectif des mouvements de capitaux.**

Dans un régime de convertibilité des monnaies, le volume des demandes d'origine intérieure, ainsi que le coût et les conditions d'accès au crédit, doivent être compatibles avec les exigences de la balance des paiements. La politique monétaire, relativement plus efficace lorsqu'il faut agir sur les voies empruntées par les flux de fonds que lorsqu'il importe d'exercer une influence sur le volume

des dépenses effectives, doit par conséquent avoir en principe pour objectif essentiel de freiner des mouvements excessifs d'entrées ou de sorties de capitaux. De même, l'existence d'un régime de convertibilité incite les pays à utiliser plus systématiquement les moyens d'action de politique financière et de la politique des revenus, dans les efforts déployés pour progresser simultanément vers des objectifs de politique économique intérieure et extérieure. De la sorte, la convertibilité tend à diriger les divers instruments de la politique économique vers les points où leur utilisation sera la plus efficace, et favorise ainsi le maintien de l'expansion à une cadence qui peut être soutenue.

Or, la plupart des pays n'ont montré aucun empressement pour accepter la « discipline » qu'implique l'existence d'un régime de convertibilité, ou ont été dans l'incapacité de le faire. Dans leurs efforts tendant à orienter encore plus leur politique monétaire vers des objectifs nationaux, ils ont, au contraire, cherché par divers moyens à affaiblir les liens entre les conditions d'accès au crédit à l'intérieur et les flux internationaux de capitaux. Cette évolution les a conduits à s'écarter progressivement de la convertibilité; cette constatation ne vaut essentiellement, jusqu'ici, que pour les contrôles sélectifs sur les opérations en capital.

Dans le cadre des efforts déployés pour bénéficier d'une certaine autonomie dans la conduite de leur politique de crédit, les pays ont adopté des techniques très variées en fonction de leurs problèmes particuliers et de la structure de leurs institutions. Ces procédés peuvent être répartis en deux grandes catégories: mesures agissant directement sur la balance des paiements, mesures agissant sur les conditions d'accès au crédit à l'intérieur et sur la structure des taux d'intérêt. Si certaines dispositions sont conformes aux principes de l'économie du marché et prêtent moins, de ce fait, le flanc à la critique que celles agissant par voie de restrictions quantitatives, toutes ont pour effet d'isoler à certains égards les conditions d'accès au crédit sur le plan interne du jeu des forces extérieures.

Aux Etats-Unis, les sorties de capitaux sont devenues excessives et ont commencé de soulever des problèmes vers 1960; depuis cette époque et jusqu'à 1964, les flux de capitaux privés vers l'étranger (y compris les transactions non identifiées) ont atteint \$5,5 milliards par an en moyenne, contre \$2 milliards par an seulement en moyenne pendant les années 1955-59. Loin de revêtir un caractère spéculatif, ces mouvements ont été motivés, selon toute apparence, par l'existence de perspectives normales de profit à l'étranger. Certains facteurs particuliers, retour à la convertibilité des monnaies en 1958 et mise en route la même année de la Communauté Economique Européenne, expliquent incontestablement l'étendue des mouvements enregistrés; ils expliquent également peut-être pourquoi il a été très difficile d'éviter le recours temporaire à certaines mesures de contrôle sélectif.

Toutefois, les facilités relatives d'accès au crédit aux Etats-Unis ont joué un rôle considérable dans les possibilités et même dans les encouragements qui ont été accordés à ces transferts.

Pour limiter les sorties de capitaux, les autorités des Etats-Unis ont d'abord exercé une action sélective sur la structure des taux d'intérêt en appuyant la hausse des taux de rendement du marché monétaire et en maintenant ceux du marché à long terme à des niveaux relativement peu élevés. La taxe d'égalisation des taux d'intérêt a été appliquée à compter de juillet 1963; elle a été étendue par la suite aux avances à plus d'un an d'échéance accordées par les banques américaines à des non-résidents. Aux termes du programme volontaire de restrictions des crédits consentis à des étrangers (février 1965), les encours des banques envers des non-résidents ont été plafonnés et les sociétés ont été invitées à améliorer de 15 à 20% en 1965 la situation de leurs paiements avec l'étranger. En décembre 1965, conformément au programme de restrictions volontaire, il a été demandé aux sociétés de maintenir la moyenne annuelle de leurs investissements directs à l'étranger en 1965-66 à 135% de la moyenne des années 1962-64. Pour l'année 1966, cette action implique des compressions très appréciables par rapport aux investissements directs effectivement réalisés en 1965.

En Grande-Bretagne, les mouvements de capitaux des résidents ont été régularisés essentiellement par des dispositions de contrôle des changes. Les mouvements de capitaux de non-résidents, qui ne sont en général pas assujettis à de tels contrôles, ont été surtout régularisés par la mise en œuvre de moyens d'action de politique monétaire, et par des interventions sur le marché des changes à terme. En raison de l'importance des sorties depuis 1964, il a fallu combattre sur les trois fronts à la fois. Du côté du contrôle des changes, une série de mesures ont été prises — principalement dans le cadre du programme général de restrictions de juillet 1965 — pour limiter les investissements directs et de portefeuille à l'étranger (en particulier à l'extérieur de la zone sterling) et pour diminuer les possibilités offertes à certains opérateurs de profiter de phénomènes de décalages dans les paiements. En outre, les aménagements de l'impôt sur les bénéfices des sociétés ont été articulés, entre autres, pour diminuer la propension à investir à l'étranger. Sur le front monétaire, les taux d'intérêt ont été maintenus à un niveau relativement élevé, et les autorités sont intervenues de façon intensive sur le marché des changes à terme.

En même temps, l'utilisation des moyens d'action de politique monétaire pour obtenir un degré de modération plus élevé à l'intérieur soulevait un problème, parce que des dépôts en Euro-monnaies étaient convertis en sterling pour accorder des prêts à l'économie britannique. Cette difficulté a été surmontée à la suite de l'introduction de mesures visant à agir directement sur le volume du crédit plutôt que sur son prix: fixation, au printemps 1965, d'un plafond à l'expansion

des encours des banques, décision prise précédemment de limiter l'accroissement de l'endettement des collectivités locales, renforcement, en 1965 et au début de 1966, des dispositions restrictives frappant les ventes à crédit.

Sur le continent européen, l'utilisation de mesures sélectives pour régulariser les mouvements de capitaux, et par conséquent la position de liquidité des banques, fait depuis longtemps partie de l'arsenal des moyens monétaires, en raison notamment de l'importance relative des secteurs de l'économie travaillant avec l'étranger. Etant donné toutefois que, ces dernières années, des pressions inflationnistes d'origine intérieure ont été souvent conjuguées avec le maintien d'excédents de paiements, ces techniques ont été développées principalement pour encourager des sorties et limiter des entrées de capitaux.

A cet égard, la régularisation de la position en devises des banques envers l'étranger a joué un rôle de tout premier plan; avec le retour à la convertibilité des monnaies et le développement du marché des Euro-monnaies, les positions des banques en devises étrangères ont atteint en effet un volume appréciable. Dans certains cas, les positions des banques en devises ont été plafonnées (Italie, France, Pays-Bas, Norvège, Suède, Autriche). Dans d'autres pays, les banques ont dû observer des pourcentages spéciaux de réserves obligatoires en contrepartie de leurs engagements nets envers l'étranger (Allemagne), ou constituer des dépôts spéciaux en contrepartie de ces engagements nets (Suisse). Parfois, également, l'accroissement des engagements bruts des banques envers l'étranger a donné lieu à la constitution de dépôts spéciaux (Danemark), ou à une réduction des contingents de réescompte à la banque centrale (Allemagne).

Certaines interventions des autorités sur le marché des changes permettent d'agir sur les mouvements de capitaux et sur la position de liquidité des banques. En République fédérale d'Allemagne, par exemple, les autorités ont parfois offert aux banques la possibilité de conclure des opérations de swap à des conditions plus ou moins favorables selon les circonstances. En Italie, les autorités ont également noué, avec leurs banques commerciales, des swaps monnaies étrangères/lires sans commission, ou constitué des dépôts en devises auprès de ces établissements. Dans le souci de régulariser la position de liquidité des établissements de crédit, les autorités suisses ont parfois noué des swaps de même nature avec les grandes banques du pays. Aux Pays-Bas, les autorités ont cherché à agir sur les mouvements de capitaux à court terme en intervenant sur le marché des devises.

Dans certains cas, les autorités cherchent à décourager les entrées de capitaux étrangers en interdisant purement et simplement à leurs détenteurs d'investir leurs disponibilités en certaines catégories d'instruments du marché monétaire. Lorsque les marchés monétaires sont essentiellement des marchés de banque à banque, comme en France et en Italie, ou lorsqu'il est interdit, à titre général, aux étrangers

d'acheter des effets publics à court terme, comme en Allemagne et en Belgique, les mouvements internationaux de capitaux ont eu tendance à revêtir exclusivement la forme de transactions sur dépôts à échéance fixe par l'intermédiaire des banques. Pour décourager les entrées de capitaux, certains pays, y compris l'Allemagne fédérale, la Suisse et la France, ont ces dernières années interdit de rémunérer les dépôts à échéance fixe de non-résidents.

Au point de vue des restrictions de change, nombreux sont les pays qui interdisent ou limitent les possibilités pour leurs résidents de contracter des emprunts et de consentir des prêts à l'étranger et qui fixent, par voie d'autorité, les délais de règlement à destination de l'étranger et de rapatriement des devises encaissées à l'étranger. En Italie, en France, aux Pays-Bas et en Suède, les résidents ont peu de possibilités de contracter des emprunts à l'étranger. Pour limiter les mouvements de capitaux, ayant leur source dans l'existence de décalages dans les paiements, la plupart des pays continuent de régulariser les délais de paiement à destination de l'étranger et de rapatriement de devises encaissées à l'étranger. Il est, en général, difficile de faire observer la réglementation édictée; toutefois, au moment de la crise des paiements de 1963 et 1964, l'Italie a obtenu de bons résultats en réduisant très sensiblement le délai de règlement des marchandises importées.

Dans le domaine des mouvements internationaux de capitaux à long terme, les investissements directs et de portefeuille peuvent, de nos jours, s'effectuer assez librement dans la plupart des pays. En revanche, la majorité de ceux-ci, à l'exception de l'Allemagne, régularisent l'accès des emprunteurs étrangers à leur marché financier. La Suisse et, pour une courte période en 1961-62, les Pays-Bas, ont autorisé l'émission d'emprunts étrangers pour des montants considérables, mais seulement dans la mesure où ces opérations ne paraissaient pas devoir donner une impulsion excessive à la hausse des taux d'intérêt. La réglementation de l'accès d'emprunteurs étrangers aux marchés financiers du continent s'explique en grande partie par le désir de réserver une fraction de l'épargne disponible en faveur des ressortissants et de conserver une certaine autonomie en matière du niveau des taux d'intérêt. Ces restrictions s'expliquent également par les dimensions réduites des économies de certains pays eu égard au potentiel des demandes de capitaux qui pourraient leur être transmises de l'étranger.

Tout en ayant recours à l'action directe pour contrôler les mouvements de capitaux, les pays du continent ont fait également appel à des moyens d'action de caractère quantitatif pour agir sur l'offre et la demande intérieures de ressources afin de limiter la hausse des taux d'intérêt et, indirectement, l'afflux de capitaux indésirables. C'est ainsi, par exemple, que nombre de pays ont fixé des plafonds à l'expansion des encours bancaires ces dernières années [Pays-Bas, Suisse, France, Belgique, Norvège, Danemark (pour les instituts hypothécaires seulement), Espagne].

L'application de cette mesure a été suspendue en France et en Belgique l'an dernier; mais, dans ce dernier pays, elle a été remise en vigueur à la fin d'avril 1966. Tout en n'utilisant pas le plafonnement, l'Italie exerce un contrôle quantitatif de caractère discrétionnaire sur les conditions d'accès au crédit à la banque centrale et sur l'octroi de prêts bancaires dépassant un certain montant. D'autres pays ont maintenu, ou remis en vigueur, le système de délivrance des permis de construire, les restrictions sur les ventes à tempérament et le contrôle direct des émissions de valeurs mobilières sur le marché national.

Il est permis de conclure que, de part et d'autre de l'Atlantique, les autorités comptent de plus en plus sur des mesures de caractère sélectif qui laissent un champ d'action plus étendu à l'application d'une politique monétaire indépendante. Cette évolution doit-elle être considérée comme un dangereux pas en arrière dans la voie de la convertibilité? Doit-on estimer, au contraire, que ces techniques sont indispensables pour maintenir la stabilité du système de paiements internationaux en lui donnant les moyens de fonctionner avec souplesse et dans un climat d'assez grande liberté? Ces deux observations contiennent chacune une part de vérité. De toute évidence, le recours à des moyens d'action de caractère sélectif pendant des périodes et dans des circonstances déterminées peut certainement permettre d'éviter des distorsions d'autre nature. De surcroît, si la politique financière est trop rigide, ou si la politique des revenus manque à peu près totalement d'efficacité, les autorités peuvent parfois être réduites à diriger leur politique monétaire vers des objectifs d'ordre interne et à protéger la balance des paiements par une action sélective sur les flux de capitaux. A remarquer, une fois de plus, qu'à supposer même qu'un dosage optimum de moyens d'action de politique générale ait pu être trouvé, la politique monétaire d'un pays est incapable de faire face à des mouvements de capitaux lorsque la politique économique générale dans d'autres laisse quelque peu à désirer.

Le recours à des techniques de caractère sélectif présente un inconvénient en ce sens que l'application de ces méthodes a tendance à se prolonger. Une fois introduites, elles provoquent un affaiblissement des liens entre la situation des paiements extérieurs d'un pays et le choix correspondant d'un dosage approprié de moyens d'action de politique générale. Plus le champ d'action de la politique monétaire s'élargit, moins la nécessité se fait sentir d'entreprendre une action dans le domaine de la politique financière et de la politique des revenus. Dans les pays en déficit, en particulier, un appel trop étendu à des mesures de contrôle sélectif présente des traits communs avec un accès illimité à des réserves et à des crédits internationaux. Dans ces conditions, on peut redouter qu'un pays en déficit ne soit tenté de perdre de vue la nécessité de procéder à des ajustements en profondeur de

ses comptes avec l'étranger, au lieu d'essayer de concilier ses différents objectifs de politique économique générale. Un tel aboutissement n'est pas inévitable, mais le péril n'en est pas moins réel.

### **Marchés des capitaux et émissions d'emprunts internationaux.**

Un des traits les plus caractéristiques de l'année écoulée a été l'accroissement du volume des émissions d'emprunts internationaux en Europe. Au total, ces émissions ont atteint, selon les estimations, l'équivalent de \$1,3 milliard l'an dernier contre un peu moins de \$1 milliard en 1964. Sur ce montant, le volume des titres placés sur des marchés européens isolés a atteint quelque \$500 millions seulement, ainsi qu'il résulte du tableau ci-après. Les emprunts libellés en deutsche marks et émis en Allemagne ont atteint, il est vrai, un volume considérable, passant de \$220 millions en 1964 à \$340 millions environ l'an dernier. Les émissions sur le marché des capitaux suisse se sont encore inscrites légèrement en recul pour atteindre la contre-valeur de \$50 millions environ. A l'intérieur des pays du Marché commun, les organismes de la Communauté ont joué un rôle peu important dans l'accroissement du volume des emprunts internationaux. Les émissions placées à Londres, exclusivement par des emprunteurs résidant dans la zone sterling, sont tombées à un chiffre à peu près négligeable.

En d'autres termes, la plupart des opérations sur le marché international des capitaux ont été constituées par des émissions dont la bonne fin a été confiée à New York, Londres et Luxembourg qui ont été chargés de placer les titres offerts à l'échelle internationale. Ces « émissions européennes » ont surtout revêtu la forme d'emprunts libellés en dollars dont le montant a atteint, d'après des estimations, plus de \$775 millions en 1965, contre \$575 millions environ en 1964 et quelque \$75 millions seulement en 1963. Ces chiffres comprennent l'ensemble des émissions placées ou non dans le public.

Un autre trait remarquable de l'année 1965 a été le changement intervenu dans la liste des pays ayant fait appel aux marchés des capitaux d'Europe. Le Japon, gros emprunteur en 1964, a fortement réduit ses offres de valeurs en Europe en 1965. Les pays scandinaves qui avaient largement recouru aux emprunts à l'étranger en 1964 ont été moins actifs dans ce domaine l'an dernier. En revanche, des organismes internationaux, y compris ceux du Marché commun, ont déployé une plus grande activité sur le marché européen des émissions, tout comme certains pays membres de la zone sterling.

L'innovation doit être recherchée dans l'arrivée, sur le marché européen, de sociétés américaines ou de leurs filiales financières qui ont commencé de se lancer dans des opérations d'émission de grande envergure. Pour l'ensemble de 1965,

**Marchés 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 monétaires nationales								en pourcentage du PNB	
Allemagne . . .	1963	1,80 <sup>2</sup>	1,46	1,32	8,80	0,11	13,49	2,7	3,6
	1964	1,51 <sup>2</sup>	1,76	2,24	10,24	0,89	16,64	3,2	4,0
	1965	1,15 <sup>2</sup>	1,96	3,96	9,36	1,36	17,79	3,3	4,0
Belgique . . .	1963	2,87	7,17	6,98	10,88	0,08	27,98	2,6	4,0
	1964	7,89	13,73	11,47	5,26	0,17	38,52	2,2	5,0
	1965	17,21	12,57	6,27	14,93	.	50,98	2,6	6,2
Danemark . . .	1963	- 0,19	—	0,13	3,10	—	3,04	5,9	5,6
	1964	- 0,18	—	0,24	3,49	—	3,55	6,0	5,8
	1965	- 0,14	—	0,30	4,82	—	4,99	7,4	7,2
Espagne . . . .	1963	5,00	8,58	19,30	20,70	—	53,58	4,3	5,7
	1964	15,00	8,33	20,12	19,93	—	63,38	3,8	6,0
	1965	27,51	9,10	34,76	25,93	—	97,30	4,8	7,7
France . . . .	1963	2,09	0,40	4,17	4,67	0,06	11,39	2,3	2,9
	1964	0,55	0,47	5,01	5,14	0,15	11,32	2,5	2,6
	1965	0,00	0,68	5,02	6,34	0,12	12,16	2,5	2,6
Grande-Bretagne .	1963	- 0,14 <sup>3</sup>	0,09	0,20	0,24	0,02	0,41	1,5	1,3
	1964	- 0,11 <sup>3</sup>	0,09	0,23	0,29	0,06	0,55	1,8	1,7
	1965	0,22 <sup>3</sup>	0,21	0,07	0,37	0,02	0,89	1,3	2,5
Italie . . . . .	1963	- 200	129 <sup>4</sup>	398	1.144	14	1.485	5,2	4,9
	1964	70	159 <sup>4</sup>	555	1.221	—	2.005	5,4	6,1
	1965	161	501 <sup>4</sup>	376	1.295	14	2.347	4,8	6,6
Pays-Bas . . . .	1963	0,61	0,40	0,07	- 0,02	- 0,12	0,94	—	1,8
	1964	0,20	0,29	0,21	0,14	- 0,05	0,78	0,5	1,3
	1965	- 0,03	0,59	0,11	0,71	0,04	1,41	1,2	2,0
Suède . . . . .	1963	1,88	0,35	0,36	1,95	—	4,54	2,9	5,6
	1964	0,11	0,57	0,48	2,94	—	4,10	3,8	4,6
	1965	- 0,29	0,30	0,93	2,71	—	3,65	3,7	3,7
Suisse <sup>5</sup> . . . .	1963	- 0,33	0,26	1,53	2,19	0,53	4,19	8,5	8,3
	1964	- 0,16	0,66	1,54	2,11	0,25	4,40	7,0	7,9
	1965	- 0,21	0,75	1,54	1,81	0,21	4,10	5,9	6,8
Etats-Unis <sup>6</sup> . .	1963	2,51 <sup>7</sup>	5,00	1,00	5,60	1,10	16,21	1,3	2,7
	1964	0,82 <sup>7</sup>	5,40	3,00	6,70	0,93	16,85	1,7	2,7
	1965	- 4,70 <sup>7</sup>	6,20	3,10	8,10	1,24	13,84	1,8	2,0
Canada . . . . .	1963	0,63	0,92	- 0,06	0,38	—	1,87	0,7	4,3
	1964	0,56	0,86	0,32	0,55	—	2,29	1,9	4,9
	1965	- 0,06	0,65	0,36	0,79	—	1,74	2,2	3,4
Japon . . . . .	1963	— 1	50	654	942 <sup>8</sup>	—	1.547	7,0	7,2
	1964	— 17	69	860	904 <sup>8</sup>	—	1.816	7,1	7,3
	1965	— 10	132	263	1.391 <sup>8</sup>	—	1.776	6,1	6,5

<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> Variation des avoirs du public en titres négociables de la dette (à l'exclusion des bons du Trésor). <sup>4</sup> Y compris les emprunts indirects du Trésor. <sup>5</sup> Y compris les émissions non placées dans le public. <sup>6</sup> D'après les statistiques du Federal Reserve System concernant les flux de fonds, non compris les prêts hypothécaires. <sup>7</sup> Variation des avoirs du public en titres négociables de la dette à échéance d'un an ou plus. <sup>8</sup> Comprend des obligations émises par des entreprises du secteur public.

on estime que ces sociétés se sont procuré en Europe \$365 millions de ressources d'emprunt, dont les deux tiers sous forme d'émissions de valeurs libellées en dollars. Le développement des emprunts des sociétés américaines à l'étranger est avant tout la conséquence des mesures prises aux Etats-Unis pour redresser la balance des paiements.

Le programme de restrictions volontaire de février 1965 prévoyait que les entreprises américaines devraient s'efforcer d'améliorer de 15 à 20% au cours de la même année la situation de leurs paiements avec les pays développés. Pour atteindre cet objectif, les sociétés avaient le choix entre une gamme étendue de possibilités: amélioration de leurs ventes à l'étranger, réduction des investissements directs, rapatriement d'une fraction plus importante des gains réalisés, et/ou intensification des appels à l'emprunt à l'étranger. Faute, par exemple, de réaliser des gains suffisants dans ses échanges commerciaux avec l'étranger, une société américaine serait fortement incitée à contracter des emprunts à l'étranger, même en payant des taux bien supérieurs à ceux du marché des Etats-Unis. Dans le programme prévu pour 1966, cette incitation à contracter des emprunts à l'étranger est encore plus vive. A la suite de la fixation d'un plafond global, les financements des investissements directs à l'extérieur des Etats-Unis, au moyen de fonds d'origine américaine ou de bénéfices mis de côté à l'étranger, doivent être réduits de \$800 millions environ par rapport à leur niveau estimé de 1965. Ce plafond ne s'applique pas lorsque les entreprises américaines financent des investissements directs avec des ressources provenant d'emprunts contractés en dehors des Etats-Unis. En fait, les programmes des entreprises américaines prévoient, pour l'année 1966, une forte augmentation des investissements en Europe.

D'une manière générale, les directives en matière de balance des paiements et l'application d'une taxe d'égalisation des taux d'intérêt ont abouti à créer aux Etats-Unis une structure des taux de caractère discriminatoire en ce qui concerne les mouvements de capitaux à long terme. Les taux payés par des étrangers empruntant aux Etats-Unis (à l'exclusion de ceux qui sont exemptés de l'application de la taxe de péréquation) et les taux offerts par des sociétés américaines qui empruntent à l'étranger se tiennent, de nos jours, à un point ou plus au-dessus du niveau qu'ils atteindraient autrement. A noter que les émissions pour compte étranger aux Etats-Unis ont atteint en 1965 \$1,2 milliard environ en chiffres nets, contre \$900 millions en 1964 et presque \$1,1 milliard en 1963. En pratique, tous ces emprunts ont bénéficié de l'exemption de la taxe d'égalisation des taux d'intérêt. L'Europe occidentale, qui avait placé des valeurs sur le marché des capitaux des Etats-Unis pour un montant de presque \$425 millions en chiffres nets pendant les deux années 1962-63, a rapatrié en 1964-65 plus de \$200 millions en chiffres nets.

Il est difficile de dire dans quelle mesure les emprunts contractés par des sociétés américaines à l'étranger ont effectivement abouti à une amélioration de la situation des paiements extérieurs des Etats-Unis. De toute évidence, des porteurs étrangers de valeurs américaines à long terme (organismes collecteurs de l'épargne et autres) ont eu intérêt à arbitrer leurs titres contre des valeurs en dollars, d'un rendement relativement plus élevé, offertes en Europe par des sociétés des Etats-Unis. On peut penser, à titre de simple estimation, qu'un tiers à peu près des capitaux collectés par les sociétés américaines en Europe a eu sa source dans la mobilisation d'autres valeurs libellées en dollars, ou dans un détournement d'acheteurs éventuels qui envisageaient de prendre le chemin du marché financier des Etats-Unis.

D'une manière plus générale, on possède peu de renseignements sur l'origine des fonds qui alimentent le marché des «émissions européennes». Bien qu'une partie de ces ressources provienne, dans une certaine mesure, de zones comme le Moyen-Orient et l'Amérique latine, la très grande majorité est probablement fournie par des pays du continent européen. Les résidents de la plupart de ces pays jouissent actuellement d'un degré élevé de liberté pour acheter des valeurs étrangères. Les résidents de Grande-Bretagne, au contraire, sont virtuellement exclus du marché, en raison de la prime cotée par les devises-investissements sur le marché de Londres. Enfin, les achats des valeurs en question par des résidents aux Etats-Unis donnent lieu à l'application de la taxe d'égalisation des taux d'intérêt. D'autre part, en raison de la persistance du mouvement d'inflation en Europe ces dernières années, des valeurs libellées en dollars des Etats-Unis ou en d'autres monnaies fortes et offrant un taux de rendement très voisin de ceux qui peuvent être obtenus sur les marchés financiers nationaux, sont intéressantes pour certaines catégories d'épargnants qui désirent diversifier leur portefeuille en y incorporant des valeurs étrangères. Enfin, étant donné que ces valeurs ne sont pas assujetties à la retenue des impôts à la source, cet avantage a probablement contribué, dans une large mesure, à inciter des épargnants à s'intéresser à ce compartiment du marché. Combinées avec les taux de rendement élevés des valeurs émises en Europe, ces raisons expliquent les succès remportés par les premières émissions.

Ce serait une erreur de penser que les ressources alimentant le marché des émissions européennes proviennent en grande partie du marché des Euro-monnaies. Tout porte à croire, au contraire, que des souscripteurs résidant surtout dans des pays du continent européen se procurent les devises nécessaires en convertissant purement et simplement des monnaies nationales (opérations qui affectent indirectement les réserves officielles) ou mobilisent d'autres valeurs étrangères détenues en portefeuille. Il est vrai, toutefois, que certains syndicats d'émission ont dû parfois prendre à leur compte des paquets de titres d'une importance telle qu'il a fallu recourir temporairement au marché des Euro-monnaies.

Les taux de rendement effectif des émissions de valeurs étrangères en Europe se sont tendus sensiblement en 1965 et au début de 1966, en raison de l'ampleur des opérations d'émission et de l'évolution des marchés financiers nationaux. Au début de 1966, le rendement de divers titres de sociétés américaines, calculé sur la base des cours de bourse, atteignait entre 6,25 et 6,50%. Un exemple donnera une indication de la tendance: un emprunt en dollars émis par la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier, dont le taux de rendement s'établissait à 5½% environ au début de 1965, a vu celui-ci monter à 6,1% vers la fin de l'année, et à 6½% en mai 1966.

De janvier au début d'avril 1966, le montant des émissions étrangères déjà lancées ou projetées en Europe a dépassé \$650 millions, y compris \$275 millions environ pour le compte de sociétés américaines, soit la moitié du total de l'année précédente. Dans ces conditions, le marché a commencé de donner des signes de saturation, et quelques émissions ont été différées, pendant que d'autres ont dû être prises en charge en partie par les syndicats. Avec la poursuite du programme de redressement de la balance des paiements des Etats-Unis, on peut cependant prévoir que les émissions de sociétés américaines en Europe se poursuivront à une cadence assez élevée. Néanmoins, l'augmentation des charges des emprunts et le ralentissement des opérations d'arbitrage effectuées par des épargnants européens auront peut-être tendance à freiner l'afflux des émissions nouvelles. A signaler qu'en mars, le gouvernement canadien a demandé aux organismes financiers du pays de ne pas acheter de valeurs émises par des sociétés américaines en Europe.

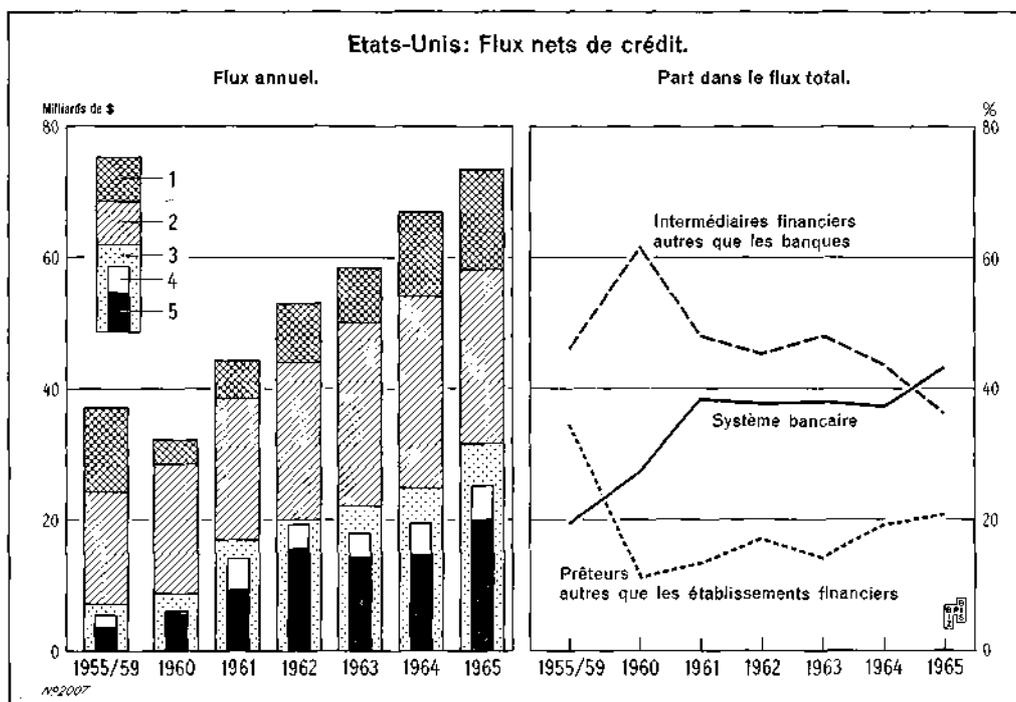
Si l'on envisage la situation dans une plus large perspective, on constate que, depuis l'entrée en application de la taxe d'égalisation des taux d'intérêt en juillet 1963, la position nette des pays européens à l'égard des Etats-Unis, au titre des opérations de portefeuille, s'est renversée: d'importateurs nets, ils sont en effet devenus exportateurs nets de capitaux. En outre, les pays d'Europe comme les pays tiers ont fait davantage appel aux marchés européens pour leurs emprunts. Toutes choses étant égales d'ailleurs, un renversement de cette nature aurait pu exercer une forte pression sur les taux d'intérêt en Europe, mais il s'est manifesté dans une très large mesure sur le plan financier et non pas en termes réels, en ce sens que certaines demandes d'emprunts ont pu être déplacées des Etats-Unis vers l'Europe sans affecter trop sensiblement la structure des investissements et des échanges. Les taux d'intérêt européens sont maintenant plus élevés, il est vrai; mais la hausse de ceux-ci serait intervenue en tout état de cause en grande partie pour des considérations d'ordre interne. En raison de l'abondance de leurs réserves d'or et de devises, les autorités monétaires des pays d'Europe ont pu en général poursuivre une politique intérieure assez indépendante des modifications de la structure des emprunts internationaux.

Le développement des émissions en Europe soulève néanmoins une série de problèmes fondamentaux. La politique monétaire récemment appliquée par les pays, combinée avec l'action sélective sur les mouvements de capitaux, ont contribué à réduire des déséquilibres de paiements extérieurs. Cet objectif a toutefois été atteint en mettant en œuvre des méthodes qui impliquent, en premier lieu, une séparation arbitraire entre les marchés financiers des Etats-Unis et ceux des pays d'Europe au point de vue des taux d'intérêt et, en second lieu, une tendance à une intégration de fait des marchés européens par des voies que les autorités monétaires européennes elles-mêmes n'avaient pas prévues. Du côté de l'Europe, il existe de bonnes raisons de souhaiter une intégration plus étroite des marchés financiers. Toutefois, pour atteindre cet objectif, les pays de cette zone devraient s'efforcer d'agir de façon active, en appliquant une politique visant à améliorer l'offre globale d'épargne pouvant être utilisée à l'intérieur et à l'extérieur, au lieu de subir passivement des influences extérieures qui tendent simplement à redistribuer des épargnes existantes. La progression vers cet objectif exige avant tout que la politique budgétaire et la politique des revenus aient plus d'efficacité. Du côté des Etats-Unis, la politique monétaire est actuellement mieux adaptée qu'il y a un an aux réalités de la situation de la balance des paiements, mais il y a lieu également de confier en partie à la politique budgétaire le soin de veiller à ce qu'une demande excessive ne vienne aggraver cette situation.

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

*Etats-Unis.* Les demandes de crédit du secteur privé, qui avaient déjà fait preuve de beaucoup d'activité de 1962 à 1964, se sont fortement accélérées l'an dernier. Les encours des banques envers toutes les catégories d'emprunteurs du secteur privé autres que les organismes financiers (y compris les Etats et les collectivités locales, mais non compris les étrangers) se sont accrus de plus de \$66 milliards, soit 19% de plus qu'en 1964. Les nouvelles facilités consenties à ce secteur ont donc représenté 39% environ des dépenses intérieures brutes d'investissements augmentées des dépenses d'acquisition de biens de consommation durables, contre un peu plus de 35% en moyenne pour les années 1962-64 et moins de 31% pendant la phase ascendante du cycle précédent 1955-57. L'an dernier, l'accroissement le plus marqué a été relevé dans le compartiment des avances ordinaires et dans celui du crédit à la consommation; en revanche, le volume des capitaux collectés sur le marché des valeurs et sur celui des hypothèques a modérément progressé.

Le ralentissement des appels à l'emprunt du gouvernement fédéral et des non-résidents a permis, en 1965, de freiner l'expansion globale du crédit. A la suite



<sup>1</sup> Crédits accordés par des prêteurs autres que les établissements financiers. <sup>2</sup> Crédits accordés par des intermédiaires financiers autres que les banques. <sup>3</sup> Crédits accordés par le système bancaire (y compris le Système de Réserve Fédérale). <sup>4</sup> Variation des dépôts à vue dans les banques commerciales. <sup>5</sup> Variation des dépôts à terme dans les banques commerciales.

de la plus grande modération en matière de dépenses publiques au cours de la première moitié de 1965, les emprunts nets du gouvernement des Etats-Unis ont fléchi de \$6,7 milliards en 1964 à \$3,1 milliards au cours de l'année suivante. Pendant la même période, les prêts consentis à des étrangers ont été réduits de \$4,6 à \$2,8 milliards, principalement à la suite de l'exécution du programme volontaire de restrictions des crédits à des non-résidents. Au total, le volume des ressources collectées sur le marché du crédit des Etats-Unis a atteint \$72 milliards l'an dernier, soit 7,5% de plus qu'en 1964.

Les encours des banques commerciales se sont accrus en 1965 de \$27,8 milliards, soit à peu près les deux cinquièmes de l'ensemble des ressources recueillies sur les marchés du crédit. De 1962 à 1964, la fraction correspondante avait été d'un tiers environ, et de 1955 à 1957 elle avait été inférieure à un sixième. L'activité de prêt des banques des Etats-Unis a progressé l'an dernier dans trois compartiments: avances ordinaires, crédits à la consommation, achats de valeurs des Etats et des collectivités locales; l'ensemble de ces opérations s'est monté à \$26,2 milliards, contre \$16,3 milliards en 1964. Pour pouvoir développer leurs prêts sur une aussi vaste échelle en période de resserrement croissant du marché monétaire,

les banques ont dû alléger de \$3,7 milliards leurs portefeuilles de valeurs fédérales. Les dépôts à échéance fixe dans les banques ont augmenté en 1965 de \$20,1 milliards, soit de 16% environ, pendant que la masse monétaire (billets et dépôts à vue) s'est accrue de \$8 milliards, c'est-à-dire de 5%.

Le rôle croissant joué par le système bancaire (banques de réserve fédérale comprises) dans les flux nets de crédit de ces dernières années est dû au jeu de plusieurs facteurs. Depuis 1960 environ, la politique de crédit était dans l'ensemble plutôt libérale et les déficits du budget des Etats-Unis avaient été financés dans une très large mesure par des appels au marché à court terme. En second lieu, principalement pour des raisons tenant à la balance des paiements, les taux du marché monétaire ont été relevés beaucoup plus que ceux du compartiment à long terme, ce qui a permis aux banques d'offrir aux déposants des conditions de rémunération améliorées et de soutenir plus favorablement la concurrence dans la collecte des dépôts. Enfin, depuis 1960, les banques s'efforcent activement d'attirer vers elles les moyens liquides d'entreprises industrielles et commerciales en leur délivrant des certificats de dépôt.

En raison principalement de la recrudescence des demandes de facilités émanant des entreprises, l'expansion du crédit s'est accélérée dès le début de 1965. Pour faire face à cette situation et aussi pour donner plus d'efficacité au programme de restrictions volontaire de l'octroi de crédits à des non-résidents, les autorités ont commencé de mettre des réserves en moins grande abondance à la disposition du système bancaire. Sous l'effet du relèvement du taux officiel de réescompte de 3,5% à 4% en novembre 1964, les taux d'intérêt se sont orientés à la hausse jusqu'au mois de mars 1965, mais se sont inscrits quelque peu en recul pendant le printemps. Au cours de la seconde moitié de 1965, avec l'accélération des dépenses du gouvernement fédéral et des dépenses en capital des entreprises, les taux du marché monétaire ont repris leur mouvement de hausse qui s'est étendu, cette fois, au compartiment à long terme du marché. Au début de décembre, la pression sur les taux ayant considérablement monté, les autorités de réserve fédérale ont relevé le taux de réescompte de 4 à 4,5% et porté le plafond réglementaire de rémunération des dépôts à terme d'une échéance égale à 30 jours ou plus de 4-4,5 à 5,5%. Ces changements ont été accompagnés d'une augmentation de 4,5 à 5% du taux des avances non garanties accordées par les banques aux emprunteurs jouissant d'un crédit indiscutable, qui a été de nouveau relevé à 5½% en mars 1966.

Les autorités de réserve fédérale ont accru leur portefeuille de valeurs du Trésor de décembre 1964 à décembre 1965 (moyenne mensuelle) de \$3,9 milliards, contre \$3,3 milliards pendant les douze mois précédents. A noter, toutefois, que les pertes d'or subies en 1965, dont ces achats de titres ont servi à atténuer les effets, se sont chiffrées à \$1.665 milliards, contre une perte de \$125 millions seulement en 1964. En

tenant compte de ce facteur et d'autres éléments agissant sur la position de liquidités des banques, on constate à l'évidence que les autorités ont exercé une action de plus en plus restrictive sur les conditions d'approvisionnement en réserves des établissements de crédit. Aussi, la position nette des banques adhérentes envers le Système de Réserve Fédérale s'est-elle renversée. Leurs réserves libres, qui atteignaient presque \$170 millions en décembre 1964, ont fait place à des réserves empruntées pour un montant de \$180 millions au printemps de 1965. Pendant le reste de l'année, et à l'exception d'un assouplissement temporaire des conditions d'accès aux réserves au moment du relèvement du taux officiel de réescompte, les réserves nettes empruntées atteignaient \$150 millions environ en moyenne; vers le printemps 1966, elles se tenaient à \$300-350 millions.

La capacité d'absorption du marché des capitaux a diminué en 1965. Le montant net des émissions de valeurs mobilières pour l'ensemble des secteurs de l'économie est tombé à \$13,8 milliards, contre \$16,8 milliards en 1964 (voir tableau page 75). Toutefois, le volume net des émissions d'obligations par des sociétés autres que des organismes financiers s'est accru de \$1,4 milliard pour atteindre \$5,4 milliards d'une année à l'autre. Les émissions de valeurs à revenu fixe par les Etats et les collectivités locales ont augmenté de \$700 millions d'une année à l'autre pour atteindre \$6,1 milliards. Le montant des émissions d'actions ordinaires par des sociétés autres que des organismes financiers a été réduit. Les tensions sur le marché des capitaux ont eu en partie leur cause dans des ventes de valeurs fédérales (d'une échéance supérieure à un an) effectuées par les banques et d'autres organismes financiers; en 1965, ces ventes se sont élevées à \$3,6 milliards environ. Vraisemblablement pour atténuer cette tension, les autorités monétaires ont laissé fléchir de quelque \$4,7 milliards le montant total des avoirs du marché en valeurs fédérales à plus d'un an d'échéance.

En raison de la très grande activité des demandes de ressources d'emprunt, le resserrement de la politique monétaire, au lieu de ralentir le rythme d'expansion du crédit de la période précédente, a plutôt contribué à freiner l'élan pris récemment. Soulignons, à ce propos, qu'en raison de l'accroissement rapide du rythme des dépenses publiques et des dépenses en capital du secteur privé, et du degré relativement élevé de liquidité du secteur privé de l'économie, l'efficacité d'une action monétaire isolée comporte des limites précises. Il est vrai que les banques, dont les ratios avances/dépôts se tiennent à un niveau exceptionnellement élevé, sont dans une situation assez délicate au point de vue de leur liquidité. A la vérité, envisagée sous l'aspect de la balance des paiements, la politique monétaire produit, dans l'ensemble, tous les effets escomptés, en partie parce que des banques américaines se tournent de plus en plus depuis quelques mois vers le marché des Euro-monnaies pour s'approvisionner en moyens liquides.

Dans les conditions actuelles, il est toutefois permis de se demander si la politique de restrictions du crédit contribuera de façon significative à freiner le mouvement d'expansion des dépenses en capital, bien qu'elle puisse affecter la branche construction de logements et les investissements des collectivités locales. De 1962 à 1964, les investissements des sociétés avaient atteint, dans l'ensemble, un volume correspondant à celui de leur épargne brute. En dépit de cet équilibre et en raison des facilités d'accès au crédit, des sociétés ont contracté des emprunts sur une vaste échelle et ont utilisé, semble-t-il, les ressources obtenues pour consentir des crédits à leurs clients, constituer des avoirs liquides et financer des investissements à l'étranger. En 1965, au moment où leurs investissements ont commencé de dépasser le volume des fonds dont elles disposaient en propre, les sociétés ont accru leurs appels à l'emprunt, en partie en prévision de besoins futurs. Maintenant que les restrictions de crédit se font de plus en plus lourdement sentir, les entreprises chercheront vraisemblablement une parade en réduisant l'affectation des fonds dont elles disposent à des utilisations de caractère financier, y compris leurs investissements à l'étranger, plutôt qu'en échelonnant sur des périodes beaucoup plus longues l'exécution de projets d'investissement à l'intérieur des Etats-Unis que l'activité des demandes actuelles et des demandes probables est de nature à encourager. Des dispositions de caractère financier pourraient offrir non seulement le moyen le plus approprié mais aussi le moyen le plus efficace de contenir la demande.

Pendant les quatre premiers mois de 1966, le volume des nouvelles avances et des nouveaux investissements des banques adhérentes fournissant des situations

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

Postes	Moyennes annuelles		1965
	1955-1957	1962-1964	
en milliards de dollars E. U.			
Epargne brute . . . . .	29,6	45,2	55,5
Investissement brut . . . . .	32,8	45,1	59,6
Excédent financier (+) . . . . .	- 3,2	+ 0,1	- 4,1
<b>Variations correspondantes des</b>			
Avoirs liquides . . . . .	0,3	2,0	1,2
Crédit à la consommation . . . . .	0,4	0,9	1,2
Montant net des crédits commerciaux . . . . .	2,4	4,4	5,6
Créances financières diverses (montant net) <sup>2</sup> . . . . .	1,5	1,5	5,5
Valeurs mobilières et hypothèques . . . . .	- 6,9	- 8,0	- 9,6
Crédits bancaires et autres . . . . .	- 3,3	- 4,5 <sup>3</sup>	-12,6 <sup>3</sup>
Ecart . . . . .	2,4	3,8	4,6

<sup>1</sup> Sociétés à vocation non financière seulement.    <sup>2</sup> Y compris les investissements à l'étranger.    <sup>3</sup> Y compris un accroissement de \$800 millions en moyenne pour les années 1962 à 1964, et de \$1,6 milliard en 1965 des charges d'impôt.

hebdomadaires aux autorités de réserve fédérale faisait ressortir une diminution de \$700 millions environ par rapport à celle de la période correspondante de 1965, mais l'expansion demeurait cependant supérieure de \$1,1 milliard à celle de la période correspondante de 1964. Tout en continuant de développer leurs avances aux entreprises industrielles ou commerciales à un rythme à peine inférieur à celui de 1965, les banques ont très sensiblement réduit leurs nouveaux achats de titres hypothécaires et de valeurs des Etats et des collectivités locales.

*Canada.* L'an dernier, l'évolution de la situation économique intérieure du Canada a fait apparaître à trois égards des différences avec celle des Etats-Unis. La recrudescence des dépenses d'installations et de matériel a été plus vigoureuse; les dépenses des collectivités provinciales et locales se sont fortement accrues; enfin, dans la branche du logement, l'activité, tout en commençant de plafonner, s'est maintenue à un niveau très élevé. Malgré une augmentation de 3,8% des effectifs au travail, qui a provoqué un accroissement de 6,6% du produit national brut exprimé en termes réels, le potentiel de production existant n'a pas permis de faire face à l'expansion des dépenses totales. Au printemps 1965, la demande appuyée par des moyens monétaires était devenue excessive; aussi a-t-on enregistré, pour l'ensemble de l'année, un mouvement de hausse des prix et une aggravation sensible du déficit de paiements courants qui a été couvert essentiellement par un accroissement des emprunts à long terme à l'étranger.

Ces mouvements ont donné naissance, à leur tour, à des tensions croissantes sur le marché du crédit, qui ont été atténuées, en partie seulement, par des interventions des autorités sur le marché libre. En raison des appels accrus à l'emprunt des collectivités locales et des compagnies de financement des ventes à crédit, l'expansion des encours en monnaie nationale des banques à charte s'est accélérée: 20% en 1965, contre 14% en 1964. Les dépôts des particuliers dans les banques, notamment dépôts à terme et dépôts d'épargne, ont eux aussi progressé plus rapidement (12%, contre 7½% l'année précédente). Ce changement de cadence, du côté des dépôts et des emplois, a été dû dans une certaine mesure à la faillite, en juin dernier, d'une société de financement des ventes à tempérament, qui a donné naissance à des transferts précipités de fonds vers les banques. Les avoirs du public en créances relativement liquides de toute nature, y compris les dépôts en banque, ont augmenté, d'après des estimations, de 9% en 1965, soit d'un peu plus qu'en 1964, ce qui prouve qu'il s'est agi d'un phénomène de déplacement de ressources. Les banques ont pu atténuer dans une certaine mesure, en 1965, les pressions exercées sur leur position générale de liquidité grâce à un accroissement de leurs engagements nets envers l'étranger et à un afflux de dépôts du secteur public, de sorte qu'elles ont pu maintenir leur portefeuille de valeurs du Trésor à

peu près au même niveau. Toutefois, pour l'ensemble de 1965, la ratio des avoirs «relativement liquides» des banques à charte par rapport au total de leurs dépôts est tombée de 32 à 30, niveau exceptionnellement bas à leur avis.

Le budget fédéral, calculé d'après les données de la comptabilité nationale, avait été en déficit de \$ Can. 290 millions en 1963, puis en excédent de \$ Can. 330 millions en 1964; en 1965, la situation budgétaire s'est encore améliorée. L'excédent a été de \$ Can. 550 millions, malgré une réduction de l'impôt sur le revenu des personnes physiques à partir du 1<sup>er</sup> juillet dernier; il a eu sa contrepartie, comme l'année précédente, dans des avances à des organismes de prêt du secteur public. En outre, le gouvernement a procédé à un remboursement limité de la dette publique à échéance la plus éloignée, permettant ainsi aux entreprises privées de faire davantage appel aux ressources du marché des capitaux. Enfin, malgré une forte augmentation de leurs dépenses en 1965, les provinces et les municipalités ont quelque peu ralenti les nouvelles émissions de valeurs mobilières, tout en intensifiant leurs appels aux banques et en vendant des effets à court terme négociables sur le marché monétaire.

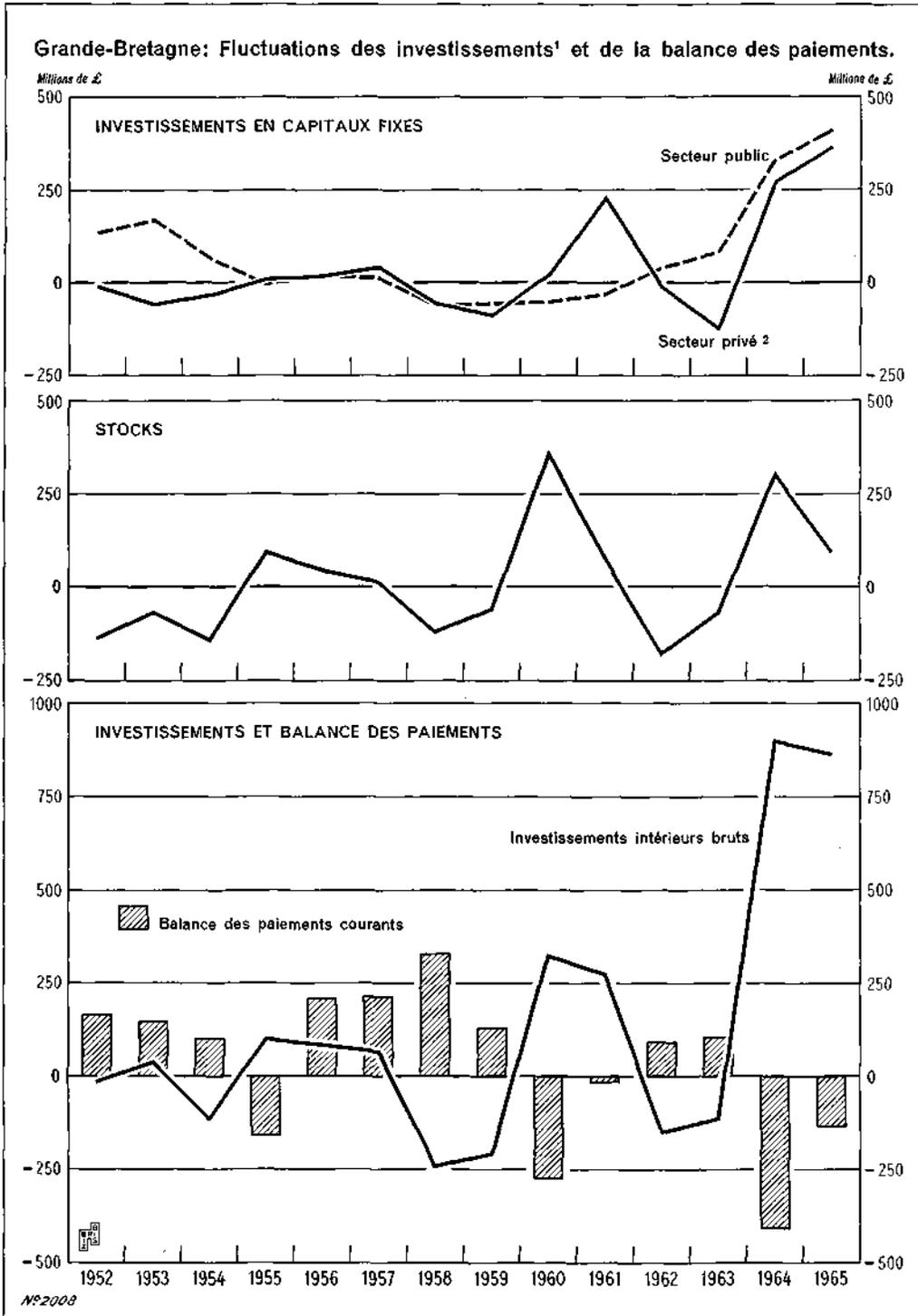
A partir du printemps de 1965, les taux d'intérêt à long terme se sont nettement tendus et la Banque du Canada a relevé son taux d'escompte de 4 $\frac{1}{4}$  à 4 $\frac{3}{4}$ % en décembre 1965, puis à 5 $\frac{1}{4}$ % en mars 1966. A la fin de 1965 et au début de 1966, le taux d'intérêt des prêts aux emprunteurs de premier ordre, garantis par des hypothèques ordinaires sur des immeubles d'habitation, s'établissait à 7 $\frac{1}{2}$ %, niveau le plus élevé depuis les années 1920-1930. Les écarts entre les taux à long terme au Canada et ceux pratiqués aux États-Unis se sont maintenus aux environs d'un point à part une courte période, au début de 1965, pendant laquelle ils ont été plus faibles. Bien que les écarts entre les taux de rendement des placements à court terme, compte tenu de la couverture du risque de change, aient enregistré des fluctuations étendues, on n'a pas enregistré de mouvements de capitaux importants. La politique des autorités a eu en général pour objet d'encourager suffisamment les importations de capitaux pour couvrir le déficit des paiements courants, sans provoquer une accumulation excessive de réserves.

Au début de 1966, on prévoyait de nouveau une hausse excessive des revenus distribués en monnaie, sous l'impulsion d'un accroissement marqué des dépenses d'installations et de matériel et des dépenses publiques. Dans ces conditions, il a été décidé en mars de prendre de nouvelles mesures fiscales. La quotité de l'impôt sur le revenu des personnes physiques doit être relevée à compter de juin. Pour les personnes percevant des revenus moyens et élevés, ce relèvement annulera les effets des dégrèvements accordés l'an dernier. Ensuite, pour inciter les sociétés à différer leurs dépenses d'investissement, l'impôt actuel de 11% sur les ventes de machines et d'équipements sera abaissé à 6% en avril 1967 et supprimé en 1968,

tandis que les provisions d'amortissement de certains éléments d'actif acquis au cours des douze prochains mois seront fortement réduites pendant une période de trois années. Enfin, pour réduire le volume des fonds susceptibles d'être utilisés pour financer des investissements, une taxe remboursable de 5% sera perçue sur les bénéfices bruts des sociétés après déduction des impôts. Cette taxe sera acquittée en dix-huit versements mensuels, à partir de mai 1966, et sera remboursée, augmentée des intérêts après une période de dix-huit à trente-six mois. Au total, ces mesures permettront tout au plus de compenser l'augmentation des dépenses publiques qui a été projetée.

*Grande-Bretagne.* En un peu plus d'une dizaine d'années, la Grande-Bretagne a connu trois crises de paiements extérieurs, caractérisées en tout premier lieu par une détérioration de la balance des opérations courantes. En 1955, comme en 1960-61 et en 1964-65, les investissements intérieurs bruts, évalués aux prix courants, ont chaque fois fortement augmenté: 19% en 1955, 21% en 1960 et 25% en 1964. D'autre part, l'aggravation notée au moment où les excédents ont fait place à des déficits extérieurs a été de plus en plus étendue. Etant donné la stabilité relative du pourcentage de couverture des investissements par l'épargne et le fait que la Grande-Bretagne est fortement tributaire du commerce extérieur, une telle accélération des investissements devait nécessairement se traduire par un déficit de la balance des paiements. En revanche, si on se place du côté de la tendance, on constate qu'au cours des années, les autorités ont remporté quelques succès pour accroître le rythme de formation des capitaux. Au cours de la période s'étendant de 1954 à 1963 - années marquées, l'une et l'autre, par un excédent modéré de la balance des paiements -, le pourcentage des investissements intérieurs bruts par rapport au produit intérieur brut au coût des facteurs est passé d'environ 16½% à près de 19%.

A un important égard, les événements de 1965 se distinguent très nettement de ceux des années 1960-61 et de 1955. Au cours des deux dernières périodes, la recrudescence des investissements en capitaux fixes du secteur privé (industries nationalisées comprises) avait été compensée en partie par un ralentissement des investissements dans le secteur public. En 1964, au contraire, les investissements se sont développés dans les deux secteurs. Au cours de 1965, en partie à la suite de l'application de mesures restrictives, les investissements en capitaux fixes ont eu tendance à se stabiliser dans le secteur public et dans celui des logements, et se sont inscrits en recul dans les secteurs de la distribution et des services. La cadence d'accumulation des stocks a été également bien inférieure à celle de 1964. Toutefois, les investissements en capitaux fixes ont continué d'augmenter dans les industries de transformation et dans les sociétés nationalisées. Dans l'ensemble, les



<sup>1</sup> Exprimées sous forme de déviations par rapport à la tendance 1954-63, représentée par la droite d'ordonnée zéro. Exprimés sous forme de tendances, les pourcentages d'augmentation de la période 1954-63 ont été de 6,7% pour l'investissement intérieur brut, de 4% pour les investissements en capitaux fixes du secteur public, de 7,9% pour les investissements en capitaux fixes du secteur privé et de 2,7% pour les stocks. <sup>2</sup> Les investissements des sociétés nationalisées sont compris dans ceux du secteur privé.

investissements intérieurs bruts ont représenté l'an dernier 21,8% du produit intérieur brut (au coût des facteurs). Ce pourcentage n'est pas très éloigné du record de la période d'après-guerre (22,3%) établi en 1964. Combinée avec les relèvements de salaires dans le secteur public et le secteur privé, l'activité des investissements a continué l'an dernier à maintenir les tensions sur l'économie.

Dans l'ensemble, l'évolution des investissements a été conforme à la politique économique du gouvernement qui visait à exercer des restrictions de caractère sélectif sur la demande afin de maintenir le rythme des investissements productifs à un niveau élevé. Ces intentions avaient été exprimées en partie dans le budget d'avril 1965, qui tendait à limiter la consommation des particuliers, et aussi dans les conditions d'application des restrictions du crédit. En raison de la vigueur du mouvement d'expansion des encours pendant l'année précédente, l'augmentation globale des crédits au secteur privé de l'économie a été contrôlée de façon plutôt stricte à partir du printemps 1965. A la fin du mois d'avril, la Banque d'Angleterre a adressé aux banques des appels de versement aux comptes spéciaux; le montant de ces versements a été fixé à 1% des dépôts pour les établissements membres de la Chambre de compensation de Londres et à ½% pour les banques écossaises. Au début de mai, les banques ont été invitées à ne pas accroître leurs encours (en sterling) de plus de 5% pendant la période comprise entre le 30 mars 1965 et le 30 mars 1966. En même temps, il leur a été rappelé que les recommandations faites en décembre 1964 pour l'affectation de leurs ressources de prêt étaient maintenues: nécessité de réserver la priorité aux demandes destinées à financer les exportations et les investissements productifs dans l'industrie de transformation, obligation de réduire les avances à certaines catégories d'emprunteurs (sociétés immobilières, compagnies de financement des ventes à crédit, ainsi que les avances de caractère «personnel et professionnel»). Les banques ont été en outre invitées à ne pas accroître leur portefeuille d'acceptations ou d'effets de commerce. Enfin, la Banque d'Angleterre a demandé à d'autres organismes financiers de faire preuve d'un même degré de modération.

Au début de juin, l'Institut d'émission a abaissé à 6% le taux officiel de réescompte à partir de son niveau de crise de 7%. Mais en même temps, le pourcentage du versement à la commande pour les achats à tempérament a été relevé de 20 à 25% en ce qui concerne les véhicules à moteur et de 10 à 15% pour les autres biens de consommation durables. A la suite d'une nouvelle intensification des pressions exercées sur le sterling, de nouvelles mesures restrictives ont été annoncées à la fin de juillet: action directe visant à ralentir les investissements de caractère non industriel des administrations publiques et des industries nationalisées, limitation des possibilités d'emprunt et de prêt des collectivités locales, instauration d'un régime de permis pour certaines constructions non essentielles, raccourcissement

des délais de règlement des achats à tempérament, renforcement de la surveillance des changes. En même temps, la Banque d'Angleterre a souligné que les banques devaient, tout en continuant d'accueillir favorablement les demandes de crédits destinés à financer des investissements productifs et des exportations, limiter les crédits aux importations, notamment lorsque les demandes de concours avaient pour objet de financer l'achat de produits fabriqués destinés à la consommation intérieure et la constitution de stocks.

Pour l'ensemble de l'année civile, les encours des banques envers des résidents britanniques (prêts en devises étrangères compris) se sont accrus de £425 millions, soit de 6½% seulement, contre 17½% en 1964. A partir de mai 1965, après le plafonnement des avances en livre sterling, l'expansion des prêts bancaires s'est tenue bien en deçà des limites prescrites. D'après une analyse de la «British Bankers' Association» portant sur la période de douze mois se terminant en février 1966, les avances aux industries chimiques, métallurgiques et mécaniques ont progressé d'environ 22%, et celles octroyées à d'autres emprunteurs d'un peu plus de 1% seulement. De plus, les avances aux compagnies de financement des achats à tempérament, ainsi que les prêts personnels et professionnels, ont nettement fléchi. Pour l'ensemble des banques, les dépôts des résidents se sont accrus, l'an dernier, d'environ £775 millions, soit de 7½%, contre 5½% en 1964. Les avances à des non-résidents ont progressé en 1965 d'environ £100 millions de moins que leurs dépôts (en livres sterling et en monnaies étrangères).

L'accélération de la cadence de formation des dépôts, malgré un ralentissement du rythme de l'octroi d'avances au secteur privé, a été due, l'an dernier, à une augmentation du déficit des finances publiques, qui a été financé en majeure partie grâce à l'intervention du système bancaire. Les besoins nets de financement du gouvernement central se sont élevés à £596 millions pour l'année civile 1965, contre £423 millions en 1964, l'accroissement des prêts consentis aux collectivités locales ayant été supérieur à la différence entre ces deux chiffres. Sur le total de ces besoins de financement pour 1965, le Trésor s'est procuré, grâce à des ventes nettes de devises étrangères contre sterling et à des aménagements du portefeuille de valeurs du Trésor des étrangers, une somme de £117 millions, contre £637 millions en 1964. De ce fait, le Trésor a obtenu £479 millions en s'adressant à des sources intérieures, alors qu'en 1964, le volume des valeurs du Trésor détenues par les banques et le public avait été réduit de £214 millions. Le déplacement des demandes de crédit vers des sources intérieures a été facilité par les restrictions appliquées au secteur privé de l'économie et par l'amélioration de la balance des paiements qui en a été la conséquence.

Les banques ont fourni au Trésor l'an dernier £308 millions, soit près des deux tiers des fonds obtenus auprès de sources intérieures. En plus du produit

du versement aux comptes spéciaux effectué en avril, le portefeuille Bons du Trésor des banques s'est accru de £85 millions et leurs avoirs en valeurs du Trésor de £73 millions. Parmi les autres composantes de la dette placée dans le public, l'expansion de la circulation de billets et de pièces a assuré à l'Echiquier une rentrée de fonds de £195 millions. En revanche, étant donné que les instruments d'épargne nationale avaient perdu l'an dernier une partie de leur attrait, le volume des titres de la dette publique non négociables a fléchi de £134 millions. En outre, les avoirs du public en Bons du Trésor (en particulier ceux des sociétés industrielles et commerciales) ont diminué de £37 millions, après avoir fléchi de £70 millions au cours de l'année précédente. D'un autre côté, en partie grâce à un raffermissement de la confiance et à la poursuite d'une politique plus active de consolidation, les ventes de valeurs du Trésor au public se sont accrues de £147 millions, contre £5 millions seulement en 1964. A remarquer, à ce propos, que les particuliers ont allégé leur portefeuille de valeurs du Trésor et d'instruments du mouvement national d'épargne pour constituer des dépôts accrus auprès de sociétés de construction et acquérir des créances sur les collectivités locales. Les sociétés, dont la situation de trésorerie était très tendue, ont réduit leurs avoirs en Bons du Trésor et en titres représentatifs d'engagements des collectivités locales. En même temps, des organismes financiers autres que les banques ont pris le relais et ont absorbé des valeurs du Trésor et des titres représentatifs d'engagements des collectivités locales pour quelque £500 millions, contre moins de £300 millions en 1964.

En raison de l'activité déployée sur le marché des capitaux par d'autres branches de l'économie, le marché des valeurs dorées sur tranche a été soumis en 1965 à des pressions accentuées. Le volume des émissions des collectivités locales s'est élevé à £212 millions en chiffres nets, contre £90 millions pendant l'année précédente. Les émissions des sociétés industrielles et commerciales dont les titres sont cotés en Bourse se sont montées à £404 millions, c'est-à-dire au même niveau qu'en 1964; toutefois, l'application du nouvel impôt sur les sociétés a provoqué un déplacement des opérations de financement du compartiment des actions vers celui des obligations, en raison du coût moins élevé de ce second procédé. Les appels à l'emprunt de l'industrie de transformation ont augmenté d'environ 14% en chiffres nets. En revanche, ceux des sociétés immobilières et d'autres sociétés se sont inscrits en recul de 20%. En outre, les émissions de valeurs des organismes financiers ont accusé une chute brutale de £108 millions en 1964 à £39 millions en 1965.

Parce qu'elles ont été énergiques mais sélectives, les mesures de restriction monétaire ont facilité le financement d'un important déficit de l'Echiquier tout en permettant le maintien des investissements en capitaux fixes à un niveau élevé. Au début de février 1966, un nouveau resserrement est intervenu dans l'octroi des crédits au secteur privé de l'économie. La Banque d'Angleterre a demandé aux

«clearing banks» et à d'autres organismes financiers de maintenir, jusqu'à nouvel avis, le montant de leurs encours et leur portefeuille d'acceptations et d'effets de commerce au niveau précédemment fixé pour mars 1966. Les directives données précédemment au sujet de l'affectation de ressources de prêt des banques n'ont pas été modifiées. Au début de février, les conditions générales des achats à tempérament ont été révisées dans un sens restrictif: la période maximum de remboursement pour la plupart des biens de consommation durables a été ramenée de trente à vingt-quatre mois (et à vingt-sept mois pour les automobiles de tourisme) et le versement minimum à la commande a été porté de 15 à 25%.

La politique de coups de frein et d'accélérateur successifs, appliquée en Grande-Bretagne ces dernières années, s'explique par le fait qu'à court terme le rythme des investissements est en relation étroite et inverse avec la balance commerciale. Du point de vue de la croissance et de la solvabilité extérieure à plus long terme d'une économie, le désir de sortir de ce cercle vicieux en maintenant l'investissement à un niveau élevé est compréhensible. Il importe toutefois que la politique appliquée comprenne une action énergique pour accroître le volume de l'épargne nationale brute. Ceci a impliqué, entre autres, la nécessité de faire participer le secteur public au mouvement de formation de l'épargne et d'assurer l'efficacité de la politique des revenus.

Le projet de budget de mai 1966, bien que limité dans ses ambitions, se concilie dans ses grandes lignes avec ces exigences. La taxe sélective sur l'emploi, qui introduit une discrimination au détriment des industries des services et du bâtiment et en faveur de l'industrie de transformation, est orientée vers plusieurs objectifs. Dans la mesure où elle provoquera un déplacement de main-d'œuvre vers l'industrie de transformation, elle contribuera, pense-t-on, à améliorer la productivité, à atténuer la pression sur les salaires et à provoquer un redressement des comptes extérieurs. Dans la mesure où elle frappera les effectifs de main-d'œuvre thésaurisée par la branche des services et celle du bâtiment, affectant par-là même de façon défavorable leurs prix de revient et leurs bénéfices, elle aura tendance à freiner la consommation et les investissements présentant un caractère moins essentiel, tout en favorisant des compressions budgétaires. Lorsque la taxe sera exigible en septembre, les premiers remboursements — dont ne bénéficieront ni l'industrie des services, ni celle du bâtiment, mais qui seront effectués en totalité à l'industrie des transports, à l'agriculture et aux administrations publiques, et avec une prime pour l'industrie de transformation — ne commenceront qu'au début de 1967 et se poursuivront par la suite avec un certain décalage. Du fait de son entrée en application, la taxe présentera d'étroits rapports à ce premier stade avec un emprunt forcé, dont les répercussions seront les plus accentuées pendant les premiers mois de fonctionnement du nouveau système. En raison de l'introduction

**Système bancaire: Evolution de la situation monétaire.**

Pays	Années	Variations annuelles des principaux éléments					Produit national brut, aux prix du marché	Monnaie et quasi-monnaie, <sup>1</sup> en pourcentage du P.N.B.
		d'actif			de passif			
		Avoirs à l'étranger	Crédit au secteur public	Crédit au secteur privé	Monnaie	Quasi-monnaie		
en milliards d'unités de monnaie nationale								
Allemagne . . . .	1963	3,20	5,10	19,20	4,20	12,00	377,60	37,6
	1964	2,70	7,70	21,70	5,40	13,90	413,80	38,6
	1965	0,50	8,10	25,30	5,10	17,30	448,80	40,4
Autriche . . . .	1963	4,51	3,42	5,27	3,52	7,00	201,86	49,5
	1964	2,51	2,38	11,38	3,08	10,42	221,39	50,9
	1965	- 1,66	2,15	15,03	4,19	10,72	238,90	53,4
Belgique . . . .	1963	- 1,30	21,20	16,40	24,50	8,20	697,92	47,4
	1964	8,80	9,10	10,60	19,70	6,10	774,50	45,8
	1965	6,80	16,30	14,10	21,30	11,60	834,50	46,3
Danemark . . . .	1963	1,66	- 0,35	2,09	1,63	1,38	54,59	49,3
	1964	0,81	- 0,85	3,58	1,39	1,51	61,62	48,4
	1965	0,17	0,72	2,38	1,57	1,26	69,03	47,5
Espagne . . . .	1963	5,10	12,00	76,80	41,90	53,60	938,60	63,6
	1964	21,00	28,10	90,00	60,30	78,00	1.062,90	67,4
	1965	- 5,80	34,90	125,50	62,30	82,40	1.260,00	67,9
Finlande <sup>2</sup> . . . .	1963	117	56	468	265	454	20.464	41,4
	1964	126	- 48	1.130	56	949	23.356	39,9
	1965	- 236	21	1.167	45	1.022	25.991	40,2
France . . . .	1963	4,16	3,78	10,70	19,06	0,69	395,97	39,2
	1964	3,80	- 0,32	10,66	12,21	2,61	435,24	39,2
	1965	3,33	1,29	12,16	14,85	3,01	461,44	40,6
Grande-Bretagne <sup>2</sup> .	1963	-	292	495	-	-	30.450	-
	1964	- 578 <sup>3</sup>	- 200	967	585 <sup>4</sup>	-	32.890	34,5
	1965	- 304 <sup>3</sup>	550	570	909 <sup>4</sup>	-	35.230	34,4
Italie . . . .	1963	- 780	810	2.594	1.402	1.031	30.193	62,6
	1964	483	548	870	908	872	33.112	61,9
	1965	992	888	1.793	1.871	1.489	35.460	65,5
Norvège . . . .	1963	0,39	0,21	1,00	0,48	1,01	40,51	54,7
	1964	0,27	0,20	1,39	0,57	1,23	44,98	53,4
	1965	1,15	0,10	1,22	0,54	1,74	50,96	51,2
Pays-Bas . . . .	1963	0,63	- 0,11	0,92	1,21	2,26	52,34	63,3
	1964	0,11	0,16	1,07	1,15	2,42	60,80	59,8
	1965	0,08	0,87	1,19	1,70	2,42	67,92	60,0
Suède . . . .	1963	- 0,13	- 0,63	5,65	1,18	3,31	80,96	71,2
	1964	1,06	- 0,62	4,13	1,27	2,70	90,06	69,2
	1965	0,12	- 0,35	4,57	1,08	2,77	98,54	67,4
Suisse . . . .	1963	0,88 <sup>5</sup>	0,80	3,95	1,80	4,54	50,37	125,2
	1964	0,85 <sup>5</sup>	0,61	3,92	1,72	4,30	55,57	124,8
	1965	0,54 <sup>5</sup>	0,86	4,46	1,09	4,73	60,20	125,1
Etats-Unis . . . .	1963	- 0,50 <sup>5</sup>	5,90	16,80	5,80	13,40	589,20	42,7
	1964	- 0,10 <sup>5</sup>	6,40	17,80	6,80	13,20	628,70	43,0
	1965	- 1,20 <sup>5</sup>	6,90	26,30	6,70	19,30	676,30	43,4
Canada . . . .	1963	0,15	0,24	0,49	0,52	0,51	43,42	36,2
	1964	0,35	- 0,26	1,02	0,71	0,50	47,40	35,4
	1965	0,16	0,04	1,67	1,20	0,78	51,99	36,0
Japon . . . .	1963	39	241	4.871	2.078	2.884	21.421	103,7
	1964	- 274	727	3.791	1.177	2.772	24.968	105,0
	1965	154	745	2.774	1.043	1.888	27.140	107,9

<sup>1</sup> Moyennes annuelles. <sup>2</sup> En millions d'unités de monnaie nationale. <sup>3</sup> Y compris les avoirs du Fonds d'Egalisation des Changes, la position nette de la Grande-Bretagne envers le F.M.I. et les avoirs nets des banques de dépôt. <sup>4</sup> Y compris les dépôts à court préavis. <sup>5</sup> Banque Nationale seulement. <sup>6</sup> Avoirs officiels, plus position nette envers le F.M.I.

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

de cette taxe et de l'interdiction faite aux banques de procéder à une nouvelle expansion du crédit, la situation de trésorerie des entreprises sera, toutes choses restant égales d'ailleurs, de plus en plus tendue au cours de l'année 1966.

Avec l'application de la nouvelle taxe sélective et d'autres aménagements apportés au budget, l'excédent réalisé par l'Echiquier — en ne tenant pas compte des prêts consentis par celui-ci — augmentera de £689 millions pendant l'exercice financier 1965-66 à £1.047 millions pour 1966-67. Les prêts consentis par l'Echiquier, principalement à des collectivités locales et aux industries nationalisées, augmenteront, selon les prévisions, de £1.265 à £1.334 millions. De la sorte, les besoins d'emprunt de l'Echiquier diminueront de £576 à £287 millions d'un exercice à l'autre. La résolution du problème du financement devrait être facilitée par une série de dispositions récentes tendant à encourager les investissements en instruments du mouvement national d'épargne, en rendant le taux de ces derniers plus avantageux. En admettant donc que les taux d'intérêt soient maintenus à un niveau relativement élevé, ce qui est justifié par des considérations d'ordre interne et externe, l'Echiquier ne devrait pas se heurter à des difficultés insurmontables pour assurer son financement en contractant des emprunts à l'intérieur du pays sans faire appel au système bancaire.

*République fédérale d'Allemagne.* Pendant les premiers mois de 1965, le volume brut des investissements à l'intérieur du pays, qui avaient progressé à un rythme très soutenu depuis le début de 1963, continuait d'augmenter. Comme, en même temps, le pourcentage des relèvements de salaires dépassait celui de l'amélioration de la productivité et provoquait un amenuisement constant des marges bénéficiaires des entreprises, les besoins de ressources d'emprunt de ces dernières se sont accrus à un rythme accéléré. Loin d'aider à compenser l'influence de l'accroissement des investissements du secteur privé, les budgets des administrations publiques revêtaient eux-mêmes un caractère inflationniste de plus en plus accentué. En outre, l'accroissement très marqué des revenus disponibles des particuliers a provoqué, malgré une augmentation du pourcentage de la constitution de l'épargne, une expansion exceptionnelle de la consommation. Le jeu de tous ces facteurs a provoqué l'apparition d'un déficit croissant de paiements au titre des opérations courantes, et la politique monétaire, qui s'était orientée vers des restrictions à compter de l'été 1964, a dû endosser des charges de plus en plus lourdes pour obtenir le degré de modération désiré. Cette action a commencé de donner des résultats à partir du printemps de 1965: le mouvement d'expansion des crédits et des dépenses en capital s'est en effet ralenti.

Pour l'ensemble de l'année 1965, le total des prêts consentis par les instituts de crédit à l'économie intérieure (y compris leurs achats de valeurs mobilières) s'est accru de DM 32,6 milliards, soit de 13%, c'est-à-dire à peu près au même rythme qu'en 1964. Les prêts au secteur privé de l'économie ont accusé une expansion un peu plus accentuée que ceux aux administrations publiques, dont la participation à l'expansion totale du crédit a fléchi de 26% environ en 1964 à 22% l'an dernier. Sur le total des facilités consenties, le portefeuille de valeurs mobilières des banques — qui représente une faible fraction de leur activité de prêt, mais dont l'évolution n'est pas moins significative pour le marché des capitaux — a augmenté de quelque 9% seulement, contre 16% en 1964. L'expansion des avances, en revanche, a été beaucoup plus accentuée qu'en 1964; elle reflète en premier lieu un accroissement des facilités à court et à moyen terme accordées au secteur privé de l'économie. Les administrations publiques ont accéléré leurs recours à l'emprunt à moyen et à long terme; au cours de la période de trois années qui a pris fin en décembre 1965, ces emprunts se sont accrus de plus de DM 16 milliards, contre DM 7 milliards seulement pendant les trois années précédentes.

La poursuite du développement de l'activité de prêt des instituts de crédit a été facilitée en partie par la cadence élevée du mouvement de formation des dépôts. L'augmentation accentuée du volume des dépôts d'épargne, dont le pourcentage a atteint 17,5%, contre 15½% en 1964, a reflété, d'une part, l'accroissement de l'épargne des ménages et, d'autre part, les incertitudes du marché des capitaux. La masse monétaire s'est accrue de 7,5% alors que l'augmentation du produit national brut, aux prix courants, a été de 8,4%.

La très grande activité de prêt des instituts de crédit en 1965 a été possible grâce à des prélèvements très appréciables sur leurs ressources liquides. L'apparition d'un déséquilibre extérieur a provoqué, il est vrai, dans le cas des banques, une perte de moyens liquides de DM 1,3 milliard seulement, chiffre plutôt faible eu égard au déficit de base de DM 5,5 milliards, en partie parce que le resserrement des conditions d'accès au crédit en République fédérale a incité des résidents à contracter des emprunts à court terme à l'étranger. D'autre part, les prélèvements effectués par les administrations publiques sur leurs dépôts à la Bundesbank ont fourni aux instituts de crédit DM 1,1 milliard de moyens liquides supplémentaires. D'autres facteurs, en revanche, y compris l'augmentation du volume des réserves obligatoires et l'accroissement de la circulation de billets, ont provoqué des pertes considérables de moyens liquides, de sorte qu'en dernière analyse, les pertes de liquidités subies par les banques ont atteint DM 3,7 milliards. Pour faire face à ce mouvement, les instituts de crédit ont surtout fait appel à des sources situées à l'intérieur du pays: ils ont revendu à la Bundesbank DM 1,9 milliard d'instruments négociables sur le marché monétaire et accru leurs emprunts à la banque centrale

de DM 1,6 milliard. En raison du maintien des encouragements de caractère sélectif accordés aux banques pour les inciter à conserver des avoirs à l'extérieur du pays, les instituts de crédit ont rapatrié DM 150 millions seulement d'avoirs sur des marchés monétaires étrangers.

Dans ces conditions, la Bundesbank a pris une série de mesures pour accentuer la pression accrue exercée par les forces du marché sur la liquidité des banques. En janvier 1965, le taux de réescompte a été porté de 3 à 3,5% et le taux de cession par la banque centrale d'instruments négociables sur le marché monétaire a été relevé d'un demi-point à trois quarts de point. En mai, la Bundesbank a annoncé un aménagement de structure des contingents de réescompte, correspondant à une réduction allant jusqu'à 25%, qui devait entrer en application en octobre. En août, le taux de réescompte a été augmenté de nouveau de 3,5 à 4%; les taux de cession d'effets négociables sur le marché monétaire ont été relevés de trois quarts de point pour les instruments à échéance rapprochée et de cinq huitièmes de point pour ceux à échéance plus éloignée. Toutefois, étant donné que les pressions exercées par d'autres facteurs sur la position de liquidité des banques s'étaient intensifiées, il a été décidé de différer, à concurrence de moitié, la réduction des contingents de réescompte prévue pour octobre.

En 1965, les opérations du secteur public ont très sensiblement aggravé les tensions financières ayant leur source dans le secteur privé de l'économie. Comme les dépenses publiques courantes s'étaient accélérées en raison du relèvement des appointements des fonctionnaires et des prestations de la sécurité sociale, alors que les recettes augmentaient plus lentement en raison de dégrèvements d'impôts précédemment consentis, les excédents budgétaires de l'ensemble des administrations publiques (exprimés en termes de comptabilité nationale) ont diminué. De surcroît, alors qu'en 1964 le secteur public avait dégagé un excédent financier (excédent d'épargne par rapport à ses propres investissements) de DM 5,6 milliards, celui-ci a fait place en 1965 à un déficit de DM 1,6 milliard. Le déficit de trésorerie du gouvernement central (communes non comprises) est passé de DM 3 milliards en 1964 à DM 6,1 milliards en 1965. Il a été financé en partie par des prélèvements sur des avoirs liquides mais encore plus par un recours accru au marché du crédit, y compris un développement significatif du placement d'instruments du marché monétaire à court terme. Un autre phénomène remarquable des deux dernières années a été l'accroissement accéléré de l'endettement des communes (DM 4,6 milliards en 1965, contre DM 3,5 milliards en 1964 et DM 2,4 milliards en 1963). En juillet 1965, le gouvernement fédéral a pris une série de mesures pour comprimer ses propres dépenses; celles-ci ont été suivies, en décembre, du vote d'une loi prévoyant une réduction de DM 3,2 milliards de dépenses déjà approuvées. Les tarifs de chemin de fer et la taxe sur les boissons

alcoolisées ont été augmentés. En outre, en août 1965, et sur l'initiative du gouvernement, les administrations publiques ont accepté de se réunir périodiquement autour d'une table ronde pour harmoniser leurs nouveaux projets d'émissions.

Les pressions de caractère financier se sont exercées en majeure partie sur le marché des valeurs mobilières, où le rendement des emprunts d'administrations publiques, après avoir augmenté d'un demi-point en 1964, a progressé de plus d'un point l'an dernier. Le fléchissement des cours des obligations s'est poursuivi à un rythme régulier et s'est maintenu même après la décision prise par les autorités, en juillet, de ne plus accorder temporairement d'autorisations d'émissions nouvelles d'obligations au porteur. Dans l'ensemble, l'absorption nette de valeurs par le marché (DM 17,8 milliards) soutient favorablement la comparaison avec celle de 1964 (DM 16,6 milliards) (voir page 67). Cette augmentation reflète toutefois en partie l'accroissement du volume des émissions pour compte étranger, dont les deux tiers ont été absorbés par des non-résidents, parce que ces valeurs ne sont pas assujetties à la retenue de l'impôt à la source. D'un autre côté, le marché des valeurs à revenu fixe a donné des signes particuliers de faiblesse, d'une part parce qu'il a été moins soutenu par les établissements de crédit, d'autre part à cause de l'attrait exercé sur le public par d'importantes offres d'actions de sociétés. De ce fait, le volume des émissions d'obligations allemandes a fléchi de DM 1 milliard en chiffres nets pour tomber à DM 12,5 milliards l'an dernier.

La tension a persisté ces derniers mois sur l'économie. Bien que les investissements dans le secteur privé se soient ralentis, les exportations se sont inscrites en reprise accélérée, le boom s'est poursuivi dans la construction de logements, les coûts de production et les prix continuent de monter. En outre, bien que l'exécution du budget du gouvernement fédéral doive, selon les prévisions, donner des résultats plus satisfaisants qu'en 1965, l'ensemble des dépenses du secteur public augmentera vraisemblablement en 1966 de 8% environ. Au début de l'année en cours, la Bundesbank, après avoir relevé les taux de cession des effets négociables sur le marché à court terme, a décidé, à partir de mai, de réaliser en totalité le projet d'abaissement des contingents de réescompte dont l'exécution avait été différée à concurrence de moitié. Par la suite, étant donné que les besoins de financement du secteur public continuaient de peser lourdement sur les cours des valeurs mobilières, le gouvernement fédéral a annoncé, en mai, qu'il s'abstiendrait de tout nouveau recours au marché des capitaux jusqu'à la fin de 1966. En outre, les Länder et les communes ont accepté de comprimer, dans toute la mesure du possible, leur budget extraordinaire pour l'année en cours et pour l'année suivante, et de ne pas émettre d'emprunts obligataires jusqu'à la fin juin. Enfin, vers la fin mai, le caractère restrictif de la politique monétaire a été accentué. La Bundesbank, tenant compte de considérations d'ordre intérieur et extérieur, a porté son taux de

réescompte de 4 à 5% et procédé à d'autres modifications liées à ce relèvement, notamment en portant de 5 à 6¼% le taux des avances garanties.

*Suisse.* En 1965 et au début de 1966, l'activité économique se ressentait largement des mesures de stabilisation prises au début de 1964, qui comprenaient principalement des contrôles quantitatifs destinés à agir sur l'offre et sur la demande de ressources financières, tout en atténuant les pressions à la hausse exercées sur les taux d'intérêt. Brièvement résumées, ces mesures englobaient de nouvelles restrictions sur l'entrée de capitaux étrangers, le maintien d'un plafond pour l'expansion du crédit des banques, le contrôle des émissions, des limitations frappant la mise en chantier de constructions nouvelles et une réduction des effectifs de main-d'œuvre étrangère. Cet ensemble de dispositions a eu des effets marqués sur le volume des demandes des particuliers: les investissements dans l'industrie et l'activité dans la branche construction de logements, en particulier, se sont ralentis et le déficit de la balance des paiements courants a diminué. Néanmoins, la demande globale, appuyée par l'activité des ventes à l'étranger et par l'accroissement des dépenses publiques, continue de donner des signes de vigueur.

Le volume total des crédits octroyés par les soixante-deux banques représentatives du système bancaire suisse s'est accru l'an dernier de FS 4,5 milliards, soit de presque 9%, pourcentage égal à celui noté en 1964. L'expansion des crédits a été maintenue au-dessous des plafonds fixés, qui n'ont pas été modifiés pour les avances ordinaires au secteur privé mais ont été quelque peu assouplis pour les crédits hypothécaires et les prêts à des administrations publiques. En fait, les crédits consentis au secteur public ont accusé, en valeur relative, les fluctuations les plus étendues l'an dernier, avec une augmentation de 19% (FS 510 millions), contre 14% en 1964. Comme en 1964, le volume des placements de fonds à plus long terme auprès des banques s'est accru de presque 11% (plus de FS 4,7 milliards). Les achats de certificats d'épargne se sont accélérés, le relèvement de leur taux vers la fin de 1964 ayant permis aux banques de réduire leurs émissions d'obligations. D'un autre côté, à la suite du relèvement des taux d'intérêt et du déficit des comptes extérieurs, la masse monétaire (billets en circulation et dépôts à vue) s'est accrue de 4% seulement l'an dernier, contre plus de 6% en 1964 et 11% par an en moyenne de 1961 à 1963.

A la suite d'un afflux de capitaux étrangers, lié en partie aux difficultés de la livre sterling, les banques ont vu leur position de liquidité s'améliorer au début de 1965. Pour absorber la majeure partie de ces moyens liquides, la Banque Nationale Suisse a noué avec les banques, en janvier, des swaps contre monnaies étrangères pour un montant de FS 500 millions environ. Au cours des mois suivants, le volume des moyens liquides des banques a été réduit, à la suite d'une diminution des réserves

officielles de devises. La pression exercée sur la position de liquidité des banques et sur le marché des capitaux a été quelque peu atténuée en juin, à la suite de la décision prise par le gouvernement de la Confédération de réduire l'étendue d'une prochaine opération de conversion de manière à effectuer un remboursement de quelque FS 100 millions au marché. En juillet, la Banque Nationale Suisse a dénoué, par des opérations en sens inverse, la majeure partie des swaps conclus en janvier, mettant ainsi à la disposition des banques quelque FS 445 millions de liquidités en monnaie nationale. Vers cette époque, la recrudescence des entrées de capitaux, liée une fois de plus en partie aux difficultés de la livre sterling, a provoqué une nouvelle amélioration de la position des banques. Pour compenser en partie ce mouvement, la B.R.I., à la demande des autorités suisses, a placé auprès des banques FS 100 millions de ses propres billets à ordre. Au cours des mois suivants, le déficit des comptes extérieurs a fait de nouveau subir des pertes de liquidités aux banques, mais celles-ci ont été atténuées dans une certaine mesure par l'existence de besoins de financement du gouvernement. Pour faire face à des décaissements accrus et à des échéances de valeurs de la dette publique, la Confédération a effectué l'an dernier des prélèvements sur ses dépôts à la banque centrale et mobilisé des investissements à l'étranger. Dans l'ensemble, les marges de ressources liquides des banques se sont rétrécies en 1965 et le mouvement, qui s'est poursuivi en 1966, s'est reflété dans une recrudescence des appels au réescompte de la banque centrale.

L'évolution du marché des capitaux en 1965 a été fortement influencée par les mesures de contrôle des émissions nouvelles, qui reposent sur un système de contingents trimestriels. Les émissions d'obligations suisses ont été inférieures de 10% environ à celles de 1964, mais ce recul s'explique principalement par une réduction de 30% de l'offre d'obligations par les banques à la suite de la progression accélérée du volume des dépôts bancaires à échéance éloignée (voir page 67). Les émissions d'obligations de sociétés industrielles, au contraire, ont augmenté de 13% et celles des collectivités locales de 14%. Les émissions pour compte étranger sur le marché suisse, qui ont été de nouveau limitées en 1965, se sont tenues bien au-dessous du niveau noté au cours des années précédentes. L'an dernier, les offres de valeurs à revenu variable ont atteint un montant à peu près égal à celui de 1963 et de 1964, pendant que les cours des actions ont poursuivi leur mouvement de recul. En dépit du contrôle exercé sur les émissions nouvelles, les taux d'intérêt ont subi une pression au printemps 1965 et le taux nominal de ces émissions s'est relevé d'un quart de point environ. Les taux des prêts hypothécaires se sont accrus à peu près de la même fraction pendant l'année écoulée.

Bien que le développement de l'activité économique s'effectue actuellement à un rythme plus modéré, la vigueur de la demande et le mouvement de hausse

des prix ont incité le gouvernement à développer la politique de stabilisation dans la plupart des voies déjà suivies. Les restrictions appliquées deux ans auparavant à l'industrie du bâtiment ont été levées en mars 1966, mais les employeurs ont été invités à réaliser, pendant l'année en cours, une nouvelle compression de 5% de leurs effectifs de main-d'œuvre étrangère. Du côté des opérations en capital avec l'étranger, la Banque Nationale Suisse a autorisé les grandes banques du pays, en avril 1966, à prendre des participations de 10 à 15% au maximum dans des consortiums internationaux chargés du placement de valeurs sur les marchés financiers européens. Aux environs de cette même date, les étrangers ont été autorisés à acheter des obligations hypothécaires et un pourcentage limité de certificats délivrés par des fonds de placements immobiliers. Si le mouvement d'inflation dans le secteur privé de l'économie est mieux tenu en main, l'évolution dans le secteur public est, en revanche, une source de préoccupations croissantes. Après avoir fait apparaître des excédents appréciables pendant quelques années, le budget de la Confédération a été équilibré en 1965 et doit, selon les prévisions, accuser un déficit en 1966. Les dépenses devant augmenter de plus de 21%, contre 15% seulement pour les recettes, le déficit sera probablement de l'ordre de FS 238 millions, contre un excédent de FS 420 millions en 1964. Les dépenses des collectivités locales ont également vivement progressé et la plupart des cantons et un grand nombre de communes prévoient, pour 1966, des déficits d'un montant appréciable.

*France.* Au printemps 1965, le mouvement d'expansion a repris et s'est progressivement accentué pendant que les excédents de paiements courants atteignaient un montant considérable. Si les investissements en capitaux fixes des industries du secteur privé ont tardé à donner des signes de redressement, les exportations ont, en revanche, vivement progressé et la demande d'origine intérieure a été stimulée par l'activité dans la branche construction de logements, par les investissements dans le secteur public et, vers la fin de l'année, par le mouvement de reconstitution des stocks. Malgré quelques aménagements destinés à faciliter le passage à une nouvelle phase de croissance, l'exécution du programme de stabilisation a été poursuivie, afin d'assurer la marche vers l'objectif fixé à l'origine: mettre effectivement un terme à la période prolongée d'inflation que le pays avait connue. En substance, cette action impliquait le maintien de contrôles directs sur les prix, l'adoption d'une politique des revenus dans le secteur public, l'équilibre du budget et des mesures monétaires pour limiter la création de moyens liquides.

Le budget a joué un rôle de premier plan pour empêcher une expansion excessive de la demande, et accroître la cadence générale de formation de l'épargne. Après une compression des déficits de FF 8,2 milliards en 1963 à FF 1,6 milliard seulement en 1964, le budget a été pratiquement équilibré depuis. Ce résultat

s'explique en partie par la débudgétisation de certaines dépenses, mais il a été surtout obtenu grâce à la limitation des dépenses de consommation des administrations. Exprimé en termes monétaires, l'accroissement de ces dernières a été aligné pendant les deux années écoulées sur l'augmentation du produit national brut. En 1965, l'exécution du budget ordinaire a fait apparaître un excédent de FF 4,3 milliards environ, qui a été exactement compensé par un déficit du budget extraordinaire représentant, dans une très large mesure, des prêts consentis au Fonds de Développement Economique et Social et à la construction de logements d'un prix de revient peu élevé.

En raison de la forte position budgétaire et de l'afflux modéré des demandes de crédit émanant du secteur privé de l'économie, la Banque de France a abaissé, en avril, le taux officiel de l'escompte de 4 à 3 ½ %. En outre, au début de 1965 et au mois d'avril de la même année, les autorités ont réduit le taux « T » retenu pour calculer les charges minima d'intérêt appliquées par les banques. En juin, le plafonnement de 10 % de l'expansion des crédits a été abrogé, mais les banques ont été invitées à ne pas trop s'écarter de cette limite. Pour l'ensemble de 1965, l'expansion des crédits accordés par le système bancaire à l'économie a atteint FF 12,9 milliards au total, soit 12 %, dont un accroissement de FF 3,1 milliards (+ 17 %) pour l'octroi de crédits à moyen terme.

En dépit de l'augmentation des excédents des paiements, les autorités ont continué, en 1965, d'exercer un effet de contraction sur la position de liquidité des banques. En contrepartie des entrées nettes de devises, le volume des moyens liquides des banques s'est accru de FF 5,9 milliards, mais ce mouvement a été compensé, dans une large mesure, par un accroissement de FF 4,6 milliards de la circulation de billets. Avec les excédents de fonds transférés par l'administration des chèques postaux, ses correspondants, etc., le Trésor a absorbé, pour sa part, des moyens liquides, à concurrence de FF 4 milliards. Après avoir surtout utilisé ses excédents en 1964 pour rembourser des engagements envers les banques, le Trésor les a affectés l'an dernier à la réduction de sa dette envers la banque centrale et de ses dettes extérieures. Pour exercer leur activité de prêt, les banques ont dû accroître leurs présentations à la Banque de France de FF 2,7 milliards, dont FF 300 millions d'effets représentatifs de crédits à moyen terme. En décembre 1965, le Trésor a de nouveau abaissé de 7 ½ à 5 % du volume des dépôts le plancher des « certificats de trésorerie », dont le portefeuille est compris dans le calcul du coefficient de trésorerie, offrant ainsi aux banques des possibilités accrues d'observer ce coefficient en détenant des effets représentatifs de crédits à moyen terme.

Dans ces conditions, le volume des moyens monétaires et quasi monétaires détenus dans les banques s'est accru de FF 18 milliards (10,1 %) en 1965, contre 9 % et 13,7 % respectivement en 1964 et en 1963. L'épargne liquide sous d'autres

formes (livrets de caisses d'épargne principalement) a augmenté, de même, de FF 9,5 milliards, soit de 10,8% environ. Le volume total des avoirs liquides est passé de 57,1% du produit national brut en 1964 à 58,5% l'an dernier. Tout en continuant de refléter une certaine préférence pour la liquidité, l'augmentation des avoirs liquides est beaucoup moins accentuée que pendant les années 1958 à 1963, avant la mise en route du plan de stabilisation.

Sur le marché des capitaux, les émissions de valeurs mobilières ont atteint FF 12,2 milliards en chiffres nets, soit une augmentation assez modeste par rapport aux FF 11,3 milliards en 1964. Une fois de plus, une fraction accrue de l'épargne s'est investie directement, semble-t-il, dans l'acquisition de logements, limitant ainsi les apports de fonds sur le marché financier. De son côté, après avoir émis un emprunt public de FF 1,5 milliard en 1964, le Trésor n'a adressé aucun appel pour son propre compte au marché des capitaux l'an dernier. En octobre 1965, il a offert des obligations 5 ½% d'un emprunt national d'équipement de FF 1 milliard, dont le produit était expressément destiné à financer les investissements de sociétés nationalisées et d'entreprises du secteur privé. En fait, les placements d'obligations effectués par des emprunteurs autres que le Trésor ont augmenté de 25% environ en 1965. Les taux d'intérêt à long terme ont fait preuve d'une assez grande stabilité. Toutefois, l'octroi d'un crédit d'impôt a contribué à accroître les rendements effectifs des valeurs à revenu fixe.

Le marché monétaire, en revanche, a été parfois caractérisé par son étroitesse. Pour le régulariser, les autorités ont continué de faire varier le coefficient de trésorerie, qui a été abaissé à diverses reprises par rapport à son pourcentage normal de 36% pour fléchir à 32% en décembre et remonter en janvier à 35%, nouveau pourcentage prévu par la réglementation. Par ailleurs, les autorités ont accru leurs transactions sur le marché libre. Ces interventions ont permis de maintenir le taux de l'argent au jour le jour entre 4 et 4 ½%, et d'éviter ainsi un afflux indésirable de capitaux étrangers.

D'autre part, en raison des résultats satisfaisants du plan de stabilisation, de nouveaux progrès ont pu être réalisés vers des améliorations de structure du système financier. Conformément à des directives contenues dans le budget de 1966, des mesures ont été prises pour établir une relation plus appropriée (à l'abri de distorsions ayant leur source dans des différences de régime fiscal) entre les taux de rendement de l'épargne à long, moyen et court terme, afin de favoriser le placement de l'épargne à échéance plus éloignée et de mettre les banques sur un pied d'égalité avec d'autres organismes du secteur public et avec le Trésor lui-même, au point de vue de la collecte de l'épargne. L'une des principales concerne les actions détenues par des résidents: il s'agit de l'octroi, à compter du 1er janvier 1966, d'un

crédit d'impôt équivalant à 50% des dividendes touchés. Cette mesure a permis d'accroître le rendement effectif de ces valeurs. Des dispositions ont été prises également pour inciter les banques et d'autres organismes financiers à se faire plus activement concurrence. Depuis février 1966, les banques de dépôts peuvent recevoir des fonds à deux ans ou plus; les banques d'affaires sont autorisées, de leur côté, à recevoir des dépôts à moins de deux ans. Le taux «T» servant à calculer les charges minima applicables par les banques a été supprimé en mars 1966, après avoir été abaissé à deux reprises pendant l'année précédente. L'acquisition de logements a été facilitée par un relèvement accentué du plafond des prêts accordés par le Crédit foncier et par la création d'un nouveau système d'épargne-logement. Le financement des investissements productifs a été encouragé par l'extension, de cinq à sept ans, de l'échéance des crédits à moyen terme mobilisables à la Banque de France. Ces facilités nouvelles ne seront toutefois accordées qu'aux effets ayant trois ans au maximum à courir.

Le mouvement récent de reprise de l'économie a accru les possibilités d'une accélération des investissements en capitaux fixes dans l'industrie privée. On notera, à ce propos, qu'à côté des mesures tendant à assouplir les conditions d'accès aux crédits à moyen terme, les entreprises ayant acheté ou commandé des biens d'équipement au cours de 1966 bénéficieront d'un avoir fiscal correspondant à une subvention de 10%. Les perspectives d'une intensification de la demande, appuyée par des investissements en capitaux fixes dans le secteur privé, soulignent la nécessité de poursuivre l'effort de stabilisation des coûts de production et des prix.

*Italie.* Après une hésitation à ses premiers stades au printemps 1965, le mouvement de reprise économique a progressivement reposé sur des bases plus vigoureuses. En dépit des progrès impressionnants des exportations et du maintien d'une politique de large aisance monétaire, le mouvement s'est toutefois heurté à l'insuffisance des investissements dans l'industrie et dans la branche construction de logements. Après avoir diminué en termes réels de plus de 8% en 1964, le volume brut des investissements à l'intérieur du pays a accusé un nouveau recul de 7,5% en 1965. Exprimés en pourcentage du produit national brut, les investissements sont tombés de 24,8% en 1963 à 19,9% en 1965, reflétant presque entièrement un fléchissement des investissements productifs par opposition à ceux de caractère social. La reprise des dépenses en capital, qui atteignaient un niveau exceptionnellement élevé au moment où la courbe ascendante du cycle avait passé son point d'inflexion, a été freinée par un déséquilibre entre les coûts et les prix et par l'existence d'un potentiel productif en excédent, mais ces deux obstacles sont progressivement écartés. Les relèvements des salaires, tout en continuant d'être déterminés par des ajustements sur les fluctuations de l'indice du coût de la vie, se sont

sensiblement ralenti l'an dernier. Au point de vue extérieur, cette évolution a été accompagnée d'un nouvel accroissement des excédents de paiements courants pendant la majeure partie de 1965, mais elle a été stoppée vers la fin de l'année en raison de l'accroissement des importations.

Du fait de la non-utilisation totale de l'épargne de l'économie, le gouvernement a cherché à administrer des stimulants grâce à une série de mesures budgétaires édictées surtout en mars 1965. Il a été décidé, entre autres, d'élargir les dimensions des programmes de travaux publics et d'investissements des sociétés contrôlés par le gouvernement et d'accélérer leur exécution. Après avoir pris en charge, en septembre 1964, une partie des cotisations de la sécurité sociale des employeurs, le gouvernement a prorogé l'application de cette mesure pendant l'année 1965, dont l'effet pour l'année peut être estimé à LIT 277 milliards. Un nouveau fonds, doté de LIT 100 milliards, a été créé pour octroyer de nouvelles facilités de crédit aux petites entreprises désireuses d'acheter de l'équipement, et des encouragements ont été donnés à la construction de maisons, grâce à des dégrèvements d'impôts, des concours financiers non remboursables pour la construction de logements à bas prix et des subventions de taux d'intérêt. Enfin, le relèvement des allocations familiales en 1964 a été accompagné d'une augmentation des pensions versées aux personnes âgées avec effet rétroactif du début de 1965.

A la suite de ces mesures, l'endettement des administrations publiques (Etat, collectivités locales et organismes de sécurité sociale) s'est accru l'an dernier de LIT 1.165 milliards en chiffres nets, contre LIT 90 milliards seulement en 1964. Ce revirement reflète en premier lieu une augmentation de plus de LIT 1.000 milliards (+ 24%) des transferts courants de caractère unilatéral, principalement dans le domaine de la sécurité sociale, et des transferts de capitaux de LIT 200 milliards (+ 58%) à des entreprises. Les investissements des administrations publiques, qui répondent avec retard à des augmentations planifiées, ont été l'an dernier du même ordre de grandeur qu'en 1964. En ce qui concerne le financement, le Trésor s'est procuré auprès de la Banque d'Italie et de l'Office des Changes Italien près de LIT 300 milliards l'an dernier, représentant en partie le placement de réserves obligatoires des banques en valeurs du Trésor. En outre, le gouvernement a accru ses appels directs et indirects à l'emprunt en portant le volume de ses émissions nouvelles de LIT 229 milliards en 1964 à LIT 662 milliards en 1965, dont une importante fraction a été absorbée par des instituts de crédit.

Le déficit d'exécution des budgets des administrations publiques, combiné avec l'accroissement de l'excédent des comptes extérieurs, a provoqué une augmentation très accentuée de la cadence de formation des avoirs liquides. Avec une augmentation de LIT 1.985 milliards (16%), la masse monétaire (billets en circulation et dépôts à vue) s'est accrue deux fois plus qu'en 1964. De même, les

disponibilités quasi monétaires, avec une augmentation de LIT 1.890 milliards, ont accusé une expansion de 15%, contre 10% environ pendant l'année précédente. De la sorte, le montant total des avoirs liquides est passé de 70,5% du produit national brut en 1964 à 74% l'an dernier.

D'un autre côté, en raison du manque d'activité des demandes de facilités émanant du secteur privé, les prêts des instituts de crédit à l'économie interne ont augmenté de LIT 935 milliards seulement, soit 7%, après avoir enregistré une augmentation encore plus faible de 3% en 1964. De ce fait, la ratio avances/dépôts des instituts de crédit, qui se tenait à la fin de décembre 1963 à 78,6, a fléchi de 74,4 en décembre 1964 à 67,7 en 1965. En raison de l'abondance de leurs ressources de prêt, les banques se sont orientées principalement vers deux autres catégories d'emploi de fonds. Avec la collaboration de la banque centrale, elles ont renforcé sensiblement leurs avoirs à l'étranger, ce qui a permis de ramener leur endettement net envers l'étranger de LIT 508 à LIT 111 milliards pendant l'année considérée. En second lieu, elles ont accru leur portefeuille — titres de LIT 1.150 milliards, soit plus du double qu'en 1964. Ces achats de valeurs mobilières, qui ne comprennent pas les acquisitions d'instruments destinés à assurer l'observation des pourcentages de réserves obligatoires, ont surtout compris des obligations émises par le gouvernement, des instituts de crédit spécialisés et des entreprises nationalisées. Au total, les liquidités des banques, y compris les marges non utilisées d'appel à la banque centrale, ont accusé l'an dernier une progression de LIT 68 milliards pour atteindre LIT 1.116 milliards.

Après avoir augmenté de LIT 1.485 milliards en 1963 à LIT 2.005 milliards en 1964, le volume des émissions nettes de valeurs mobilières a encore progressé l'an dernier pour atteindre LIT 2.345 milliards. Ces changements reflètent dans une très large mesure les appels accrus à l'emprunt du gouvernement central qui avait procédé à des remboursements nets de sa dette en 1963, mais qui a émis l'an dernier pour LIT 660 milliards de valeurs du Trésor. D'autre part, le volume net des émissions d'entreprises du secteur public, avec LIT 555 milliards, a doublé l'an dernier par rapport à 1963. Les emprunts des instituts de crédit spécialisés et de l'industrie privée ont quelque peu fléchi de 1963 à 1965. Du côté des prêteurs, en raison de la forte préférence du public pour la liquidité, les achats de valeurs mobilières par le système bancaire ont augmenté d'un montant supérieur à celui de la progression des émissions nouvelles. La plupart des taux d'intérêt à long terme ont continué de fléchir et le rendement des obligations de sociétés industrielles, qui se tenait à 8,57% en juin 1964, est tombé de 7,63% en décembre 1964 à 6,88% en décembre 1965.

La recrudescence des demandes de crédit émanant du secteur privé notée à la fin de 1965 s'est maintenue, semble-t-il, pendant les premiers mois de 1966.

L'existence d'excédents de paiements a toujours été une source de création de moyens liquides. En revanche, le Trésor, dont les besoins nets de financement atteignaient au début de 1966 un montant plus élevé que pendant la période correspondante de 1965, a accéléré le rythme de ses emprunts à long terme, même au-delà de ses besoins, retirant de la sorte un certain volume de liquidités du marché. Toutefois, et conformément à la nécessité d'accorder des encouragements aux investissements productifs, le rendement des obligations de sociétés industrielles s'est de nouveau inscrit en recul, de 6,88 % en décembre 1965 à 6,60 % en mars 1966.

*Pays-Bas.* En 1965, l'augmentation des revenus distribués en monnaie et des dépenses de toutes sortes a atteint un pourcentage bien plus élevé que celui de l'accroissement de la production. En raison principalement d'une vive recrudescence de la consommation des particuliers, de l'activité dans la branche construction d'immeubles à usage résidentiel, et des décaissements du budget, les dépenses intérieures brutes, exprimées en termes monétaires, se sont accrues de 11,5 % environ, pourcentage égal au double de celui de l'augmentation du produit national brut exprimé en termes réels. En liaison avec ce développement, les salaires et les appointements dans le secteur public et le secteur privé de l'économie ont augmenté d'environ 11 % et 15 % respectivement. Néanmoins, la situation des comptes avec l'étranger a continué de s'améliorer, en raison principalement d'un ralentissement du rythme des investissements en capitaux fixes dans l'industrie et d'un recul accentué de la cadence de constitution des stocks.

Les opérations financières du secteur public ont eu, au cours des deux années écoulées, des effets expansionnistes très marqués. Le déficit financier global des administrations publiques (montant de leur épargne diminué de leurs propres investissements) est passé de FL 1.750 millions en 1963 à FL 3.080 millions en 1965. D'un autre côté, l'excédent financier du secteur privé (y compris les organismes collecteurs de l'épargne) s'est accru de FL 2.730 à FL 2.970 millions seulement. A la suite de ce revirement, la balance des paiements courants, qui avait fait apparaître en 1963 un excédent très confortable, s'est soldée par un léger déficit en 1965.

Le déficit financier du gouvernement central a augmenté de FL 730 millions en 1964 à FL 1.040 millions l'an dernier. Cette aggravation a été due en partie à des dégrèvements d'impôts sur le revenu appliqués à partir du milieu de 1965, mais surtout à un relèvement très appréciable des dépenses, appointements des fonctionnaires et subventions à la construction de logements en particulier. En outre, en raison de la très vive activité des demandes de ressources émanant d'autres emprunteurs, le gouvernement central a abandonné le principe de neutralité des opérations de financement du Trésor, c'est-à-dire la couverture de son déficit avec des fonds

collectés sur le marché des capitaux. Le gouvernement central a légèrement réduit le rythme de ses emprunts à long terme, tout en augmentant fortement ses appels au système bancaire, en particulier à la banque centrale.

Après avoir fortement progressé de FL 1.440 millions en 1963 à FL 2.230 millions en 1964, le déficit financier des collectivités locales a été ramené à FL 2.040 millions en 1965. Si ce redressement a été dû en partie à une forte augmentation des recettes perçues par ces collectivités, il a surtout reflété un ralentissement de la cadence des investissements en capitaux fixes (construction de logements exceptée), après une augmentation de plus de 30% au cours de l'année précédente. Les efforts persistants déployés par le gouvernement pour modérer les dépenses d'investissement des collectivités locales, principalement grâce à la fixation d'un plafond d'emprunt et de limites à leur endettement à court terme, ont donc donné des résultats l'an dernier. Au surplus, avec le retrait partiel du gouvernement central du marché des capitaux, les collectivités locales ont pu emprunter à long terme des ressources suffisantes pour couvrir leur déficit financier et consolider une fraction de leurs engagements à échéance rapprochée.

Les crédits à court terme consentis par les banques au secteur privé de l'économie se sont accrus en 1965 de FL 670 millions, soit un peu plus de 9%, contre 12% en 1964. L'expansion des encours n'a pas très sensiblement dépassé le plafond fixé par les autorités pour l'année 1965: 11% par rapport à leur niveau du premier semestre de 1963. L'an dernier, les banques ont de nouveau fortement augmenté leurs opérations de prêt à échéance plus éloignée, car l'expansion de ces facilités n'était pas plafonnée. C'est ainsi, par exemple, que le volume des encours à moyen terme des banques, qui a augmenté de FL 480 millions après avoir progressé de FL 310 millions en 1964, a plus que doublé en l'espace de deux années. Par ailleurs, les investissements des banques sur le marché des capitaux se sont accrus en 1965 de FL 570 millions, soit 15%, après une augmentation de 18% au cours de l'année précédente. Cette évolution a conduit la banque centrale à demander aux banques commerciales, en juin 1965, d'ajuster immédiatement le volume de leurs prêts à échéance éloignée sur l'augmentation de leurs engagements à long terme. Ensemble, les emprunts du secteur public et du secteur privé de l'économie ont été suivis d'une augmentation de la masse des moyens liquides intérieurs (y compris le portefeuille d'effets publics à court terme) de FL 1.920 millions, soit de 8,5%, pourcentage légèrement inférieur à celui de 1964 et sensiblement inférieur à celui de l'augmentation du produit national brut exprimé en termes monétaires. Sur ce total, la masse monétaire s'est toutefois accrue de 11% et les liquidités secondaires ont accusé une augmentation de 3% seulement.

Les emprunts nets sur le marché des capitaux, y compris les émissions de valeurs, les emprunts hypothécaires et les prêts privés, se sont élevés en 1965

à FL 7,2 milliards, soit une progression de 13%, qui a fait suite à une augmentation de 19% en 1964. Comme au cours des deux années précédentes, les appels à l'emprunt du secteur privé de l'économie ont représenté les trois cinquièmes environ du total. Du côté de l'offre, un trait caractéristique a été l'accroissement des apports de fonds en provenance d'entreprises industrielles et commerciales et des ménages, dont les investissements sur le marché ont atteint FL 1.230 millions en 1965 et FL 900 millions en 1964, contre FL 215 millions par an seulement en moyenne au cours de la période 1959-63. La hausse des taux d'intérêt à long terme a joué un rôle de tout premier plan pour inciter des prêteurs à prendre le chemin du marché des capitaux. Le taux de rendement moyen des obligations du Trésor à échéance éloignée s'est élevé de plus d'un point trois quarts entre l'automne 1963 et la fin de 1965.

Pour l'année 1966, les autorités ont fait des efforts pour atténuer les répercussions de l'expansion des transactions financières du secteur public. Après avoir augmenté de 18% en 1964 et de presque 13% en 1965, les dépenses totales du gouvernement central accuseront, d'après les prévisions, une nouvelle augmentation de 10% pendant l'année en cours. Toutefois, en raison principalement de relèvements d'impôts indirects, l'accroissement des recettes du Trésor sera encore plus accentué, de sorte que le déficit global du budget fléchira probablement de FL 400 millions pour se situer à FL 1.080 millions. A partir de décembre 1965, le contrôle des investissements des collectivités locales par la fixation de plafonds d'emprunt a été abandonné et remplacé par un système de financement centralisé, impliquant l'intervention de la Banque des Communes Néerlandaises et d'un autre organisme de crédit du secteur public. En dépit de ces précautions, la demande globale a continué de se développer à une cadence rapide au début de 1965, accompagnée d'une aggravation du déficit des comptes avec l'étranger et, en avril, le taux de rendement des valeurs du Trésor à long terme dépassait 6,5%. La Nederlandsche Bank, qui n'avait apporté aucune modification au taux d'escompte officiel depuis le mois de juin 1964, l'a relevé en mai 1966 de 4,5 à 5%. En outre, et jusqu'au mois d'août 1966, le plafonnement de l'expansion des encours des banques à échéance rapprochée a été aménagé dans un sens plus restrictif. Peu de temps après, le gouvernement a mis en route un nouveau train de mesures pour contenir l'inflation, y compris des compressions budgétaires, la fixation d'un plafond de 7,5% pour les augmentations de salaires et une procédure d'autorisation préalable pour les relèvements de prix.

*Belgique.* Du fait du ralentissement de la cadence d'accroissement de la demande au cours de 1964, la production a commencé de plafonner à partir du printemps de 1965. La situation sur le marché du travail s'est détendue et les prix

de gros ont accusé un mouvement de hausse moins rapide. En revanche, les prix à la consommation et les salaires et appointements, qui sont étroitement liés aux fluctuations des indices, ont continué de progresser de façon assez accentuée. Etant donné la modération accrue dont faisait preuve la demande et l'apparition d'excédents de paiements considérables, les autorités ont estimé que les circonstances appelaient un assouplissement progressif de certaines mesures restrictives imposées en 1963 et en 1964.

Au point de vue monétaire, les conditions d'accès au réescompte ont été aménagées dans un sens un peu plus libéral en faveur de certaines branches d'activité, industrie textile en particulier, à partir de janvier 1965. En avril, des établissements financiers ont été autorisés à octroyer des crédits d'investissement et à prendre le relais de facilités en dollars consenties par des banques américaines, en dehors des limites quantitatives fixées pour l'octroi de prêts. En juillet, le plafond de 10% imposé à l'expansion des encours bancaires a été supprimé, et les banques n'ont plus été tenues d'observer le pourcentage de réserves obligatoires de 1%. Estimant que la pause avait un caractère temporaire, la Banque Nationale de Belgique a toutefois souligné que la modération continuait de s'imposer en matière d'octroi de prêts. En particulier, elle a recommandé aux banques de ne pas accélérer le rythme d'octroi de crédits à la consommation et aux sociétés immobilières, de faire preuve de mesure en matière de crédits non mobilisables et de s'attacher à financer des prêts à échéance éloignée exclusivement avec des ressources à long terme. Au surplus, le taux officiel de l'escompte, qui avait été relevé de 3 1/2 à 4 3/4% de juillet 1963 à juillet 1964, n'a pas été abaissé.

Les opérations budgétaires ont apporté des encouragements à l'économie. Au printemps 1965, le rythme d'exécution des programmes d'investissement du secteur public a été un peu accéléré au moment où le rendement des impôts était moins abondant et où les appointements des fonctionnaires, étroitement liés eux aussi aux fluctuations de l'indice du coût de la vie, étaient sensiblement relevés. Nets du remboursement de dettes, les besoins de financement du Trésor se sont élevés à FB 22,1 milliards, contre FB 15 milliards en 1964. En même temps, les appels du Trésor au marché belge sont passés de FB 13,9 milliards en 1964 à FB 26,9 milliards l'an dernier. Grâce à des emprunts sur une aussi vaste échelle, le Trésor a pu affecter FB 4,8 milliards au remboursement de sa dette extérieure.

Combiné avec les excédents de paiements et le déficit d'exécution du budget, le ralentissement de la cadence d'augmentation de la demande a été accompagné d'une formation de moyens liquides à une cadence élevée. En raison notamment d'une accélération du rythme d'expansion des dépôts à terme et des dépôts d'épargne, les engagements de caractère monétaire et quasi monétaire des banques se

sont accrus de FB 33 milliards, soit de 9%, contre 7½% en 1964. Du côté de l'actif, les créances des organismes monétaires sur le secteur public de l'économie ont augmenté de FB 12,2 milliards, contre FB 9,8 milliards en 1964. Tout en accusant une augmentation moins accentuée pendant la majeure partie de 1965, la demande de facilités bancaires émanant du secteur privé de l'économie a continué de faire preuve de vigueur, en partie en raison de l'accroissement des prix de revient et de la réduction progressive des marges bénéficiaires des entreprises. Vers la fin de l'année, avec le début d'un mouvement de reconstitution des stocks, l'expansion des crédits s'est nettement accélérée. Pour l'ensemble de 1965, les crédits bancaires au secteur privé de l'économie se sont accrus de FB 14,3 milliards, soit de 14½% environ, contre 10½% en 1964. Toutefois, comme d'autres intermédiaires financiers, en particulier les organismes publics de crédit, ont enregistré un ralentissement du mouvement d'expansion de leurs prêts, la masse totale des crédits accordés au secteur privé a augmenté de près de 12½%, c'est-à-dire environ du même pourcentage qu'en 1964.

Après avoir contribué au début à appuyer la reprise d'activité, l'accroissement du déficit d'exécution du budget a fait peser, au fur et à mesure que l'année 1965 s'avance, une menace sur la stabilité de l'économie. Dans son projet pour 1966, le gouvernement, prévoyant un accroissement assez sensible des dépenses, a décidé, en décembre dernier, de relever certains impôts indirects, y compris la taxe sur le chiffre d'affaires (dont la quotité a été portée de 6 à 7%) et les droits sur l'essence. Le déficit global du budget (non compris l'amortissement de la dette publique) s'élèvera, d'après les estimations, à FB 16 milliards environ en 1966 (déficit prévu dans le projet de budget de 1965: FB 4 milliards, déficit enregistré effectivement: FB 14 milliards environ).

Au printemps 1966, le mouvement de reprise économique s'est vivement accéléré. Aussi la Banque Nationale a-t-elle renouvelé, en avril, les recommandations relatives à la limitation quantitative de l'expansion des crédits. Pour 1966, les organismes financiers ont été invités à ne pas accroître leurs prêts de plus de 12% par rapport à leurs encours à la fin de 1965. A l'intérieur de cette limite, priorité doit être donnée aux crédits destinés à financer des investissements productifs, notamment ceux qui visent à rationaliser les entreprises, et les restrictions doivent porter sur les prêts à la consommation et à la construction, ainsi que sur les avances ayant pour but de financer la constitution de stocks. Au début de mai, le gouvernement a annoncé un nouveau train de mesures de stabilisation (abaissement du rythme des décaissements de ressources publiques, blocage, pour une période de trois mois, des prix des marchandises et des services). Ces mesures ont été suivies, le 2 juin, d'un relèvement du taux officiel de réescompte, de 4¾ à 5¼%.

*Autriche.* Après l'accélération notée en 1964, le rythme de l'expansion économique s'est sensiblement ralenti en 1965, mais la demande a continué de faire preuve de vigueur, en raison de relèvements de salaires atteignant 10% en moyenne. Les prix se sont inscrits en hausse, la progression des importations est devenue plus rapide, et les excédents des comptes extérieurs ont fait place à un léger déficit. De surcroît, le déficit des paiements de base a été encore plus élevé, principalement parce que le gouvernement fédéral et d'autres organismes publics, conformément à des recommandations faites précédemment par la Banque Nationale, ont réduit la cadence de leurs emprunts à long terme à l'étranger. Cette évolution a permis à la politique budgétaire d'agir dans le sens de la stabilisation. A la suite de compressions dans divers chapitres de dépenses, les fractions du déficit d'exécution du budget pouvant exercer un effet expansionniste sur l'économie du pays (dépenses totales diminuées des remboursements de dettes extérieures et des transactions nettes avec l'étranger) ont été ramenées de SCH 1,7 milliard en 1964 à SCH 500 millions en 1965.

Dans ces conditions, les autorités ont estimé qu'il n'existait aucune raison de faire obstacle à l'expansion du crédit. A leur avis, le mouvement de hausse des prix était dû en partie à l'entrée en jeu de facteurs exceptionnels et l'expansion de la demande n'avait rien d'excessif; d'autre part, elles désiraient encourager l'économie à abandonner l'appel à des sources extérieures de crédit, pour se tourner vers des sources intérieures. Malgré la hausse des taux à l'étranger, la Banque Nationale d'Autriche n'a pas modifié le taux officiel de l'escompte. En avril 1965, elle a demandé aux banques d'abaisser d'un demi-point le taux de leurs avances, qui a été ramené à 8%. En octobre, elle a assoupli ses propres conditions d'octroi d'avances garanties.

Aussi, et en dépit du ralentissement de l'expansion économique, les avances des banques ont-elles nettement progressé l'an dernier de SCH 14,8 milliards, soit presque 19%, contre 17% et 11½% respectivement en 1964 et en 1963. Leurs dépôts ne se sont accrus que de SCH 12,6 milliards, mais le pourcentage de leur progression a été de 14% environ, c'est-à-dire le même qu'en 1964. Tout en évitant d'accentuer l'effet de contraction exercé par les forces du marché sur la position de liquidité des banques, les autorités ont laissé ces forces jouer librement. Aussi le volume total des moyens liquides des banques, après s'être accru de SCH 4,7 milliards en 1964, a-t-il augmenté l'an dernier de SCH 1 milliard seulement, et la ratio avoirs liquides/dépôts est-elle tombée de 39,5 à 35,7, principalement à la suite d'un fléchissement de SCH 1,1 milliard de leurs dépôts à la Banque Nationale. Au surplus, pendant la période considérée, les emprunts des établissements de crédit à la banque centrale ont augmenté de SCH 360 millions environ, pour atteindre presque SCH 1,5 milliard. Au cours de l'été 1965, à l'expiration du

délai de validité des arrangements faisant obligation à certaines banques de conserver des avoirs à l'étranger pour l'équivalent d'à peu près SCH 1,4 milliard, la Banque Nationale a pris des mesures pour éviter que ce reflux de fonds ne compense l'effet de contraction exercé par le déficit des comptes extérieurs. Les pourcentages de réserves obligatoires ont été relevés d'un demi-point, ce qui a provoqué l'immobilisation de SCH 400 millions de moyens liquides; d'autre part, la cession d'instruments du marché monétaire que les banques devront conserver en portefeuille pendant douze mois a absorbé SCH 1 milliard de liquidités.

Si les perspectives de la demande sont en général favorables, la hausse des prix et des salaires continue de poser un problème. Après la démission du gouvernement provoquée par l'impossibilité d'aboutir à un accord sur le budget, un budget provisoire a été voté par la suite pour les six premiers mois de 1966. Ce document prévoit que les crédits votés en 1965 doivent servir de guide pour les dépenses de 1966; en fait, il vise à réduire les dépenses d'investissement, en limitant les possibilités de recours à l'emprunt. Le nouveau gouvernement se propose de rétablir l'équilibre budgétaire pour l'année 1966 tout entière.

*Espagne.* Tout en continuant de faire état d'un taux de croissance élevé en 1965, l'économie espagnole a été soumise à des tensions de plus en plus fortes émanant du secteur public et du secteur privé. Le vif mouvement d'expansion de la demande, lié en partie à des ajustements de salaires, a provoqué une nouvelle poussée de hausse des prix et une forte accélération du rythme des importations de produits manufacturés et de denrées alimentaires en particulier. Les recettes du tourisme et les envois de fonds des émigrants ont enregistré de nouveau une augmentation notable, mais ces gains ont été insuffisants pour compenser l'aggravation du déficit de la balance commerciale et un ralentissement de l'afflux de capitaux à long terme. De ce fait, les réserves monétaires ont commencé de fléchir à partir du début de 1965. En même temps, l'aggravation du déficit des comptes extérieurs a exercé une pression accrue sur la position de liquidité des banques et provoqué, vers la fin de 1965 et au début de l'année en cours, un certain ralentissement du rythme naguère élevé de l'expansion du crédit.

En 1965, le volume total des prêts (achats de valeurs mobilières compris) accordés par l'ensemble des établissements de crédit au secteur privé de l'économie s'est accru de plus de PTA 125 milliards, soit 24%, après avoir augmenté de 21% en 1964. Les prêts au secteur public ont progressé, l'an dernier, de PTA 37 milliards, soit près de 19%, contre 17% au cours de l'année précédente. D'autre part, à la suite de l'apparition d'un déficit extérieur, l'expansion du volume total des dépôts en banque s'est quelque peu ralentie, son rythme ayant atteint 20%, contre près

de 24% en 1964. Avec l'accroissement de la cadence d'expansion des encours, les banques ont dû adresser des appels accrus à la Banque d'Espagne. Leurs engagements nets envers la banque centrale ont augmenté l'an dernier de PTA 15,4 à PTA 41,2 milliards. Pour essayer de décourager les demandes d'emprunts dont elle était saisie de la part du système bancaire, la Banque d'Espagne a relevé d'un demi-point le taux des avances garanties en novembre 1965.

Loin d'exercer un effet modérateur sur le «boom», les opérations du secteur public ont eu, elles aussi, des effets expansionnistes. Le déficit de trésorerie du gouvernement central (PTA 1,5 milliard en moyenne par an au cours de la période 1960-63) a atteint PTA 18,7 milliards en 1964 et PTA 33,3 milliards en 1965. L'aggravation a été due, semble-t-il, moins au financement des investissements réalisés dans le cadre du Plan de quatre ans qu'à un accroissement des dépenses de consommation des administrations publiques, y compris le relèvement des appointements des fonctionnaires et des prestations de la sécurité sociale. Pour couvrir ces besoins de financement l'an dernier, le gouvernement s'est procuré PTA 5,7 milliards grâce à une augmentation de la circulation des billets et à des emprunts contractés directement à la banque centrale, et PTA 27,5 milliards par des émissions de valeurs du Trésor, qui ont été surtout absorbées par les instituts de crédit.

Les émissions d'actions et d'obligations se sont élevées en 1965 à PTA 97,3 milliards, contre PTA 63,4 milliards et PTA 53,6 milliards respectivement en 1964 et 1963. Le secteur privé de l'économie, dont la part dans les émissions totales est tombée de 74% en 1963 à 62% en 1965, s'est orienté de plus en plus, l'an dernier, vers les émissions de valeurs à revenu variable. Les instituts de crédit, dont les portefeuilles de valeurs du secteur privé et du secteur public ont été accrus, ont absorbé plus de 40% de l'ensemble des émissions lancées en 1965.

Pour faire échec au mouvement d'inflation, le gouvernement a pris, vers la fin de 1965, une série de mesures. Du côté du budget, les dépenses des principaux chapitres ne devront pas dépasser, pendant le premier trimestre de 1966, le montant de celles autorisées pour la période correspondante de 1965; aucun marché de travaux publics ou de fournitures ne devra être conclu si les prix proposés sont supérieurs à ceux de la période correspondante de l'année précédente. Le niveau moyen des salaires ne devra pas augmenter pendant l'année en cours de plus de 8%. Les prêts des banques et des caisses d'épargne au secteur privé de l'économie ne devront pas s'accroître de plus de 17% pendant l'année 1966. En mars 1966, la Banque d'Espagne a, par deux fois, relevé d'un demi-point le taux de ses avances garanties. Bien qu'il soit trop tôt pour apprécier complètement les effets de ces mesures, celles-ci ont, semble-t-il, contribué ces derniers mois à atténuer les pressions exercées sur l'économie.

*Danemark.* La demande globale, qui s'était inscrite en vive reprise en 1964 sous l'impulsion d'importantes dépenses d'investissement, s'est développée à un rythme très soutenu jusqu'à l'été de 1965, mais elle a progressé plus lentement par la suite. De ce fait, le déficit de la balance des paiements courants, qui avait fait son apparition en 1964 au moment où le potentiel productif de l'économie a été utilisé à plein, est demeuré considérable pendant le premier semestre de 1965, mais a eu tendance à fléchir ultérieurement. La situation a été compliquée l'an dernier par une augmentation de près de 15 % des revenus des particuliers, ayant sa source dans des tensions sur le marché du travail et dans des ajustements de salaires pour tenir compte de l'augmentation du coût de la vie. L'accroissement de ces revenus a provoqué à son tour un mouvement accentué de hausse des prix. Par leurs effets sur les budgets des administrations publiques, le mouvement de hausse des prix et des salaires, combiné avec le relèvement des prestations de la sécurité sociale, ont provoqué une forte augmentation des dépenses. Au printemps 1965, le gouvernement a relevé la quotité de l'impôt sur les sociétés, la taxe générale sur le chiffre d'affaires et de nombreux droits indirects. Toutefois, des retards dans les travaux parlementaires ont empêché la mise à exécution du projet portant création d'une nouvelle taxe sur la valeur ajoutée. Le gouvernement a également pris des mesures pour ralentir l'exécution de son propre programme de constructions et de ceux des communes. Dans l'ensemble, toutefois, l'excédent dégagé à la suite de l'exécution du budget a été ramené de plus de KR D 1,1 milliard pendant l'exercice financier se terminant en mars 1965 à moins de KR D 600 millions pendant l'exercice clos.

Dans ces conditions, les autorités ont accru en 1965 la rigueur de la politique monétaire. En juin 1964, la Banque Nationale du Danemark avait déjà porté le taux officiel de l'escompte de 5,5 à 6,5 %; en août, elle a frappé d'un taux de pénalisation supérieur de six points au taux officiel les appels au crédit de la banque centrale dépassant certaines limites. En octobre, les possibilités d'accès des administrations publiques à des crédits à long terme à l'étranger ont été limitées. Par la suite, aucun ralentissement dans l'expansion du crédit n'ayant été constaté parce que celle-ci était alimentée en partie par un accroissement des engagements des banques envers l'étranger, la Banque Nationale du Danemark a décidé, en février et en mars 1965, de conclure avec les banques commerciales des accords de caractère volontaire sur la distribution du crédit. Aux termes de ces arrangements, les banques se sont engagées à déposer auprès de la Banque Nationale, ou à investir à l'étranger, 20 % de l'augmentation des dépôts de la clientèle et à déposer à la Banque Nationale, ou à investir à l'étranger, la totalité de l'augmentation de leurs engagements envers des non-résidents.

Les fluctuations de l'activité de prêt des banques par rapport à leurs dépôts mettent clairement en relief l'efficacité des mesures prises. L'expansion du volume

total des dépôts dans les banques commerciales et les caisses d'épargne les plus puissantes s'est ralentie très légèrement, de 11 % en 1964 à 10 % en 1965, principalement parce que le volume des fonds stérilisés auprès de la Banque Nationale, du fait de l'excédent de trésorerie du gouvernement central, a été plus réduit. En revanche, le montant total des encours de ces organismes s'est accru de 9 % seulement, contre 15 % en 1964, et leurs investissements en valeurs mobilières n'ont pratiquement pas augmenté d'une année à l'autre. Les mesures du début de 1965 ont donc incité les banques à réduire leurs prêts et à améliorer leur position de liquidité, notamment à la faveur d'une réduction de leurs engagements nets envers l'étranger, qui sont tombés de KRD 730 à KRD 135 millions pendant l'année considérée. La réduction des engagements extérieurs des banques, qui a fait place à une expansion de KRD 350 millions en 1964, a été facilitée en partie par l'accroissement des emprunts à la Banque Nationale et par des achats de valeurs à long terme par la banque centrale sur le marché libre.

En raison de l'augmentation des demandes de ressources dans le compartiment hypothécaire, les taux d'intérêt sur le marché des capitaux ont poussé, au printemps 1965, des pointes se situant entre presque 9 % et plus de 10 %. Pour atténuer la pression exercée dans ce compartiment, la Banque Nationale a conclu, en juin, un arrangement avec les institutions hypothécaires. Aux termes de cet accord, les organismes hypothécaires doivent limiter l'expansion de différentes catégories de prêts à un pourcentage fixe (110 % par exemple pour la construction de logements) de l'augmentation notée pendant la période de douze mois ayant pris fin en mars 1965. En raison d'engagements de prêt précédemment contractés, ces organismes n'ont toutefois pas réduit immédiatement leurs émissions de nouvelles valeurs. Aussi, la Banque Nationale a-t-elle dû, pendant toute l'année 1965, soutenir le marché en procédant à d'importants achats d'obligations. Au total, le montant des nouvelles émissions de valeurs à revenu fixe et de valeurs à revenu variable s'est élevé en 1965 à KRD 5,1 milliards, contre KRD 3,7 milliards en 1964, les achats effectués par la Banque Nationale s'étant élevés à près de KRD 1,4 milliard en 1965, contre KRD 400 millions pendant l'année précédente.

Si la pression des demandes s'est quelque peu atténuée à partir du milieu de 1965, les salaires et les prix ont continué de monter. Pour favoriser le retour à la stabilité de l'économie intérieure et aussi pour alléger en partie les charges qui pesaient sur la politique monétaire, le gouvernement s'est efforcé d'améliorer la situation du budget. En février 1966, les droits sur les boissons alcoolisées et le tabac ont été augmentés, ce qui permettra de porter à KRD 800 millions environ l'excédent d'exécution du budget pendant l'exercice financier 1966-67. D'autre part, au début de 1966, une légère détente est intervenue sur le marché des

obligations, en raison de l'efficacité croissante des mesures prévues dans l'accord de juin, et les plafonds de crédits des instituts hypothécaires ont été quelque peu relevés à partir du mois d'avril.

*Norvège.* En raison de la vigueur persistante des demandes, en particulier du côté des investissements et des dépenses du secteur public, le potentiel productif a toujours été utilisé à plein en 1965. La pression sur les prix s'est toutefois un peu atténuée et, si on ne tient pas compte de l'accroissement des importations de navires, le déficit des paiements courants a également diminué l'an dernier.

La politique économique, tout en visant à encourager la construction de logements, faisait bénéficier de priorités le secteur des services publics; aussi, les prévisions de dépenses du gouvernement ont-elles augmenté de 16% par rapport à 1964. Bien que les impôts indirects aient été relevés en décembre 1964, l'exécution du budget a fait ressortir l'excédent le plus faible (en ne tenant pas compte des opérations de prêt) qui ait été enregistré depuis de nombreuses années. Pour élargir les possibilités de manœuvre du gouvernement dans la conduite de sa politique, les dispositions relatives à la construction de bâtiments, autres que les maisons d'habitation, ont été révisées dans un sens plus restrictif; le resserrement du crédit a été accentué grâce à l'application de nouvelles règles pour le recours à l'emprunt à la banque centrale et à l'adoption, pour l'expansion des encours bancaires, d'un pourcentage inférieur à celui noté en 1964. En pratique, si l'expansion des prêts et avances des banques s'est ralentie de 8,1% en 1964 à 6,6% en 1965, elle a néanmoins dépassé légèrement, l'an dernier, le plafond de 5½-6%. A la suite de l'apparition d'un déficit général de la trésorerie et – grâce à des afflux de capitaux – d'une augmentation des réserves officielles de change, la masse monétaire et le volume des moyens liquides des banques se sont accrus d'un montant appréciable.

Le budget de 1966 est un peu mieux adapté à la situation économique générale. Les dépenses doivent augmenter de 6½%, mais l'excédent budgétaire (avant les opérations de prêt) doit être accru. Les besoins de moyens financiers du gouvernement seront toutefois réduits d'une cinquantaine de millions de KRN seulement, et seront de l'ordre de KRN 1,3 milliard. Sur ce montant, quelque KRN 800 millions seront couverts par des emprunts du Trésor sur le marché financier intérieur. Le montant des émissions d'obligations autres que celles du Trésor a été plafonné à KRN 1 milliard. Au point de vue de la politique monétaire, des dispositions législatives votées en juin 1965 ont mis de nouveaux moyens d'action à la disposition des autorités. L'ancien système de directives en matière de prêts, mises au point en accord avec les banques, a été remplacé par un régime de recommandations émanant de la banque centrale et de décrets pris par le gouvernement sur la base

de celles-ci. Pour 1966, les dispositions adoptées comprennent le plafonnement à 6-7% de l'expansion des avances des banques au secteur privé de l'économie et l'invitation faite aux banques de réduire leurs appels à l'emprunt à l'étranger. Depuis le mois de janvier 1966, les banques doivent observer des pourcentages minima de réserves obligatoires: 5% pour les banques commerciales, 10 ou 13% pour les caisses d'épargne, suivant la surface de ces établissements. D'autre part, un accord a été conclu avec les organismes collecteurs de l'épargne au sujet de l'achat de valeurs du Trésor et d'autres valeurs à revenu fixe. Enfin, les autorités ont déclaré que la structure actuelle des taux d'intérêt, qui s'étend de 5% (pour des prêts sur première hypothèque) à 6% (pour les facilités de caisse des banques) doit être maintenue, et que les émissions d'obligations assorties de taux d'intérêt autres que ceux qui ont été spécifiés ne seront pas autorisées.

*Suède.* La vigueur persistante de l'expansion de la demande d'origine intérieure, l'amenuisement du volant des ressources productives non utilisées et la progression beaucoup plus lente des exportations ont provoqué, en 1965, l'apparition d'un déficit de paiements courants considérable. La recrudescence des demandes, depuis le début de 1963, avait eu sa source dans l'activité des exportations, les dépenses du secteur public et la construction de logements. L'an dernier, le rythme des dépenses d'installations et d'équipement a commencé de s'accélérer après plusieurs années de stagnation relative. Dans ces conditions, la politique financière et la politique monétaire ont été aménagées de manière à exercer un effet modérateur sur la demande, tout en facilitant l'orientation des ressources vers les investissements productifs dans l'industrie.

Dans le secteur public, la politique a été aménagée dans un sens plus restrictif à l'échelon du gouvernement central et des collectivités locales. La situation de trésorerie du gouvernement central, après avoir fait apparaître un déficit en 1964, a de nouveau laissé des excédents vers le milieu de 1965. Ce revirement a été obtenu dans une large mesure par un étalement des programmes d'investissement du gouvernement et par une augmentation de la taxe générale sur les ventes d'un peu plus de 6 à 10% (en partie compensée par une réduction de l'impôt sur le revenu). D'autre part, l'accès des collectivités locales au marché financier a été limité, et lorsque la ratio recettes/dépenses de ces collectivités était inférieure à la moyenne, il leur a été demandé d'accroître la quotité de leurs impôts. En dépit de ces mesures, les dépenses de consommation du secteur public et le volume brut des investissements des collectivités locales (construction de maisons d'habitation exceptée) ont augmenté, en termes monétaires, de 14,5% dans les deux cas en 1965, alors que le produit intérieur brut, exprimé en termes réels, s'est accru de 3 ½% seulement.

Des pressions considérables ont été exercées au cours de 1965 sur la position de liquidité des banques. Le déficit de la balance des paiements de base (environ KRS 1 milliard) a été compensé, dans une large mesure, par un afflux de capitaux à court terme, lié à la raréfaction des crédits à l'intérieur du pays. Néanmoins, les pertes de moyens liquides provoquées par le déficit des comptes extérieurs (KRS 167 millions) ont marqué un profond changement par rapport à l'année 1964, pendant laquelle le volume des liquidités des banques avait augmenté de KRS 838 millions à la suite des entrées de devises étrangères. L'existence d'excédents du budget du gouvernement central a en outre provoqué dans les banques une perte de moyens liquides de KRS 245 millions, alors que le déficit de trésorerie pendant l'année précédente avait été à l'origine d'un apport de moyens liquides de plus de KRS 260 millions. En raison de ces revirements, l'étendue de la contraction monétaire imposée par le gouvernement, du fait de ses emprunts en dehors du système bancaire, a diminué de KRS 654 millions en 1964 à KRS 183 millions en 1965. Ces facteurs, combinés avec d'autres, ont provoqué un fléchissement des moyens liquides des banques de KRS 478 millions en 1965, contre un accroissement de KRS 651 millions en 1964. A la suite de ce mouvement, le portefeuille Bons du Trésor des banques commerciales a été allégé de KRS 756 millions, les effets en question étant absorbés dans une très large mesure par la Riksbank, et les emprunts directs du système bancaire à la banque centrale se sont fortement accrus. En avril 1965, pour la quatrième fois depuis le début de la phase ascendante actuelle, la Riksbank a relevé d'un demi-point son taux officiel de réescompte pour le porter à 5 ½ %; en même temps, le taux de pénalisation appliqué aux emprunts dépassant certaines limites a été porté de 10 à 11 %.

L'effet de contraction progressif sur la liquidité des banques a provoqué un ralentissement accentué du rythme d'octroi de crédits. En 1965, le volume global des crédits accordés par ces établissements a augmenté de KRS 2,2 milliards, contre KRS 2,9 milliards en 1964. Toutefois, en réduisant le volume de leurs créances liquides, en particulier celles sur le gouvernement, les banques ont pu, en réponse à l'intensité des demandes de facilités, accélérer leurs prêts au secteur privé de l'économie (construction de maisons d'habitation exceptée). Les encours envers le secteur privé de l'économie se sont accrus de plus de KRS 1,8 milliard, dépassant de plus d'un quart le chiffre de 1964. En revanche, l'octroi des crédits à la branche construction de logements a fléchi de 4%, tombant à KRS 1,2 milliard. Ce recul a été dû indirectement au fait qu'en 1965 les autorités ont ralenti la cadence d'octroi de nouvelles autorisations d'émission aux établissements de crédit hypothécaire, incitant par-là même les banques à faire preuve d'une réserve accrue pour augmenter un volume déjà important de crédits à la construction qui auraient été autrement consolidés en partie.

L'octroi total des crédits par les marchés financiers organisés, y compris les prêts consentis par les banques commerciales, s'est accru en 1965 de KRS 10,3 milliards, contre KRS 9,2 et 8,5 milliards respectivement en 1964 et en 1963. Le pourcentage des crédits distribués par l'intermédiaire du marché des capitaux (y compris les prêts accordés par des organismes collecteurs de l'épargne) a été en 1965 de 80% environ, c'est-à-dire égal à celui de l'année précédente. Toutefois, comme les offres d'obligations et d'actions étaient assujetties à un contrôle, les organismes collecteurs de l'épargne ont plus orienté leur activité vers l'octroi de prêts directs, dont le montant a atteint KRS 3,9 milliards, soit 43% de plus qu'en 1964. Le souci de favoriser les investissements productifs ressort de l'évolution des prêts aux diverses branches de l'économie. L'octroi de crédits au secteur public et à la branche construction de logements a fléchi de KRS 6,1 milliards en 1964 à KRS 5,8 milliards en 1965; les prêts consentis aux entreprises industrielles et commerciales et aux ménages se sont accrus pendant la même période de KRS 3,1 à KRS 4,4 milliards.

Depuis le début de 1966, la cadence des investissements des collectivités locales et l'activité dans la branche construction de maisons à usage résidentiel ont encore fléchi; néanmoins, l'économie du pays continue d'être caractérisée par l'intensité des pressions exercées par la demande. A cet égard, la situation a été aggravée par l'octroi, à compter de janvier 1966, de dégrèvements d'impôt sur le revenu proposés dans le budget 1965-66. Ces dégrèvements qui avaient pour objet d'accorder, avec un certain décalage, une compensation pour le relèvement de l'impôt général sur les ventes appliqué en juillet dernier, représenteront pour l'ensemble de 1966 une perte de recettes de KRS 1,2 milliard. En raison de l'apparition ultérieure de phénomènes défavorables, le gouvernement a dû, au début de 1966, relever les droits indirects sur les véhicules automobiles et l'essence et il envisage de nouvelles augmentations des impôts indirects dans le budget 1966-67. Néanmoins, étant donné que, selon les estimations, les dépenses publiques augmenteront de 5 ½% environ, le nouveau budget fera probablement apparaître un déficit de KRS 209 millions. Il existe un autre obstacle à l'établissement de l'équilibre: les conventions collectives, qui viennent d'être conclues, prévoient un alourdissement des charges salariales d'environ 8 ½% en 1966 et des augmentations similaires au cours des deux années suivantes. Au printemps 1966, pour faciliter la conversion de crédits à la construction, la Riksbank a autorisé l'émission de KRS 500 millions d'obligations hypothécaires; en même temps, toutefois, elle a conclu un accord avec les banques commerciales en vue de limiter l'octroi de nouveaux crédits. Enfin, le gouvernement a révisé en baisse un certain nombre de ses propres plans de construction et institué une procédure spéciale d'autorisation pour tous les projets de construction «ne présentant pas un caractère essentiel».

*Finlande.* Au début de 1965, l'évolution de la situation économique se ressentait fortement des événements de l'année 1964, pendant laquelle l'inflation des demandes, combinée avec celle des coûts de production, avait provoqué une hausse des prix de 10%, un accroissement des importations de presque 25% et une forte aggravation de la situation des comptes extérieurs. La demande globale faisait toujours preuve d'une vive activité pendant que l'afflux de capitaux avait tendance à se ralentir, de sorte que le déficit de la balance des paiements s'est encore élargi, donnant naissance à des pertes considérables de réserves officielles de change.

En raison du décalage entre l'augmentation des dépenses publiques et celle des recettes du Trésor, le budget a été une fois de plus en déficit et les recours à l'emprunt de l'État ont de nouveau atteint des dimensions très étendues. Dans le cadre des mesures sélectives visant à freiner le mouvement d'importation de véhicules automobiles de tourisme, les droits indirects sur les combustibles liquides ont été relevés en janvier; en juin, la taxe à l'importation des véhicules automobiles a été aménagée de manière à provoquer une augmentation de 5 à 15% de leur prix de marché. En outre, les conditions d'achats à crédit de véhicules automobiles — qui avaient été déjà aggravées en novembre 1964 — et d'autres biens de consommation durables ont été rendues encore plus strictes en avril. En mai, les autorités monétaires, tout en assouplissant les limites fixées aux opérations de réescompte à la banque centrale, ont ordonné aux banques de ne pas accroître de plus de 9%, par rapport au niveau atteint à la fin de 1964, le volume de leurs encours pendant la période comprise entre les mois de janvier et d'octobre. Par la suite, en septembre 1965, les banques ont été invitées à limiter leurs avances de manière telle que leurs encours en avril 1966 ne dépassent pas 113% du chiffre de la période de base. En outre, bien que le taux officiel de l'escompte ait été maintenu inchangé à 7%, un taux préférentiel de 6% a été appliqué à compter de novembre aux banques observant les limites de prêt qui leur avaient été fixées. Enfin, les banques ont été autorisées à relever les taux d'intérêt appliqués, de manière à introduire des discriminations au détriment des crédits à l'importation et des crédits aux consommateurs.

Le pourcentage d'expansion des encours bancaires a fléchi de 13½% en 1964 à 11½% en 1965. Les banques se sont tenues bien en deçà des limites qui leur avaient été fixées, mais ce résultat doit être attribué en partie à l'étendue des pertes de moyens liquides subies l'an dernier, en particulier à la suite d'une diminution de MF 200 millions (20% environ) des réserves officielles de devises. Dans ces conditions, les banques se sont de plus en plus retournées vers la banque centrale pour obtenir des facilités de crédit, dont l'augmentation a été de MF 238 millions, de sorte qu'à la fin de l'année, le montant des engagements s'établissait à MF 620 millions.

Après le milieu de 1965, l'activité des demandes d'origine intérieure s'est ralentie et les prix ont fait preuve de plus de stabilité. Si les pertes de réserves ont cessé pendant un certain temps, on n'a pas relevé, en revanche, de signes caractérisés d'un redressement de la situation des comptes extérieurs. En novembre, les allocations de devises aux touristes ont été réduites et, en janvier 1966, des limitations ont été apportées à l'achat de véhicules de tourisme à l'étranger. En avril 1966, les mesures de politique monétaire ont été renforcées: les autorités ont demandé aux banques de ne pas porter leurs encours à la fin d'octobre 1966 à plus de 115% du niveau atteint à la fin de 1964. Le projet de budget pour 1966 prévoit, toutefois, un nouveau déficit considérable alors que, mis à part des ajustements toujours possibles pour tenir compte de l'augmentation de l'indice du coût de la vie, les relèvements de salaires doivent atteindre 5 ½% environ en 1966 et un pourcentage encore plus élevé en 1967 et 1968.

*Japon.* De la fin de 1964 au milieu de 1965, au moment où la situation des paiements extérieurs s'améliorait pendant que l'économie du pays subissait les effets de tendances accentuées à la récession, les autorités ont progressivement abandonné les mesures de resserrement monétaire adoptées un an plus tôt. Le taux officiel de l'escompte a été réduit de 0,365% à trois reprises en janvier, avril et juin, et ramené à 5,48%. Les pourcentages de réserves obligatoires des banques ont été abaissés en décembre 1964 et en juillet 1965, et le plafonnement de l'expansion des encours, après avoir été aménagé dans un sens plus libéral au début de 1965, a été aboli vers le milieu de l'année.

L'assouplissement de la politique monétaire n'a pas été suivi à bref délai d'une reprise de l'activité économique, en raison principalement de l'évolution défavorable des investissements en installations et en équipement qui ont accusé, de mars 1965 à mars 1966, un recul de 7% environ par rapport aux douze mois précédents. Dans certaines branches d'industrie, ce recul a été, semble-t-il, la conséquence pratiquement inévitable de l'activité intense au cours des années précédentes, qui a abouti à la création d'un potentiel de production en excédent. A l'exemple de certains pays d'Europe occidentale, le Japon s'est toutefois heurté, dans certains secteurs, à des pénuries de main-d'œuvre et des hausses de prix de revient qui ont affecté de manière défavorable la rentabilité des investissements.

En tout état de cause, la tendance à la stagnation de la demande, en provoquant une accumulation involontaire de stocks de produits finis et un certain nombre de faillites, a conduit les autorités à s'orienter vers une utilisation plus souple des moyens d'action de politique financière. Toutefois, pendant la première moitié de 1965, l'incidence des phénomènes financiers a continué d'aggraver la tendance à l'affaiblissement de la demande. Précédemment, en effet, en essayant

d'observer le principe de l'équilibre budgétaire au moment où les recettes fiscales affluaient en moins grande abondance vers le Trésor, le gouvernement avait adopté une attitude conduisant à retarder les décaissements effectués par le budget, en particulier d'avril à septembre 1965. En été, les pouvoirs publics ont décidé de stimuler l'économie en augmentant les dépenses publiques et en finançant cette augmentation, autant que ce serait nécessaire, par des émissions d'obligations du Trésor. Pour l'exercice financier ayant pris fin en mars 1966, les plans dressés à l'origine prévoyaient l'émission de Y 200 milliards (\$600 millions) d'obligations du Trésor, dont une première tranche de Y 70 milliards a été émise en janvier 1966. Sur ce montant, 10% ont été offerts au public, et le solde a été absorbé par les banques et les organismes collecteurs de l'épargne. Le même mois, le gouvernement a présenté, pour l'exercice financier 1966-67, un projet de budget prévoyant l'octroi de nouveaux encouragements à l'économie. Les dépenses du budget général doivent augmenter de 18%. Le Trésor prévoit, en 1966-67, des émissions d'obligations pour un total de Y 730 milliards, dont le produit servira à financer exclusivement l'exécution de programmes de travaux publics.

En 1965, les crédits accordés par les banques ont augmenté de 14,2%, contre 15,6% en 1964 et 26,7% en 1963. Le rythme d'accroissement des dépôts s'est accéléré: 17,4% l'an dernier, contre 14,3% en 1964. La demande de facilités bancaires a été assez hésitante en 1965, pendant que l'accélération du rythme d'accroissement des dépôts a reflété principalement l'intensité des demandes de moyens liquides du secteur privé de l'économie. La position de liquidité des banques japonaises s'est donc améliorée en 1965, et la Banque du Japon a absorbé leurs excédents de moyens liquides par des ventes de valeurs, bien qu'elle ait accru les avances consenties aux établissements de crédit vers la fin de l'année. Le public a très sensiblement accru ses dépôts en banque et allégé son portefeuille d'actions. Les émissions de titres (autres que celles de valeurs à revenu variable) ont augmenté en chiffres nets; elles ont été placées en majorité auprès des banques et des organismes collecteurs de l'épargne. Les émissions d'actions ont accusé une chute brutale de Y 860 milliards en 1964 à Y 277 milliards environ l'an dernier. Les cours des valeurs à revenu variable ont toutefois amorcé, à la fin de 1965 et au début de 1966, un vif mouvement de reprise, qui a permis aux autorités monétaires de revendre une partie des actions précédemment achetées pour venir en aide au marché financier.

## II. ÉCHANGES ET PAIEMENTS INTERNATIONAUX.

L'expansion du commerce mondial, qui s'était régulièrement accélérée ces dernières années, s'est quelque peu ralentie en 1965. Dans le monde industrialisé, ce ralentissement a eu sa cause principale dans le déplacement du jeu des facteurs de croissance économique de l'Europe occidentale vers l'Amérique du Nord, où la ratio importations/produit national est beaucoup moins élevée. Les exportations mondiales, aux prix courants, ont augmenté de 8%, contre 13% l'année précédente. En raison d'une grève prolongée dans les ports des Etats-Unis, les exportations mondiales du premier trimestre de 1965 ont dépassé de 5% seulement celles du trimestre correspondant de 1964. En revanche, au cours des trois autres trimestres, le rythme d'augmentation a été de 10% en moyenne, bien qu'il se soit ralenti légèrement vers la fin de l'année.

### Commerce international.

Zones	Exportations			Importations			Variations du volume	
	1963	1964	1965	1963	1964	1965	des expor-	des impor-
							tations	tations
en milliards de dollars E.U.							1964-65	
							en pourcentage	
<b>Zones développées</b>								
Europe occidentale								
C.E.E. . . . . .	37,5	42,6	47,9	40,4	44,9	49,0	+ 11,8	+ 7,2
A.E.L.E. . . . . .	22,2	24,4	26,6	26,4	30,7	32,2	+ 5,6	+ 4,3
Autres pays . . . . .	4,0	4,6	5,0	6,7	7,6	8,8	+ 7,0 <sup>1</sup>	+ 14,5 <sup>1</sup>
<b>Total pour l'Europe occidentale .</b>	<b>63,7</b>	<b>71,6</b>	<b>79,5</b>	<b>73,5</b>	<b>83,2</b>	<b>90,0</b>	<b>+ 9,8</b>	<b>+ 6,6</b>
Etats-Unis . . . . .	23,4	26,6	27,4	18,6	20,3	23,2	+ 0,7	+ 13,4
Canada . . . . .	6,8	8,1	8,5	6,6	7,6	8,7	+ 3,2	+ 13,6
Japon . . . . .	5,5	6,7	8,5	6,7	7,9	8,2	+ 24,8	+ 1,1
Autres zones <sup>2</sup> . . . . .	5,1	5,6	5,5	5,6	6,6	7,5	+ 8,6	+ 15,3
<b>Total pour les zones développées</b>	<b>104,5</b>	<b>118,6</b>	<b>129,4</b>	<b>111,0</b>	<b>125,6</b>	<b>137,6</b>	<b>+ 8,1</b>	<b>+ 8,2</b>
<b>Zones en voie de développement</b>								
Amérique latine . . . . .	9,2	9,9	10,4	7,8	8,6	8,7	+ 6,4 <sup>1</sup>	+ 3,8 <sup>1</sup>
Autres zones . . . . .	21,1	23,3	24,8	23,8	25,8	27,0	+ 5,4 <sup>1</sup>	+ 6,3 <sup>1</sup>
<b>Total pour les zones en voie de développement</b>	<b>30,3</b>	<b>33,2</b>	<b>35,2</b>	<b>31,6</b>	<b>34,4</b>	<b>35,7</b>	<b>+ 5,7</b>	<b>+ 5,6</b>
<b>Total général<sup>3</sup></b>	<b>134,8</b>	<b>151,8</b>	<b>164,6</b>	<b>142,6</b>	<b>160,0</b>	<b>173,3</b>	<b>+ 7,1</b>	<b>+ 7,6</b>

<sup>1</sup> Estimations. <sup>2</sup> Afrique du Sud, Australie et Nouvelle-Zélande. <sup>3</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 de l'Ouest.

La progression en valeur du commerce international en 1965 a eu presque entièrement sa source dans un accroissement du volume physique des marchandises échangées. Le volume des exportations a augmenté de 7% pour l'ensemble du monde, de 8% pour les pays développés et d'un peu moins de 6% pour les zones en voie de développement. L'augmentation des importations a été également plus rapide dans les pays développés que dans le reste du monde.

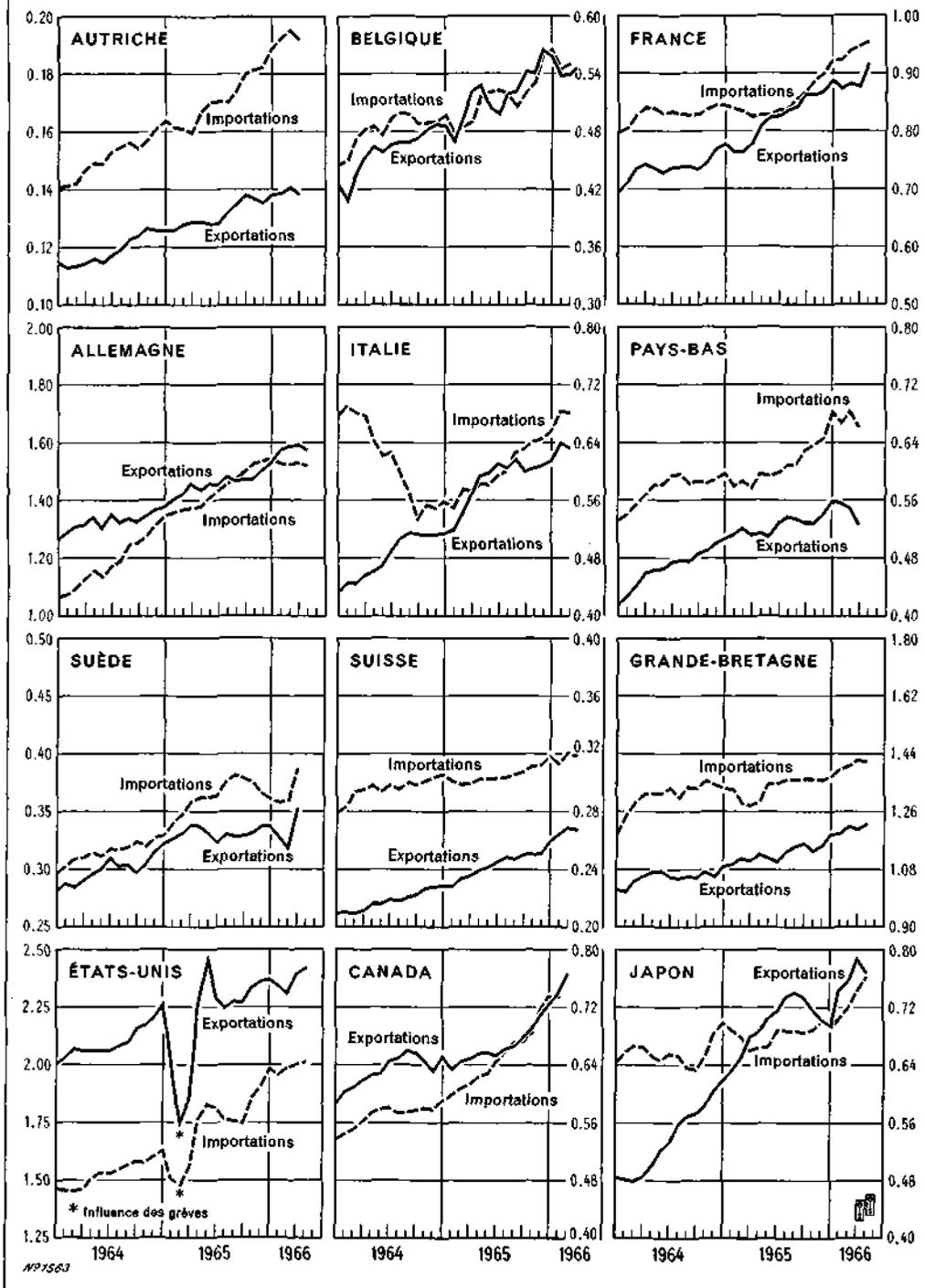
Tout au long des trois dernières années, les termes de l'échange ont fait preuve de stabilité dans les zones développées et dans les zones en voie de développement. Les prix des produits importés et ceux des produits exportés ont augmenté chacun de 1% par an. Cette stabilité d'ensemble masque toutefois des divergences considérables. C'est ainsi qu'en 1965, les cours des matières premières ont fléchi de 5% en raison d'une baisse de 13% des cours des denrées alimentaires, dont les plus touchées ont été le cacao et le sucre. En revanche, les cours des métaux non ferreux ont enregistré l'an dernier une hausse de 20%, contre 27% en 1964; la plus forte progression a été celle des cours de l'étain. Considérés isolément, les pays d'origine ont donc été affectés à des degrés divers par les fluctuations des cours des matières premières selon la nature de leurs exportations. Dans les pays industrialisés, les termes de l'échange se sont améliorés de 2% aux Etats-Unis, au Canada et dans les pays de l'A.E.L.E., la hausse des prix des produits exportés ayant été plus accentuée que celle des produits importés. Les termes de l'échange n'ont pas subi de modifications dans les pays de la C.E.E. Au Japon, ils se sont légèrement aggravés. Dans le groupe de pays formé par l'Afrique du Sud, l'Australie et la Nouvelle-Zélande, l'aggravation s'est chiffrée à 8%, en raison d'une chute accentuée des cours de la laine et, dans le cas de l'Afrique du Sud, du fléchissement des prix à l'exportation des denrées alimentaires et du bétail sur pied.

En 1965, la valeur des exportations s'est accrue plus que celle des importations dans les pays de la C.E.E. et de l'A.E.L.E. et au Japon. Aux Etats-Unis et au Canada, il s'est produit une évolution inverse qui a provoqué une détérioration notable de la balance commerciale. Le groupe formé par l'Afrique du Sud, l'Australie et la Nouvelle-Zélande a enregistré un recul effectif des exportations et un accroissement marqué des importations. La balance commerciale de l'ensemble des pays en voie de développement s'est redressée.

Les échanges entre pays de la C.E.E. se sont accrus de 13%, contre 15% en 1964. Pour l'Union Economique belgo-luxembourgeoise, la France et les Pays-Bas, les ventes ont progressé plus fortement que les achats à leurs partenaires de la Communauté. En Italie, les importations en provenance des autres pays de la C.E.E. ont même baissé de 3%, tandis que les exportations à destination de ces mêmes pays se sont accrues de 28%. L'Italie a ainsi réalisé un excédent d'exportations de \$600 millions à l'égard de ses partenaires, le premier depuis 1958.

### Echanges extérieurs d'un groupe de pays industrialisés.

Moyennes mobiles, non centrées, des chiffres mensuels corrigés des variations saisonnières,  
en milliards de dollars E.U.



L'Allemagne a, en revanche, enregistré un déficit de \$355 millions dans ses échanges intracommunautaires, ses importations ayant progressé de 31 % (47 % dans le cas des achats à l'Italie) et ses exportations ayant marqué un accroissement de 7 % seulement, pourcentage annuel le plus faible depuis 1958. Les exportations de la C.E.E. à destination de pays tiers se sont développées au même rythme que l'an dernier, c'est-à-dire de 12 %, l'Italie et l'U.E.B.L. enregistrant les progrès les plus rapides. Les importations en provenance de ces mêmes pays se sont accrues de 6 % — soit un peu moins qu'en 1964 — principalement en raison du développement des achats de l'Allemagne. Au total, le déficit de la balance commerciale de la C.E.E. à l'égard des pays tiers a été ramené de \$2,7 à \$1,5 milliard.

Les importations des pays membres de l'A.E.L.E. ont augmenté de 5 % seulement, contre 16 % en 1964; une fois de plus, leurs ventes à l'étranger ont progressé de près de 10 %. Deux tendances distinctes ont été relevées. En Grande-Bretagne, qui représente la moitié des échanges extérieurs de la zone, et en Suisse, dont les importations avaient fait un très large bond en 1964, le rythme d'accroissement des achats à l'étranger s'est sensiblement ralenti l'an dernier à la suite des mesures prises en matière de politique économique. Comme les exportations de ces pays ont en même temps augmenté plus rapidement que l'année précédente, le déficit de la balance commerciale (calculé en termes de la balance des paiements) a pu être réduit de \$755 millions en Grande-Bretagne et de \$235 millions en Suisse. Dans les cinq autres pays, au contraire, le déficit de la balance commerciale s'est accru en 1965.

Depuis quelques mois, on relève des changements notables dans les échanges extérieurs des principaux pays industriels. En France, les exportations ont fait de nouveaux progrès accentués. Le déficit de la balance commerciale, qui s'était élargi depuis l'automne dernier, a diminué malgré un nouvel accroissement des importations. En République fédérale d'Allemagne, les ventes à l'étranger se sont inscrites en vive reprise pendant que les importations ont tendance à plafonner. En Autriche, en Italie, aux Pays-Bas et en Suisse, importations et exportations sont depuis quelque temps orientées vers la baisse, alors qu'elles ont toutes deux vivement augmenté en Suède. Après avoir fait preuve de stabilité pendant la majeure partie de 1965, les importations de la Grande-Bretagne ont repris leur mouvement ascendant.

Au Canada, les importations ont fait des progrès très rapides dans le courant de 1965 et, en raison de l'accélération des ventes à l'étranger, pendant la seconde moitié de 1965, la balance commerciale a été pratiquement équilibrée. Aux Etats-Unis, le commerce extérieur a enregistré des fluctuations de grande amplitude pendant la majeure partie de l'année dernière. En raison de la forte progression des importations vers la fin de 1965, l'excédent de la balance commerciale s'est

**Balance mondiale des paiements.<sup>1</sup>**

1963	Balance des paiements		
	des Etats-Unis	de l'Europe occidentale	du reste du monde
	en milliards de dollars E. U.		
Balance des paiements courants à l'égard des Etats-Unis . . . . .	—	— 1,2	— 2,0
de l'Europe occidentale . . . . .	+ 1,2	—	— 0,3
du reste du monde . . . . .	+ 2,0	+ 0,3	—
<b>Total des opérations courantes<sup>2</sup> . . . . .</b>	<b>+ 3,2</b>	<b>— 0,9</b>	<b>— 2,3</b>
Opérations en capital, erreurs et omissions . . . . .	— 5,3	+ 2,6	+ 3,1
Balance globale, correspondant à la variation des réserves officielles d'or et de change et de la position nette à l'égard du F.M.I. . . . .	— 2,1	+ 1,7	+ 0,8
Ventes d'or monétaire . . . . .	—	—	+ 0,8
<b>1964</b>			
Balance des paiements courants à l'égard des Etats-Unis . . . . .	—	— 1,9	— 3,9
de l'Europe occidentale . . . . .	+ 1,9	—	0
du reste du monde . . . . .	+ 3,9	0	—
<b>Total des opérations courantes<sup>2</sup> . . . . .</b>	<b>+ 5,8</b>	<b>— 1,9</b>	<b>— 3,9</b>
Opérations en capital, erreurs et omissions . . . . .	— 7,0	+ 3,5	+ 3,6
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. et au titre des A. G. E. . . . .	— 1,2	+ 1,6	— 0,3
Ventes d'or monétaire . . . . .	—	—	+ 0,8
<b>1965</b>			
Balance des paiements courants à l'égard des Etats-Unis . . . . .	—	— 1,1	— 3,2
de l'Europe occidentale . . . . .	+ 1,1	—	+ 0,3
du reste du monde . . . . .	+ 3,2	— 0,3	—
<b>Total des opérations courantes<sup>2</sup> . . . . .</b>	<b>+ 4,3</b>	<b>— 1,4</b>	<b>— 2,9</b>
Opérations en capital, erreurs et omissions . . . . .	— 5,4	+ 1,9	+ 3,5
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. . . . .	— 1,1	+ 0,5	+ 0,6
Ventes d'or monétaire . . . . .	—	—	+ 0,2

<sup>1</sup> 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. et au titre des A.G.E. 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. <sup>2</sup> Y compris les transferts unilatéraux.

contracté; il a continué de s'amenuiser pendant les deux premiers mois de 1966 qui ont été marqués par une baisse des exportations, mais celles-ci se sont relevées en mars. Au Japon, le mouvement ascendant des exportations s'est renversé au

cours de l'automne dernier, mais un nouveau et brusque revirement s'est produit en 1966, de sorte que, malgré l'augmentation des importations, la balance commerciale a continué de faire apparaître un excédent.

Le tableau de la page précédente, qui retrace l'évolution de la balance mondiale des paiements au cours des trois dernières années, montre quelle a été la structure générale des paiements dans le monde. En 1965, l'excédent de paiements courants des Etats-Unis a fléchi de \$1,5 milliard; l'amélioration correspondante des balances des autres pays a été répartie entre l'Europe occidentale à raison d'un tiers et le reste du monde pour le reliquat. Les sorties de capitaux des Etats-Unis ont diminué de \$1,6 milliard, mais cette réduction s'est produite entièrement au détriment de l'Europe occidentale. Si l'Europe occidentale a amélioré sa position de \$500 millions dans les postes enregistrant les opérations courantes, dont le déficit a été ramené de \$1,9 à \$1,4 milliard, ses recettes nettes en capital ont fléchi de \$1,6 milliard à la suite des mesures prises par les Etats-Unis; elles ont encore atteint le chiffre appréciable de \$1,9 milliard, ce qui a permis de renforcer de \$500 millions les réserves monétaires de la zone.

Les autres pays du monde ont pu réduire de \$1 milliard le déficit de leurs paiements courants, en comprimant de \$700 millions leur déficit à l'égard des Etats-Unis et en réalisant un excédent de \$300 millions dans la balance de leurs opérations courantes avec l'Europe occidentale, qui avait été équilibrée en 1964.

L'amélioration de la balance des opérations courantes du reste du monde a été entièrement obtenue par les pays en voie de développement, dont le déficit a fléchi de \$1,7 milliard, pour se situer à un peu moins de \$1 milliard. Dans les cinq pays développés (Afrique du Sud, Australie, Canada, Japon et Nouvelle-Zélande), le déficit global s'est aggravé de \$700 millions; le Japon a été le seul à améliorer sa position. Les flux nets de capitaux vers le reste du monde ont atteint un total de \$3,5 milliards, soit à peu près le même chiffre que l'année précédente. Tandis que les cinq pays développés ont reçu \$50 millions de plus, le montant des entrées dans les pays en voie de développement a diminué de \$150 millions.

### **Balances des paiements.**

*Etats-Unis.* La situation de la balance des paiements a été fortement influencée en 1965 par deux forces agissant en sens opposé. D'une part, les sorties de capitaux privés ont été ramenées de \$6,5 à \$3,5 milliards à la suite de la mise en application du programme de restrictions volontaire des crédits aux étrangers. D'autre part,

L'excédent de la balance commerciale a été ramené de \$6,7 à \$4,8 milliards. Le déficit de la balance des paiements (mesuré d'après les fluctuations de la position de liquidité extérieure) a ainsi enregistré une réduction, passant de \$2,8 à \$1,3 milliards. En prenant pour base les règlements entre autorités monétaires, au contraire, on ne relève pratiquement pas d'amélioration. Le déficit du premier trimestre de 1966, mesuré d'après les fluctuations de la position de liquidité extérieure, corrigées des variations saisonnières, a représenté une cadence annuelle de \$2,3 milliards.

La détérioration, en 1965, de la balance des échanges visibles – survenue presque entièrement dans les transactions de caractère strictement commercial – a été due au fait que les importations se sont accrues beaucoup plus rapidement que les exportations. En effet, les ventes de marchandises ont augmenté de \$1 milliard seulement, soit 4%, contre 14% en 1964 et 7% par an en moyenne au cours des dix années précédentes. Cet essoufflement des exportations s'explique essentiellement par un ralentissement du rythme de progression des demandes d'origine étrangère et par la vigueur de la demande d'origine intérieure. De surcroît, les expéditions à destination de l'étranger avaient été accélérées vers la fin de 1964, en prévision du conflit social qui a éclaté dans les ports au début de 1965. Même en tenant compte de ce facteur, les exportations ont donné des signes de faiblesse pendant le premier semestre de l'année considérée, mais le second a été marqué par une reprise et les exportations du dernier trimestre ont été supérieures de 8% à celles du trimestre correspondant de l'année précédente.

En raison du ralentissement de l'activité économique en Europe occidentale et au Japon, les ventes des Etats-Unis n'ont progressé que de 4% environ sur ces deux marchés après s'être accrues de plus de 10% en 1964. Les exportations à destination des pays en voie de développement – qui représentent un tiers du total des ventes américaines à l'étranger – n'ont fait aucun progrès, mais les livraisons au Canada ont augmenté de 15%. Les exportations de produits agricoles ont été légèrement inférieures à celles de 1964, en raison principalement de la réduction des expéditions de blé aux pays en voie de développement et à l'Europe de l'Est. Les exportations de produits non agricoles se sont accrues de \$1,1 milliard, soit environ 6%, les ventes de produits manufacturés ayant, pour leur part, progressé de 5,5%.

Les importations, au contraire, ont augmenté de \$2,9 milliards, soit de 15,5%, pourcentage le plus élevé depuis 1959. Comme pendant les autres années d'expansion exceptionnellement rapide, 1959 et 1962 par exemple, les importations ont progressé près de deux fois plus vite que le produit national brut. L'accroissement enregistré en 1965 a été dû pour 80% environ aux importations de produits manufacturés. Même sans tenir compte des importations d'acier – qui

**Etats-Unis: Balance des paiements.**

Postes	1964	1965 <sup>1</sup>					1966
		année entière	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	1er trimestre
en millions de dollars							
<b>Biens et services</b>							
Exportations (f.o.b.)							
Financées par l'Etat . . . . .	+ 2.815	+ 2.715	+ 575	+ 745	+ 715	+ 680	.
Commerciales . . . . .	+ 22.475	+ 23.570	+ 5.050	+ 6.055	+ 6.115	+ 6.350	.
<b>Total des exportations . . . . .</b>	<b>+ 25.290</b>	<b>+ 26.285</b>	<b>+ 5.625</b>	<b>+ 6.800</b>	<b>+ 6.830</b>	<b>+ 7.030</b>	<b>+ 7.115</b>
Importations (f.o.b.) . . . . .	- 18.620	- 21.490	- 4.660	- 5.480	- 5.595	- 5.755	- 6.010
<b>Balance commerciale . . . . .</b>	<b>+ 6.670</b>	<b>+ 4.795</b>	<b>+ 965</b>	<b>+ 1.320</b>	<b>+ 1.235</b>	<b>+ 1.275</b>	<b>+ 1.105</b>
Revenu des investissements, redevances comprises . . . . .	+ 4.810	+ 5.330	+ 1.390	+ 1.455	+ 1.335	+ 1.150	.
Dépenses militaires, recettes déduites . . . . .	- 2.060	- 2.025	- 490	- 475	- 520	- 540	.
Pensions et envois de fonds . . . . .	- 840	- 980	- 225	- 290	- 230	- 235	.
Autres services . . . . .	- 860	- 1.020	- 310	- 265	- 230	- 215	.
<b>Total des services . . . . .</b>	<b>+ 1.050</b>	<b>+ 1.305</b>	<b>+ 365</b>	<b>+ 425</b>	<b>+ 355</b>	<b>+ 160</b>	.
<b>Balance des biens et services</b>	<b>+ 7.720</b>	<b>+ 6.100</b>	<b>+ 1.330</b>	<b>+ 1.745</b>	<b>+ 1.590</b>	<b>+ 1.435</b>	.
<b>Mouvements de capitaux privés</b>							
<b>Capitaux américains</b>							
<b>A long terme</b>							
Investissements directs . . . . .	- 2.375	- 3.265	- 1.160	- 890	- 515	- 700	.
Investissements de portefeuille . . . . .	- 680	- 720	- 210	- 15	- 290	- 205	.
Prêts des banques . . . . .	- 940	- 215	- 485	+ 180	- 65	+ 155	.
Divers . . . . .	- 355	- 55	+ 15	- 5	- 5	- 60	.
<b>Total des mouvements de capitaux à long terme . . . . .</b>	<b>- 4.350</b>	<b>- 4.255</b>	<b>- 1.840</b>	<b>- 730</b>	<b>- 875</b>	<b>- 810</b>	.
<b>A court terme</b>							
Banques . . . . .	- 1.525	+ 310	+ 45	+ 185	+ 10	+ 70	.
Secteur non bancaire . . . . .	- 585	+ 420	+ 255	+ 230	+ 45	- 110	.
<b>Total des mouvements de capitaux à court terme . . . . .</b>	<b>- 2.110</b>	<b>+ 730</b>	<b>+ 300</b>	<b>+ 415</b>	<b>+ 55</b>	<b>- 40</b>	.
<b>Total des mouvements de capitaux privés américains . . . . .</b>	<b>- 6.460</b>	<b>- 3.525</b>	<b>- 1.540</b>	<b>- 315</b>	<b>- 820</b>	<b>- 850</b>	.
<b>Capitaux étrangers non liquides<sup>2</sup></b>							
Achats de valeurs mobilières de sociétés américaines . . . . .	- 85	- 425	+ 35	- 255	- 235	+ 30	+ 150
Divers . . . . .	+ 310	+ 375	+ 240	+ 10	+ 40	+ 85	.
<b>Total des capitaux étrangers non liquides . . . . .</b>	<b>+ 225</b>	<b>- 50</b>	<b>+ 275</b>	<b>- 245</b>	<b>- 195</b>	<b>+ 115</b>	.
<b>Balance des mouvements de capitaux privés . . . . .</b>	<b>- 6.235</b>	<b>- 3.575</b>	<b>- 1.265</b>	<b>- 560</b>	<b>- 1.015</b>	<b>- 735</b>	.
<b>Dons et prêts de l'Etat, remboursements déduits et opérations diverses sur capitaux de caractère non liquide . . . . .</b>	<b>- 3.120</b>	<b>- 3.165</b>	<b>- 715</b>	<b>- 845</b>	<b>- 775</b>	<b>- 830</b>	.
<b>Erreurs et omissions . . . . .</b>	<b>- 1.165</b>	<b>- 660</b>	<b>- 10</b>	<b>- 80</b>	<b>- 315</b>	<b>- 255</b>	.
<b>Balance des paiements (sur la base des liquidités) . . . . .</b>	<b>- 2.800</b>	<b>- 1.300</b>	<b>- 660</b>	<b>+ 260</b>	<b>- 515</b>	<b>- 385</b>	<b>- 580</b>
<b>Moins: Correction des variations saisonnières . . . . .</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>- 475</b>	<b>+ 70</b>	<b>+ 455</b>	<b>- 50</b>	.
<b>Balance des paiements avant correction des variations saisonnières . . . . .</b>	<b>- 2.800</b>	<b>- 1.300</b>	<b>- 185</b>	<b>+ 190</b>	<b>- 970</b>	<b>- 335</b>	.

<sup>1</sup> Les chiffres trimestriels sont corrigés des variations saisonnières. <sup>2</sup> Investissements étrangers du secteur privé et du secteur public en instruments de placements non liquides du secteur privé aux Etats-Unis.

ont augmenté de \$450 millions en raison de la menace d'une grève —, les achats à l'étranger de produits à usage industriel se sont accrus de 12%. Les importations de biens de consommation, automobiles comprises, ont progressé de 22%; le pourcentage d'augmentation des achats à l'étranger de biens d'équipement a été de 41%. Les importations de denrées alimentaires ont fait très peu de progrès. En ce qui concerne les sources d'approvisionnement, le pourcentage d'augmentation des achats des Etats-Unis au Japon a été de 38%, de 20% et de 15% respectivement en Europe occidentale et au Canada. Les pays en voie de développement ont accru leurs ventes aux Etats-Unis de 7% seulement.

L'excédent des postes invisibles autres que ceux enregistrant les dépenses et les recettes de caractère militaire a de nouveau augmenté, passant de \$3,1 à \$3,3 milliards. Les dépenses des touristes américains à l'étranger ont continué de progresser, mais leur accroissement a été plus que compensé par une amélioration des encaissements d'intérêts et de dividendes ayant sa source dans le développement des investissements à l'étranger et appuyée par la hausse des taux d'intérêt hors des Etats-Unis et par le rythme inaccoutumé du rapatriement des bénéfices réalisés à l'étranger. Les dépenses militaires des Etats-Unis à l'extérieur ont accusé une légère diminution en chiffres nets, mais cette tendance ne pourra vraisemblablement pas être maintenue, en raison de la poursuite des opérations au Viet-nam.

En grande partie sous l'effet de l'application, en février 1965, du programme de restrictions volontaire des crédits à des non-résidents, les sorties de capitaux privés des Etats-Unis ont diminué de \$2,9 milliards, soit de près de moitié. Cette amélioration a porté presque exclusivement sur les mouvements de capitaux à court terme, des sorties nettes de \$2,1 milliards en 1964 ayant fait place à une entrée nette de \$700 millions. Dans une certaine mesure, ce renversement de sens a reflété un rapatriement de fonds placés à l'étranger pour obtenir des rendements un peu plus élevés. Etant donné le resserrement des conditions d'accès au crédit aux Etats-Unis, des prélèvements auraient été opérés sur une partie de ces avoirs pour financer des investissements à échéance plus éloignée, même en l'absence du programme de restrictions volontaire.

Les directives données par le gouvernement, en février 1965, aux banques et aux autres établissements financiers ont eu pour conséquence une brusque contraction des encours envers l'étranger. A mesure que l'année se poursuivait, les banques ont réduit progressivement leurs créances sur des étrangers, élargissant par-là même la fraction non utilisée de leur potentiel de prêt. Au début, cette attitude traduisait essentiellement le désir de maintenir une certaine marge pour faire face à des engagements futurs. Toutefois, vers la fin de l'année, les banques ont, semble-t-il, reporté en partie leurs activités de prêt de leur clientèle étrangère vers la clientèle

nationale. Aussi ont-elles enregistré en 1965, d'après leurs déclarations, des entrées de capitaux à court et à long terme pour \$100 millions, contre \$2,4 milliards de sorties pendant l'année précédente. Pour les ressources bancaires à court terme, les sorties de \$1,5 milliard en 1964 ont fait place à une entrée de \$300 millions en 1965; l'expansion des prêts à long terme est tombée de \$900 à \$200 millions. Les compressions se sont poursuivies pendant les premiers mois de 1966 et, vers la fin mars, le total des créances des banques sur l'étranger avait fléchi de \$260 millions, et la marge de manœuvre des banques était passée à \$715 millions.

Les exportations de capitaux privés à long terme ont atteint, avec \$4,3 milliards, un chiffre presque aussi élevé qu'en 1964, malgré le fléchissement des avances à échéance éloignée consenties par les banques. Les investissements directs, dont la réduction figurait pourtant au nombre des objectifs du programme de restrictions volontaire, se sont accrus de \$2,4 à \$3,3 milliards. Ils ont été particulièrement importants au cours du premier trimestre, pendant lequel les sociétés ont accéléré leurs exportations en prévision de mesures restrictives. Le programme a eu néanmoins une certaine efficacité: certains projets d'investissements directs ont été révisés en baisse et le financement de certains autres a été assuré par d'importants emprunts à l'étranger à des taux d'intérêt plus élevés. En outre, l'année 1965 a été caractérisée, au point de vue géographique, par une modification des pays de destination des capitaux à long terme, en partie pour observer les priorités établies par les autorités. Les investissements directs en Europe ont progressé d'un dixième, ils ont triplé au Canada et plus que doublé dans les pays asiatiques et africains producteurs de pétrole brut. La forte progression des investissements directs à l'étranger se conciliait difficilement avec la politique des autorités. En prorogeant, en décembre dernier, le délai d'application des directives pour une nouvelle année, le gouvernement a fixé, en ce qui concerne les pays développés et certains pays exportateurs de produits d'origine minérale, un plafond pour le financement des investissements directs dans ces zones au moyen de ressources d'origine américaine et de bénéfices mis de côté à l'étranger. Combinées avec l'extension du programme à 400 nouvelles sociétés américaines, ces dispositions doivent, selon les prévisions, permettre d'obtenir une amélioration de presque \$1 milliard de la balance des paiements.

Les sorties de fonds provoquées par des investissements de résidents américains en valeurs mobilières étrangères ont peu varié par rapport à l'année précédente. Le montant des nouvelles émissions de valeurs étrangères — presque toutes exonérées de la taxe d'égalisation, et canadiennes pour la plupart — s'est accru de près de \$150 millions. Il aurait augmenté deux fois plus si le transfert du produit de certaines émissions canadiennes n'avait pas été différé, mais la progression des sorties dues aux achats de valeurs nouvellement émises a été compensée par une accélération

des ventes nettes, par des résidents des Etats-Unis, de valeurs étrangères déjà en circulation. Les ventes de titres à long terme de sociétés américaines par des porteurs étrangers ont sensiblement progressé en 1965, atteignant \$400 millions. Il s'agissait essentiellement d'une mobilisation de valeurs libellées en dollars détenues en portefeuille par le Trésor britannique, qui a revêtu un caractère exceptionnel. Malgré leur importance, ces ventes n'ont pas empêché la situation de la balance des mouvements de capitaux privés de s'améliorer sensiblement. Les progrès ont probablement été plus importants, dans ce domaine, qu'il n'apparaît d'après les opérations identifiées, puisque le solde déficitaire du poste « erreurs et omissions » a été réduit de \$500 millions.

Le montant net des dons et des opérations en capital du gouvernement des Etats-Unis a été pratiquement inchangé en 1965. Celui de l'aide nouvelle aux pays en voie de développement s'est maintenu au niveau auquel il s'était à peu près stabilisé depuis quelques années, c'est-à-dire aux environs de \$4 milliards.

*Canada.* Si l'économie canadienne a poursuivi son essor en 1965, la situation de la balance des paiements s'est aggravée. Depuis 1959, année où il avait atteint son maximum de \$1,4 milliard, le déficit des opérations courantes avait fléchi assez régulièrement, car les exportations avaient augmenté plus vite que les importations. L'an dernier, cette tendance s'est renversée sous l'influence d'une intensification de la pression des demandes d'origine intérieure et d'un fléchissement des ventes de blé. Le déficit à l'égard des Etats-Unis s'est aggravé et l'excédent traditionnel à l'égard de pays d'outre-mer s'est fortement réduit.

Les importations ont augmenté de \$1 milliard, soit de 15 %, c'est-à-dire à la même cadence qu'en 1964, avec un développement accentué pendant le quatrième trimestre de 1965. Si les achats à l'étranger de matières premières à usage industriel, de biens d'équipement, d'automobiles de tourisme et d'autres biens de consommation durables ont revêtu un caractère massif, la valeur des importations de denrées alimentaires a fléchi, en raison du recul des cours du sucre.

Les exportations ont progressé de \$455 millions, soit de 6 %, contre 16 % en 1964. Si les ventes aux Etats-Unis et aux pays continentaux d'Europe se sont accrues de 14 %, les livraisons à la Grande-Bretagne et au reste du monde ont légèrement baissé. Parmi les produits dont l'exportation a le plus progressé figurent les métaux non ferreux, avec un gain de \$165 millions. Les exportations d'automobiles ont augmenté en valeur absolue d'un pourcentage à peu près identique, en partie à la suite de la conclusion d'un accord bilatéral de libre-échange avec les Etats-Unis en janvier 1965. Les ventes de blé et de farine ont été inférieures de quelque \$160 millions à celles de 1964; cette baisse a été imputable en grande partie à un fléchissement des livraisons à destination de l'U.R.S.S. et de pays de

l'Europe de l'Est. En août 1965, un nouveau marché, d'une valeur de \$370 millions, a été conclu avec l'U.R.S.S. La moitié des quantités prévues a été expédiée en 1965.

Le déficit de la balance des services s'est aggravé de \$95 millions, principalement à cause de l'accroissement des versements au titre des intérêts et des dividendes, et le déficit des paiements courants a atteint \$1.050 millions.

Le montant des entrées de capitaux à long terme (\$560 millions) a été le plus faible des dix dernières années; il fait ressortir une diminution de \$230 millions par rapport à 1964. Les investissements directs pour compte étranger au Canada se sont accrus, mais leur progression a été plus que compensée par un ralentissement des investissements de portefeuille et par des retraits de capitaux ayant leur source

**Canada: Balance des paiements.**

Postes	1964	1965	1964 4ème trimestre	1965			
				1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en millions de dollars E.U.							
<b>Commerce (f.o.b.)</b>							
Exportations . . . . .	7.625	8.080	1.970	1.690	2.025	2.090	2.275
Importations . . . . .	6.975	7.985	1.820	1.730	2.050	1.945	2.260
Balance commerciale . . . .	+ 650	+ 95	+ 150	- 40	- 25	+ 145	+ 15
<b>Services</b>							
Intérêts et dividendes . . . .	- 615	- 680	- 175	- 160	- 155	- 150	- 215
Divers . . . . .	- 435	- 465	- 125	- 170	- 160	+ 15	- 150
Total . . . . .	-1.050	-1.145	- 300	- 330	- 315	- 135	- 365
Balance des paiements courants	- 400	-1.050	- 150	- 370	- 340	+ 10	- 350
<b>Mouvements de capitaux à long terme</b>							
Investissements de portefeuille							
Nouvelles émissions de valeurs canadiennes (en chiffres nets) .	+ 710	+ 700	+ 425	+ 195	+ 120	+ 220	+ 165
Transactions sur valeurs canadiennes en circulation . .	- 20	- 165	- 15	- 75	- 60	+ 10	- 40
Transactions sur valeurs étrangères	- 10*	- 40*	- 10	- 35	- 5	- 20	+ 20*
Investissements directs . . . .	+ 105	+ 255	+ 60	+ 35	+ 105	+ 45	+ 70
Divers . . . . .	+ 5	- 190	- 5	- 10	- 75	- 60	- 45
Total . . . . .	+ 790	+ 560	+ 455	+ 110	+ 85	+ 195	+ 170
Balance des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme . . .	+ 390	- 490	+ 305	- 260	- 255	+ 205	- 180
<b>Mouvements de capitaux à court terme</b>							
Balance totale (= variations des postes monétaires) . . . .	+ 585	- 260	+ 365	- 335	- 170	+ 250	- 5

\* Y compris les recettes nettes encaissées au titre du «Columbia River Treaty», à raison de \$50 millions en 1964 et de \$30 millions pendant le quatrième trimestre de 1965.

dans d'autres transactions. Les investissements de portefeuille, qui constituent la principale source de capitaux, ont fléchi de \$680 millions en 1964 à \$495 millions en 1965. Les ventes pour compte étranger de valeurs canadiennes en circulation, qui s'étaient élevées à \$20 millions en 1964, ont atteint \$165 millions en 1965; en même temps, les achats de valeurs étrangères pour compte canadien ont progressé de \$10 à \$40 millions. Les nouvelles émissions de valeurs canadiennes à l'étranger ont atteint \$700 millions en chiffres nets, à peu près comme en 1964. Si la décision n'avait pas été prise en novembre 1965 de différer jusqu'à 1966 la remise du produit de certaines valeurs canadiennes placées aux Etats-Unis dans les derniers mois de l'année, le produit net des nouvelles émissions à l'étranger aurait été sensiblement supérieur à celui de 1964.

Le montant net des investissements directs étrangers, après avoir fléchi pendant quatre années de suite, est remonté en 1965 par rapport à 1964, passant de \$235 à \$360 millions. Les quatre cinquièmes des capitaux entrés au Canada à ce titre ont été fournis par les Etats-Unis: ce courant n'avait pas encore été affecté par les mesures de limitation volontaire des investissements directs de ce pays à l'étranger; le solde a été apporté par des pays d'outre-mer autres que la Grande-Bretagne. Les investissements directs du Canada à l'étranger ont fléchi de \$130 à \$105 millions et se sont répartis assez également entre les Etats-Unis et les pays d'outre-mer autres que la Grande-Bretagne. Les investissements directs ont augmenté, de ce fait, de \$105 à \$255 millions en chiffres nets.

Le poste «divers» des mouvements de capitaux à long terme, à peu près équilibré en 1964, a fait apparaître l'an dernier une sortie nette de \$190 millions, correspondant approximativement à l'octroi de nouveaux crédits à l'exportation. Mais la variation de ce poste d'une année à l'autre a été due aux réductions des prêts bancaires à long terme et des investissements hypothécaires au Canada, ainsi qu'à des mouvements de fonds appartenant à des compagnies d'assurance.

Le déficit global de la balance des paiements courants et de celle des mouvements de capitaux à long terme a été de \$490 millions, contre un excédent de \$390 millions l'an dernier. Ce déficit a été couvert à concurrence de \$230 millions par des mouvements de capitaux à court terme autres que ceux des banques canadiennes, de sorte que les mouvements monétaires ont présenté un solde négatif de \$260 millions.

*Pays d'Europe occidentale.* Le déficit global des balances des opérations courantes des pays d'Europe occidentale a été ramené de \$1,7 milliard en 1964 à \$1,4 milliard l'an dernier. L'excédent des pays de la C.E.E. a presque doublé, atteignant \$715 millions et le déficit des pays de l'A.E.L.E. a été ramené de \$1,6 à \$1 milliard.

**Pays d'Europe occidentale: 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 . . . . .	1964	+ 2.415	- 2.295	+ 120	- 205	+ 180	+ 95
	1965	+ 1.275	- 2.830	- 1.555	+ 175	+ 1.100	- 280
France . . . . .	1964	- 90	+ 175	+ 85	+ 445	+ 265 <sup>4</sup>	+ 795
	1965	+ 390	+ 130	+ 520	+ 290 <sup>5</sup>	+ 330 <sup>4</sup>	+ 1.140
Italie . . . . .	1964	- 1.490 <sup>6</sup>	+ 1.815	+ 325	+ 465	+ 10	+ 800
	1965	- 475 <sup>6</sup>	+ 2.105	+ 1.630	- 40	- 15	+ 1.575
Pays-Bas . . . . .	1964	- 765	+ 650	- 115	+ 90	+ 90	+ 65
	1965	- 670	+ 640	- 30	- 35	+ 35	- 30
Union belgo-luxembourgeoise . . . . .	1964	- 175	+ 175	- 0	+ 190	- 15	+ 175
	1965	- 35	+ 185	+ 150	- 15		+ 135
Total pour les pays de la C.E.E.	1964	- 105	+ 520	+ 415	+ 985	+ 530	+ 1.930
	1965	+ 485	+ 230	+ 715	+ 1.825		+ 2.540
Autriche . . . . .	1964	- 415 <sup>6</sup>	+ 475	+ 60	+ 35		+ 95
	1965	- 500 <sup>6</sup>	+ 490	- 10	- 50		- 60
Danemark . . . . .	1964	- 215	+ 160	- 55	+ 170		+ 115
	1965	- 285	+ 175	- 110	+ 130		+ 20
Grande-Bretagne . . . . .	1964	- 1.495	+ 360	- 1.135	- 1.015	+ 60	- 2.090
	1965	- 740	+ 360	- 380	- 610	+ 290	- 700
Norvège . . . . .	1964	- 705 <sup>6</sup>	+ 630	- 75	+ 115		+ 40
	1965	- 775 <sup>6</sup>	+ 675	- 100	+ 260		+ 160
Portugal . . . . .	1964	- 185	+ 200	+ 15	+ 115	- 25	+ 105
	1965	- 305	+ 290	- 15	+ 80	+ 20	+ 85
Suède . . . . .	1964	- 180 <sup>6</sup>	+ 160	- 20	+ 210		+ 190
	1965	- 405 <sup>6</sup>	+ 115	- 290	+ 315		+ 25
Suisse . . . . .	1964	- 945 <sup>6</sup>	+ 535	- 410	+ 555		+ 145 <sup>7</sup>
	1965	- 710 <sup>6</sup>	+ 560	- 130	+ 190		+ 60 <sup>7</sup>
Total pour les pays de l'A.E.L.E.	1964	- 4.140	+ 2.520	- 1.620	+ 220		- 1.400
	1965	- 3.720	+ 2.685	- 1.035	+ 625		- 410
Espagne . . . . .	1964	- 995	+ 1.055	+ 60	+ 265	+ 40	+ 365 <sup>7</sup>
	1965	- 1.670	+ 1.280	- 390	+ 200	+ 85	- 105 <sup>7</sup>
Finlande . . . . .	1964	- 220 <sup>6</sup>	+ 45	- 175	+ 155	+ 60	+ 40
	1965	- 225 <sup>6</sup>	+ 40	- 185	+ 35	+ 65	- 85
Grèce . . . . .	1964	- 575 <sup>6</sup>	+ 375	- 200	+ 190	- 35	- 45
	1965	- 700 <sup>6</sup>	+ 435	- 265	+ 205	+ 35	- 25
Irlande . . . . .	1964	- 355 <sup>6</sup>	+ 265	- 90	+ 105		+ 15
	1965	- 415 <sup>6</sup>	+ 290	- 125	+ 75		- 50
Islande . . . . .	1964	- 10	+ 0	- 10	+ 15		+ 5
	1965	- 10	+ 5	- 5	+ 10		+ 5
Turquie . . . . .	1964	- 125 <sup>6</sup>	+ 20	- 105	+ 120		+ 15 <sup>7</sup>
	1965	- 110 <sup>6</sup>	+ 30	- 80	+ 90		+ 10 <sup>7</sup>
Total général . . . . .	1964	- 6.525	+ 4.800	- 1.725	+ 2.650		+ 925
	1965	- 6.365	+ 4.995	- 1.370	+ 3.250		+ 1.880

<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 des totaux et les chiffres relatifs aux mouvements de capitaux à court terme comprennent les erreurs et omissions. <sup>3</sup> Correspond aux changements survenus dans les avoirs officiels nets et dans la position nette des banques commerciales. <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> Non compris les remboursements anticipés de la dette publique extérieure. <sup>6</sup> Importations c.a.f. <sup>7</sup> Avoirs officiels seulement en chiffres nets.

Ces améliorations ont été annulées en partie par une aggravation de \$530 millions de la balance de six pays ne faisant partie ni de la C.E.E. ni de l'A.E.L.E.

Les principaux traits caractéristiques de 1965 ont été l'étendue des excédents de l'Italie et de la France, la forte contraction du déficit de la Grande-Bretagne et l'apparition d'importants déficits de paiements courants en République fédérale d'Allemagne et en Espagne.

*Grande-Bretagne.* Après avoir été axée sur la croissance, la politique économique du Royaume-Uni a dû s'inspirer de plus en plus de considérations de balance des paiements à compter du quatrième trimestre de 1964. A côté de la taxe complémentaire à l'importation de 15%, appliquée à partir d'octobre 1964 (dont la quotité a été ramenée à 10% au printemps 1965), des augmentations d'impôts ont été décrétées en avril 1965, à l'occasion de la présentation du budget, en même temps que des mesures spécifiques étaient prises en vue de limiter les sorties de capitaux et de faciliter le financement des exportations. La balance des paiements s'étant détériorée au cours du second trimestre après un redressement au début de 1965, de nouvelles mesures ont été prises en juillet pour contenir l'expansion de la demande intérieure et freiner les sorties de capitaux.

Le déficit des paiements a été ramené de \$2.150 millions en 1964 à \$990 millions l'an dernier ou, si l'on tient compte des transactions non identifiées, de \$2.090 à \$700 millions. Malgré la persistance d'une pression intense sur les ressources, les diverses restrictions imposées à la demande ont permis de réduire le déficit des paiements courants de \$1.135 à \$380 millions, et les mesures de contrôle des changes ont contribué au fléchissement de \$1.015 à \$610 millions des sorties nettes de capitaux à long terme.

L'amélioration de la balance des paiements courants a eu sa source dans une contraction du déficit des échanges visibles, qui a été ramené d'environ \$1.500 à \$740 millions. Les exportations de marchandises ont progressé de \$860 millions et les importations, sous l'effet de la taxe complémentaire, ont augmenté de \$105 millions seulement.

Les ventes à l'étranger se sont accrues de 7%, pourcentage très satisfaisant par rapport à la moyenne annuelle de 4,5% seulement enregistrée au cours de la décennie précédente, mais encore notablement inférieur à celui de l'ensemble des autres pays d'Europe occidentale (10%). Exprimées en volume physique, les exportations se sont accrues de 5%. Les résultats relativement satisfaisants obtenus en 1965 s'expliquent peut-être, dans une certaine mesure, par l'octroi, en octobre 1964, de dégrèvements de taxes aux exportateurs (1,5% en moyenne) et par les améliorations apportées, dans les deux trains de mesures d'avril et de juillet 1965,

**Grande-Bretagne: Balance des paiements.<sup>1</sup>**

Postes	1964	1965				
		année entière	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en millions de dollars E.U.						
<b>Commerce (f.o.b.)<sup>2</sup></b>						
Importations . . . . .	14.015	14.120	3.375	3.550	3.600	3.595
Exportations et réexportations . . . . .	12.520	13.380	3.265	3.220	3.395	3.500
<b>Balance commerciale . . . . .</b>	<b>-1.495</b>	<b>- 740</b>	<b>- 110</b>	<b>- 330</b>	<b>- 205</b>	<b>- 95</b>
<b>Services<sup>2</sup> . . . . .</b>	<b>+ 360</b>	<b>+ 360</b>	<b>+ 60</b>	<b>+ 135</b>	<b>+ 50</b>	<b>+ 115</b>
Balance des paiements courants <sup>2</sup>	.	.	- 50	- 195	- 155	+ 20
Balance des paiements courants avant ajustement . . . . .	-1.135	- 380	- 105	- 15	- 330	+ 70
<b>Mouvements de capitaux à long terme</b>						
Capitaux officiels . . . . .	- 325	- 225	- 40	- 30	- 70	- 85
Capitaux privés britanniques . . . . .	-1.115	- 875	- 275	- 200	- 195	- 205
étrangers . . . . .	+ 425	+ 490	+ 130	+ 140	+ 5	+ 215
<b>Total . . . . .</b>	<b>-1.015</b>	<b>- 610</b>	<b>- 185</b>	<b>- 90</b>	<b>- 260</b>	<b>- 75</b>
Balance des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme . . . . .	-2.150	- 990	- 290	- 105	- 590	- 5
Erreurs et omissions . . . . .	+ 60	+ 290	- 5	+ 130	+ 15	+ 150
<b>Balance totale (= variations des   postes monétaires) . . . . .</b>	<b>-2.090</b>	<b>- 700</b>	<b>- 295</b>	<b>+ 25</b>	<b>- 575</b>	<b>+ 145</b>

<sup>1</sup> Sur la base des transactions. <sup>2</sup> Chiffres trimestriels corrigés des variations saisonnières.

au régime des crédits à l'exportation et au système de garantie de ces crédits. La répartition géographique des progrès réalisés montre toutefois que le facteur prépondérant a été l'activité des demandes d'origine étrangère. Les exportations à destination de l'Amérique du Nord ont augmenté de 18% et les ventes à l'Allemagne de 15%, mais les livraisons à la France, à l'Italie et au Japon se sont ralenties. Dans l'ensemble, les exportations à destination des pays de la C.E.E. se sont très peu améliorées, tandis qu'une augmentation de 7% a été relevée dans les ventes à l'A.E.L.E. et aux pays de la zone sterling. La répartition des exportations par catégorie de marchandises fait apparaître une expansion de 8% en valeur et de 4,5% en volume des livraisons de produits manufacturés, le raffermissement des cours des métaux étant en partie responsable de la forte hausse de la valeur de cette composante. Les exportations de machines ont progressé de 7,5% et celles de véhicules automobiles de 5%, et les exportations d'autres moyens de transport ont fait un bond de 38%, essentiellement en raison de l'importance exceptionnelle des livraisons d'avions. Les exportations de métaux se sont accrues de 12% et celles de produits chimiques de 6,5%.

Les importations, dont l'expansion rapide avait déjà été brisée vers le milieu de 1964, ont augmenté d'environ 1% en valeur comme en volume. Le décalage considérable entre ce pourcentage et l'augmentation de 6% des dépenses intérieures brutes s'explique principalement par l'influence de la taxe complémentaire à l'importation, par le ralentissement du rythme de constitution des stocks et par l'excellente récolte de 1964. Les importations de denrées alimentaires, de boissons et de tabac ont fléchi de 3% et celles des matières premières de base de 1%. En revanche, les achats de combustibles à l'étranger se sont accrus de 6% et ceux de métaux non ferreux de 12% (principalement en raison de la hausse des cours dans le second cas). Dans l'ensemble, les importations de marchandises non assujetties à la taxe complémentaire ont enregistré une légère augmentation. Les importations assujetties à la surtaxe n'ont, en revanche, pas changé. Pour les produits chimiques et les produits finis, les pourcentages ont été de 12% et 5% respectivement; en revanche, les achats de produits semi-finis (à l'exclusion des métaux non ferreux) ont diminué de 3%. Dans le groupe des produits finis, l'influence de la surtaxe a été particulièrement marquée du côté des importations de biens de consommation, qui ont fléchi de 11%, bien que les achats de ceux-ci se soient accrus de 5% aux prix du marché; en revanche, les importations de biens d'équipement ont augmenté de 14%.

L'excédent des transactions invisibles s'est maintenu sans changement à \$360 millions. Malgré la hausse du taux officiel de réescompte, le montant net des revenus des investissements s'est relevé de \$135 millions et les recettes nettes provenant des transports ont sensiblement progressé. Ces améliorations ont été compensées principalement par un accroissement des décaissements courants du gouvernement et des dépenses des touristes à l'étranger.

Les sorties nettes de capitaux privés à long terme (\$385 millions) ont été inférieures de \$305 millions à celles de 1964, mais elles sont demeurées appréciables par rapport aux années précédentes. Pendant le premier trimestre de 1965, elles se sont élevées à \$145 millions en chiffres nets, pour tomber à \$60 millions durant le second trimestre, à la suite de la mise en vigueur des mesures restrictives. En juillet, les restrictions frappant les mouvements de capitaux ont été renforcées par l'interdiction de financer des investissements directs en dehors de la zone sterling avec des devises obtenues sur le marché des changes officiel, et les possibilités d'approvisionnement du marché du dollar-investissement ont encore été réduites. La Banque d'Angleterre a reçu pour mission de surveiller de plus près les emprunts contractés en Grande-Bretagne par des sociétés immatriculées dans le pays, mais placées sous le contrôle de non-résidents. Ces mesures n'ont pas empêché les sorties nettes de capitaux privés de faire un bond jusqu'à \$190 millions au cours du troisième trimestre, mais le quatrième a été marqué par un léger excédent des entrées.

Les investissements de portefeuille des résidents britanniques à l'étranger ont été les plus touchés par les restrictions sur les mouvements de capitaux à long terme: les sorties de fonds (\$25 millions) provoquées par ces investissements en 1964 ont fait place en 1965 à une entrée de \$250 millions. Le volume net des investissements à l'étranger des sociétés pétrolières, qui avait été gonflé en 1964 par l'opération Shell-Montecatini, a sensiblement diminué. Dans les autres secteurs d'activité, en revanche, le montant net des investissements directs a continué de progresser.

Les exportations de ressources publiques à long terme ont fléchi de \$325 à \$225 millions. Les prêts nets au titre du programme d'aide à l'étranger ont été moins importants; l'an dernier, il n'y a eu aucun remboursement d'emprunt, comme celui de \$50 millions effectué en 1964 à destination de la Suisse. Comme pendant l'année précédente, la Grande-Bretagne a invoqué de nouveau le droit de différer le versement de l'annuité de \$85 millions sur les emprunts contractés après la guerre en Amérique du Nord.

L'amélioration enregistrée en 1965 par la balance des paiements s'est accentuée progressivement pendant l'année. Le déficit des paiements courants, corrigé des variations saisonnières, a été ramené de \$245 millions pendant le premier semestre de 1965 à \$135 millions durant le second. Les exportations de marchandises du dernier trimestre de l'année ont dépassé de 10% celles du trimestre correspondant de l'année précédente, et le déficit des échanges visibles (\$95 millions) a atteint 25% de celui du quatrième trimestre de 1964.

Les statistiques du commerce extérieur du premier trimestre de 1966 n'indiquent pas, semble-t-il, que cette tendance à l'amélioration s'est maintenue. Les exportations qui, après être restées stationnaires au cours des neuf premiers mois de 1964, s'étaient redressées vers la fin de l'année et avaient fait des progrès accélérés pendant le second semestre de 1965, ont augmenté de 1% seulement pendant le premier trimestre de 1966. En revanche, les importations, qui avaient plafonné au cours des trois derniers trimestres de 1965, se sont inscrites en vive reprise par la suite (de 4% environ). De la sorte, le déficit de la balance commerciale pendant le premier trimestre de 1966 (corrigé des variations saisonnières) est passé de \$95 à \$200 millions; sa cadence annuelle serait de l'ordre de \$805 millions, chiffre légèrement supérieur au déficit de 1965 (\$740 millions).

Bien qu'il ne faille pas attacher une signification excessive aux résultats d'un trimestre isolé, force est de constater que la recrudescence des importations a reflété la vigueur persistante de la demande d'origine intérieure. Ce mouvement a été accentué par une vague d'achats de précaution effectués par les consommateurs en prévision du budget et par la mise en paiement anticipée de dividendes avant

l'entrée en application du nouvel impôt sur les sociétés. En mai, dans son exposé budgétaire, le Chancelier de l'Echiquier a promis de supprimer la surtaxe aux importations en novembre et a annoncé un programme de restrictions volontaire des investissements directs dans les pays développés de la zone sterling, sur lequel on trouvera des détails en page 180.

*France.* L'excédent global de paiements s'est accru, en gros, de \$800 millions en 1964 à \$1.140 millions en 1965. Alors qu'en 1964 il avait eu surtout sa contrepartie dans des apports de ressources d'investissement privées de l'étranger, il a été, l'an dernier, dû en grande partie à l'apparition d'un excédent d'exportations très appréciable. Au cours de ces deux années, les territoires français d'outre-mer ont apporté une contribution assez étendue à l'amélioration de la situation des paiements extérieurs.

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

Postes	1964	1965				
		année entière <sup>2</sup>	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	
en millions de dollars E.U.						
<b>Commerce (f.o.b.)</b>						
Exportations . . . . .	7.625	8.600	2.030	2.075	2.125	2.235
Importations . . . . .	7.715	8.210	1.985	2.020	1.860	2.260
Balance commerciale . . . . .	- 90	+ 390	+ 45	+ 55	+ 245	- 25
<b>Services</b>						
Transports . . . . .	+ 25	+ 40	- 0	+ 15	+ 25	+ 10
Tourisme . . . . .	+ 35	- 30	+ 25	+ 75	- 100	+ 10
Envois de fonds des travailleurs étrangers . . .	- 230	- 275	- 50	- 60	- 65	- 65
Divers . . . . .	+ 345	+ 395	+ 90	+ 95	+ 80	+ 120
Total . . . . .	+ 175	+ 130	+ 65	+ 125	- 60	+ 75
Balance des paiements courants . . . . .	+ 85	+ 520	+ 110	+ 180	+ 185	+ 50
<b>Mouvements de capitaux à long terme</b>						
Officiels . . . . .	- 80	- 70 <sup>3</sup>	- 10	- 5	- 25 <sup>3</sup>	- 30
Privés . . . . .	+ 525	+ 360	+ 105	+ 110	+ 60	+ 85
Total . . . . .	+ 445	+ 290	+ 95	+ 105	+ 35	+ 55
Balance des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme . . .	+ 530	+ 810	+ 205	+ 285	+ 220	+ 105
<b>Mouvements de capitaux à court terme, plus erreurs et omissions . . . . .</b>	+ 5	+ 60	- 15	+ 10	- 40	+ 70
Reste de la zone du franc français . . . . .	+ 260	+ 270	+ 100	+ 55	+ 55	+ 90
Balance totale (= variations des postes monétaires) . . . . .	+ 795	+ 1.140	+ 290	+ 350	+ 235	+ 265

<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> Non compris le remboursement anticipé, d'un montant de \$179 millions, effectué sur le prêt de la Banque Export-Import.

Le déficit de la balance commerciale (\$90 millions en 1964) a fait place l'an dernier à un excédent de \$390 millions. Ce renversement a été dû à l'intensité de la demande étrangère et aux effets de la politique de stabilisation, qui, tout en mettant un frein à la consommation, ont provoqué un ralentissement de la demande de biens importés et encouragé les entreprises à développer leurs ventes sur les marchés extérieurs. L'expansion a été d'autre part facilitée parce que les prix français ont moins progressé que ceux des principaux concurrents européens.

Les exportations à destination des pays situés en dehors de la zone franc sont passées de \$7.400 millions en 1964 à \$8.450 millions en 1965 (d'après les statistiques douanières), soit une progression de 14%, légèrement supérieure à celle de l'année précédente. Les progrès les plus marqués ont été enregistrés dans la branche biens de consommation produits dans l'industrie (16%, contre 7% en 1964). L'augmentation des exportations de produits alimentaires s'est ralentie, mais les ventes de blé, notamment à des pays du bloc oriental, ont été beaucoup plus importantes. Le pourcentage d'accroissement des importations en provenance de pays ne faisant pas partie de la zone franc a fléchi de 17% en 1964 à 4,5% l'an dernier. Leur valeur est passée de \$8.400 à \$8.800 millions. Les importations de biens d'équipement et de produits semi-finis, qui avaient progressé de 20% et de 23% respectivement en 1964, ont augmenté de 4% et de 5% seulement, tandis que le pourcentage d'accroissement des achats de biens de consommation est tombé de 23 à 9%. Les importations de denrées alimentaires ont augmenté de 8%, contre 27% en 1964, l'insuffisance des approvisionnements en viande qui avait été la principale raison de leur expansion antérieure ayant été atténuée. Les importations de matières premières — combustibles non compris — ont continué de fléchir et n'ont représenté que 15% des importations totales l'an dernier, contre 22% en 1961. L'excédent d'exportations réalisé au titre des produits manufacturés est passé de \$390 à \$930 millions et pour les denrées alimentaires, de \$150 à \$250 millions. Le déficit de la balance commerciale avec les pays ne faisant pas partie de la zone franc a été ramené de \$1 milliard en 1964 à \$350 millions l'an dernier. Cette amélioration est due essentiellement à un redressement de la balance commerciale avec les principaux partenaires commerciaux de la France, l'Allemagne (avec un redressement de \$300 millions), les Etats-Unis (\$170 millions) et les Pays-Bas (\$90 millions). Les importations en provenance de la zone franc ont fléchi de \$110 millions l'an dernier, en raison principalement d'une réduction des achats de denrées alimentaires. Les exportations étant restées à leur niveau de 1964, la balance du commerce est passée d'un déficit de \$55 millions à un excédent du même ordre de grandeur.

Les recettes nettes provenant des services ont continué de fléchir, elles ont atteint \$130 millions, contre \$175 millions en 1964 et \$540 millions, chiffre record,

en 1960. La balance du tourisme s'est détériorée de \$65 millions, se soldant pour la première fois par un déficit. Les envois de fonds des travailleurs étrangers ont augmenté de \$230 à \$275 millions, en partie par suite d'un renforcement d'une centaine de milliers de personnes des effectifs de main-d'œuvre étrangère.

L'afflux net de capitaux privés à long terme a fléchi de \$525 millions en 1965 à \$360 millions l'an dernier, en raison principalement d'un accroissement des investissements français à l'étranger et, dans une certaine mesure, d'un ralentissement des investissements étrangers en France. Exprimés en chiffres nets, les investissements français à l'étranger sont passés de \$75 à \$175 millions. Cet écart d'une année à l'autre s'explique surtout par une vive progression des investissements directs, dont la valeur est passée de \$160 à \$235 millions, mais aussi par une réduction des ventes de valeurs mobilières étrangères détenues par des résidents français. Les investissements nets pour compte privé étranger en France, après avoir atteint \$600 millions en 1964, ont été ramenés l'an dernier à \$535 millions, montant qui demeure appréciable par rapport à celui des années précédentes. Les prêts d'une échéance supérieure à une année, qui sont toujours assujettis à la procédure d'autorisation préalable si cette échéance dépasse deux ans, ont diminué de \$50 millions, et les investissements de portefeuille de \$20 millions, vraisemblablement en raison de la tenue décevante du marché français des valeurs mobilières. Malgré la pression exercée par le gouvernement des États-Unis sur les entreprises américaines afin d'obtenir une limitation de leurs investissements à l'étranger, les investissements directs en France se sont tenus au même niveau qu'en 1964.

De 1959 à 1963, les autorités françaises ont utilisé une partie des excédents de paiements pour rembourser par anticipation leur dette extérieure. Aucun remboursement anticipé n'avait eu lieu en 1964; mais ceux-ci ont repris l'an dernier. Le 1<sup>er</sup> juillet, le solde de \$179 millions restant dû sur un emprunt contracté en 1945 auprès de la Banque Import-Export a été remboursé. La dette publique extérieure de la France, qui atteignait \$2.080 millions au total à la fin de 1958, a été ainsi réduite à \$454 millions à la fin de 1965.

*République fédérale d'Allemagne.* Après avoir fait apparaître un léger excédent en 1964, la balance des paiements courants a accusé un déficit de \$1,5 milliard l'an dernier, en raison principalement d'une diminution de l'excédent de la balance commerciale. Ce déficit a été toutefois comblé, à concurrence de moitié environ, par d'importantes entrées nettes de capitaux privés en majeure partie à court terme.

L'expansion vigoureuse de la demande a fait progresser les importations à \$17,6 milliards (+ 20%) alors que les exportations, avec \$17,9 milliards, ont fait ressortir un pourcentage d'accroissement égal à la moitié seulement du premier.

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

Postes	1964	année entière	1965				1966 1er trimestre
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
en millions de dollars E.U.							
Commerce							
Exportations (f.o.b.) . . . . .	16.230	17.910	4.345	4.350	4.310	4.905	4.740
Importations (c.a.f.) . . . . .	14.710	17.610	4.070	4.360	4.425	4.755	4.530
Balance commerciale . . . . .	+ 1.520	+ 300	+ 275	- 10	- 115	+ 150	+ 210
Services . . . . .	- 165	- 400	- 0	- 195	- 215	+ 10	- 85
Transferts gratuits . . . . .	- 1.235	- 1.455	- 340	- 445	- 340	- 330	- 360
Balance des paiements courants . . . . .	+ 120	- 1.555	- 65	- 650	- 670	- 170	- 235
Mouvements de capitaux à long terme							
Privés							
Opérations sur valeurs mobilières . . . . .	- 80	- 70	- 125	+ 15	+ 20	+ 20	- 110
Autres transactions . . . . .	+ 190	+ 565	+ 230	+ 115	+ 105	+ 115	+ 210
Total des transactions privées	+ 110	+ 495	+ 105	+ 130	+ 125	+ 135	+ 100
Officiels . . . . .	- 315	- 320	- 45	- 85	- 90	- 110	- 85
Total . . . . .	- 205	+ 175	+ 60	+ 45	+ 45	+ 25	+ 15
Balance des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme . . . . .	- 85	- 1.380	- 5	- 605	- 625	- 145	- 220
Mouvements de capitaux à court terme							
Privés <sup>2</sup> . . . . .	+ 45	+ 210	+ 70	+ 5	+ 75	+ 60	+ 95
Officiels <sup>3</sup> . . . . .	- 260	+ 335	+ 90	- 30	+ 145	+ 130	- 25
Total . . . . .	- 215	+ 545	+ 160	- 25	+ 220	+ 190	+ 70
Erreurs et omissions . . . . .	+ 395	+ 555	+ 260	+ 340	+ 135	- 180	+ 210
Balance totale (= variations des postes monétaires) . . . . .	+ 95	- 280	+ 415	- 280	- 270	- 135	+ 60

<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 de la position à l'égard du F.M.I au titre de la tranche-or et des avoirs de la Bundesbank compris dans les postes monétaires.

Après avoir atteint \$1,5 milliard pendant chacune des deux années précédentes, l'excédent d'exportation est tombé à \$300 millions.

En raison de la très grande activité des demandes intérieures et de l'intensification de la concurrence des produits d'origine étrangère sur le marché national, les importations d'articles manufacturés ont augmenté de 30% en 1965. Les achats à l'étranger de matériel militaire ont augmenté à peu près au même rythme que les achats de marchandises destinées à des utilisations civiles. Les importations de denrées alimentaires se sont accrues de 20%, en partie à cause de la médiocrité des récoltes, et celles de matières premières et de produits semi-manufacturés ont accusé, ensemble, une progression de 7%. Au cours du second semestre de 1965, les

importations de ces deux catégories de produits ont augmenté seulement de 2,5% par rapport à la période correspondante de 1964, d'une part, parce que la courbe ascendante du cycle de constitution des stocks avait passé son point d'inflexion, d'autre part, parce que l'augmentation de la production s'est ralentie dans les industries de transformation.

Comme dans d'autres pays industrialisés, les exportations ont augmenté de 10% en 1965. Celles à destination des pays de la C.E.E. se sont accrues de 7%, pendant que les importations en provenance de la même zone ont progressé de 30%. Pour la première fois, l'Allemagne fédérale a enregistré un déficit de \$355 millions dans ses échanges commerciaux avec les autres Etats membres de la C.E.E., contre un excédent de \$800 millions en 1964. Ce renversement a été dû, en tout premier lieu, à une aggravation de \$550 millions et de \$300 millions respectivement de la balance des échanges de marchandises avec l'Italie et la France. Les ventes à l'étranger ont fait preuve de stabilité pendant les trois premiers trimestres de 1965, puis se sont inscrites en très vive reprise pendant le dernier. Les importations, en revanche, se sont accrues à une cadence assez régulière pendant l'année tout entière, donnant naissance à un déséquilibre de caractère exceptionnel, de mars à septembre, qui a toutefois fait place à des excédents pendant le dernier trimestre. La tendance à l'amélioration s'est maintenue pendant les trois premiers mois de 1966, avec un excédent d'exportations de \$210 millions.

La situation de la balance des paiements courants s'est également ressentie d'une nouvelle aggravation des postes comptabilisant les services, où le déficit est passé, d'une année à l'autre, de \$165 à \$400 millions. Le changement le plus étendu a été relevé dans la balance du tourisme, où les dépenses nettes ont progressé de moins de \$500 millions en 1964 à \$665 millions l'an dernier. Les transferts de revenus de placements en Allemagne ont accusé, de leur côté, un accroissement de \$50 millions en chiffres nets. Les décaissements de devises en règlement de frais de transport, au contraire, ont fléchi de \$65 millions en dépit de la vive progression des achats à l'étranger. Les transferts sans contrepartie, dont le montant s'était stabilisé à \$1.235 millions pendant chacune des deux années précédentes, ont augmenté l'an dernier de \$220 millions, en raison d'une progression de même amplitude des paiements effectués au titre des réparations et des envois de fonds de travailleurs étrangers. L'effectif de la main-d'œuvre étrangère s'est accru de 231.000 entre septembre 1964 et septembre 1965, et les envois de fonds dans les pays d'origine ont atteint \$425 millions l'an dernier, dont \$150 millions à destination de l'Italie, \$75 millions à destination de la Grèce et le même montant à destination de l'Espagne, et \$65 millions à destination de la Turquie.

Les investissements privés pour compte étranger en Allemagne, qui avaient fortement diminué en 1964, ont repris sur une vaste échelle. En dépit d'un certain

accroissement des investissements privés pour compte allemand à l'étranger, l'afflux net de capitaux à long terme a augmenté de \$110 millions en 1964 à près de \$500 millions l'an dernier.

Les achats d'obligations allemandes pour compte étranger ont été de nouveau peu actifs; en revanche, les banques ont vendu à des étrangers un volume considérable de créances représentatives de prêts consentis à l'intérieur de leur pays et d'autres éléments d'actif. Les investissements directs pour le compte de non-résidents (source principale de fonds d'origine étrangère) se sont accrus de \$480 à \$760 millions. La totalité de ces investissements directs n'a toutefois pas provoqué un afflux correspondant de capitaux frais; quelque \$200 millions ont représenté, en effet, la consolidation de crédits à court terme, et \$125 millions le réinvestissement de bénéfices réalisés dans le pays. Les autres opérations sur capitaux à long terme avec l'étranger se sont développées de \$90 à \$210 millions.

Les investissements directs de l'Allemagne fédérale à l'étranger se sont élevés à \$295 millions en 1965, contre \$235 millions pendant l'année précédente. Les investissements de portefeuille, en revanche, ont diminué de \$220 millions en 1964 à \$180 millions l'an dernier. Sur ce montant, \$100 millions environ ont été représentés par des souscriptions de personnes résidant en Allemagne à des emprunts étrangers émis sur le marché allemand. Treize emprunts pour compte étranger, libellés en deutsche marks et se montant à \$325 millions au total, ont été placés l'an dernier. Les sorties nettes de ressources publiques, principalement à destination de pays en cours de développement, ont atteint, avec \$320 millions, un volume légèrement supérieur à celui de l'année précédente.

Les sorties nettes de capitaux à court terme de \$215 millions en 1964 ont fait place à un afflux net de 545 millions l'an dernier. Ce revirement s'est produit dans une très large mesure du côté du secteur public. Contrairement à ce qui s'était passé en 1964, en effet, les livraisons de matériel militaire d'origine étrangère ont atteint une valeur supérieure à celle des paiements effectués par la République fédérale d'Allemagne à ce même titre. Du côté du secteur privé, des entreprises allemandes ont adressé des appels accrus à l'emprunt à l'étranger, afin d'échapper aux restrictions de crédit en vigueur dans le pays. Les crédits de caractère financier ainsi obtenus sont passés, d'une année à l'autre, de \$45 à \$210 millions. En 1965, le poste «erreurs et omissions» a fait ressortir des excédents record: \$555 millions, contre \$395 millions pendant l'année précédente.

*Italie.* L'excédent global de paiements s'est accru de \$800 millions en 1964 à \$1.575 millions en 1965. Pour la seconde année de suite, le déficit de la balance commerciale a été réduit de \$1 milliard, en raison de la rapidité du développement des ventes à l'étranger, alors que le montant total des importations, qui avaient

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

Postes	1964	année entière	1965				1966
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	1er trimestre
en millions de dollars E.U.							
<b>Commerce</b>							
Importations (c.a.f.) . . . . .	7.070	7.130	1.705	1.715	1.760	1.950	1.970
Exportations (f.o.b.) . . . . .	5.580	6.655	1.510	1.610	1.750	1.785	1.845
Balance commerciale . . . . .	- 1.490	- 475	- 195	- 105	- 10	- 165	- 125
<b>Services</b>							
Tourisme . . . . .	+ 825	+ 1.080	+ 115	+ 245	+ 490	+ 210	+ 135
Envois de fonds des travailleurs . . .	+ 550	+ 675	+ 115	+ 175	+ 195	+ 190	+ 135
Transports . . . . .	+ 330	+ 360	+ 80	+ 95	+ 100	+ 85	+ 90
Divers . . . . .	+ 110	+ 10	+ 0	+ 5	+ 15	- 0	+ 10
Total . . . . .	+ 1.815	+ 2.105	+ 310	+ 510	+ 800	+ 485	+ 370
Balance des paiements courants	+ 325	+ 1.630	+ 115	+ 405	+ 790	+ 320	+ 245
<b>Mouvements de capitaux</b>							
Rapatriements de billets de banque	- 575	- 315	- 135	- 50	- 40	- 90	- 170
Investissements de non-résidents <sup>2</sup> . .	+ 1.090	+ 390	+ 115	+ 140	+ 55	+ 80	
Investissements de résidents <sup>2</sup> . . .	- 110	- 135	- 60	- 5	- 40	- 30	
Divers (y compris capitaux officiels)	+ 70	+ 5	+ 30	- 25	+ 30	- 30	
Total . . . . .	+ 475	- 55	- 50	+ 60	+ 5	- 70	- 170
Balance totale (= variations des postes monétaires) . . . . .	+ 800	+ 1.575	+ 65	+ 465	+ 795	+ 250	+ 75

<sup>1</sup> Sur la base des règlements. <sup>2</sup> Y compris les prêts.

fléchi en 1964, est pratiquement demeuré inchangé. Les recettes nettes des opérations invisibles se sont accrues de quelque \$300 millions. Pour la balance des mouvements de capitaux, au contraire, l'afflux net de \$475 millions en 1964 a fait place à des sorties nettes de \$55 millions.

Les importations, telles qu'elles sont enregistrées dans les statistiques douanières, après avoir atteint un maximum au cours du premier trimestre de 1964, ont accusé une chute brutale pendant les deux trimestres suivants, puis ce mouvement s'est renversé. Les importations ont fait des progrès pendant l'année 1965 tout entière pour atteindre, pendant le quatrième trimestre, 16% de plus que pendant la période correspondante de 1964. Ce mouvement reflète un accroissement de 23% des achats à l'étranger de denrées alimentaires qui représentent, en gros, un quart environ des importations totales, et une augmentation de 13% des achats d'autres marchandises. Parmi les produits autres que les denrées alimentaires, les importations de matières premières ont fortement progressé pendant la seconde moitié de l'année, et le mouvement a été suivi dans le secteur des biens de consommation, alors que les achats à l'étranger de biens d'équipement demeuraient à la traîne. Pour l'ensemble de l'année 1965, la valeur des importations a été de \$7.350

millions, soit 1% de plus seulement qu'en 1964. Les exportations se sont accrues de 21% pour atteindre \$7.200 millions, principalement en raison de l'activité des demandes émanant des pays de la C.E.E.

Du côté des services, la balance nette a accusé une amélioration de plus de \$300 millions, due, à concurrence des quatre cinquièmes, à l'accroissement des recettes nettes du tourisme. Le nombre de nuits passées par les touristes étrangers en Italie, qui avait légèrement fléchi en 1964, a de nouveau augmenté l'an dernier. Les envois de fonds d'émigrants et de travailleurs italiens temporairement occupés à l'étranger se sont élevés à \$675 millions, marquant ainsi un accroissement de 22% par rapport à leur montant de 1964. Cette augmentation des envois s'explique par l'amélioration à la fois des gains et par la progression de l'effectif des travailleurs italiens à l'étranger. Les recettes nettes de l'industrie des transports ont augmenté de \$30 millions, alors que l'excédent de \$110 millions provenant d'autres postes invisibles a pratiquement disparu.

En 1964, les postes des opérations en capital avaient fait ressortir une amélioration de \$800 millions du fait de la transformation de déficits en excédents, en partie en raison de l'ampleur des investissements directs des entreprises étrangères. L'an dernier, la balance des mouvements de capitaux a de nouveau fait apparaître un déficit (l'ampleur du revirement ayant atteint \$530 millions), dû presque entièrement à la chute brutale des investissements pour compte étranger en Italie et à des remboursements massifs à l'échéance d'emprunts précédemment contractés à l'étranger par des entreprises industrielles et commerciales italiennes.

Pendant le premier trimestre de 1966, l'excédent des paiements courants a été de \$245 millions, soit une augmentation de \$130 millions par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente. Ce progrès a été dû, à peu près également, à une réduction du déficit de la balance commerciale et à l'accroissement des recettes nettes provenant d'opérations invisibles.

*Belgique.* Après avoir été en équilibre en 1965, la balance des paiements courants a fait apparaître un excédent de \$150 millions. Du côté des opérations en capital, en revanche, un excédent a fait place à un léger déficit.

Avec la diminution de l'intensité des pressions exercées par la demande d'origine intérieure, les importations (telles qu'elles résultent des statistiques douanières) se sont accrues de 7,5% seulement, contre 16% en 1964. Le ralentissement a été particulièrement accentué pendant le premier semestre de l'année, au cours duquel les achats à l'étranger de matières premières et de biens d'équipement ont été à peine supérieurs à ceux de la période correspondante de l'année précédente. Les importations de biens de consommation durables, au contraire, ont progressé de 18%. Les ventes à l'étranger ont continué de se développer presque autant qu'en

1964 (14%). Les exportations de produits des constructions mécaniques, de métaux non ferreux et de produits chimiques se sont accrues de 20% environ, et celles des dérivés du fer et de l'acier et de produits textiles de 10% et 6% respectivement.

Exprimé en termes de balance des paiements, le déficit de la balance commerciale a été ramené de \$175 millions en 1964 à \$35 millions l'an dernier. Pendant le premier semestre, les résultats de la balance commerciale exprimés en termes de paiements avaient fait apparaître un excédent de \$40 millions. Les recettes nettes de la branche des services se sont accrues de \$10 à \$185 millions, en raison d'une compression des dépenses militaires à l'étranger.

Les entrées de capitaux (\$175 millions en 1964) ont fait place l'an dernier à des sorties nettes d'un montant de \$15 millions, principalement parce que les mouvements de ressources publiques (\$30 millions d'entrées nettes en 1964) ont provoqué des sorties nettes de \$110 millions, en raison du remboursement de dettes extérieures, de l'amortissement de la dette du Congo, aux termes de l'Accord signé en 1965, et d'un ralentissement des appels à l'emprunt du gouvernement à l'étranger. Les autres entrées nettes de capitaux identifiées, qui s'étaient sensiblement accrues en 1964, ont diminué de \$30 millions.

*Pays-Bas.* A la suite d'une diminution de l'afflux net de capitaux privés, les excédents globaux de paiements des Pays-Bas (\$65 millions en 1964) ont fait place à un déficit de \$30 millions l'an dernier.

Le déficit de la balance commerciale, qui avait atteint un maximum de \$765 millions en 1964, a diminué de \$100 millions environ en 1965, les exportations s'étant développées plus rapidement que les importations. Le pourcentage d'augmentation des achats à l'étranger – calculé à partir des statistiques douanières – a fléchi de 18 à 6% d'une année à l'autre. Ce recul reflète, dans une large mesure, le retour à des conditions plus normales dans le mouvement de constitution des stocks qui avait revêtu une ampleur exceptionnelle en 1964. En revanche, à la suite de l'accroissement des revenus disponibles, les importations de biens de consommation se sont accrues de quelque 20%. Vers la fin de 1965, les achats de véhicules de tourisme et d'appareils récepteurs de radio et de télévision se sont très fortement développés en prévision d'une augmentation de la taxe sur les achats. La cadence d'accroissement des exportations a fléchi de 17% en 1964 à 10% l'an dernier, en raison d'un ralentissement des demandes étrangères de produits industriels – ceux de la branche des constructions mécaniques en particulier, dont les ventes ont augmenté de 1% seulement contre 28% en 1964. Dans la branche des industries chimiques et des raffineries de pétrole brut, au contraire, les ventes à l'étranger ont continué de progresser très vivement.

**Pays-Bas: Balance des paiements.\***

Postes	1964	1965					1965 1er trimestre
		année entière	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
en millions de dollars E.U.							
<b>Commerce (f.o.b.)</b>							
Importations . . . . .	6.130	6.655	1.545	1.650	1.645	1.815	1.720
Exportations . . . . .	5.365	5.985	1.370	1.500	1.485	1.830	1.500
Balance commerciale . . . . .	- 765	- 670	- 175	- 150	- 160	- 185	- 220
<b>Services</b>							
Revenus des investissements . . . . .	+ 205	+ 200	+ 60	- 10	+ 100	+ 50	+ 10
Divers . . . . .	+ 445	+ 440	+ 115	+ 85	+ 120	+ 120	+ 75
Total . . . . .	+ 650	+ 640	+ 175	+ 75	+ 220	+ 170	+ 85
Balance des paiements courants	- 115	- 30	+ 0	- 75	+ 60	- 15	- 135
<b>Mouvements de capitaux</b>							
<b>Capitaux privés à long terme</b>							
Néerlandais . . . . .	- 145	- 280	- 45	- 95	- 60	- 80	- 130
Etrangers . . . . .	+ 285	+ 305	+ 85	+ 95	+ 80	+ 45	+ 95
Bancaires . . . . .	- 20	- 25	- 5	- 15	- 0	- 5	- 20
Capitaux privés à court terme . . . . .	+ 90	+ 35	+ 15	+ 15	- 20	+ 25	+ 35
Total des mouvements de capitaux privés . . . . .	+ 210	+ 35	+ 50	- 0	+ 0	- 15	- 20
Capitaux officiels . . . . .	- 30	- 35	- 5	- 10	- 10	- 10	- 5
Balance des mouvements de capitaux . . . . .	+ 180	+ 0	+ 45	- 10	- 10	- 25	- 25
Balance totale (= variations des postes monétaires) . . . . .	+ 65	- 30	+ 45	- 85	+ 50	- 40	- 160

\* Sur la base des règlements.

Si on tient compte d'un léger fléchissement des recettes nettes provenant d'opérations invisibles, le déficit des paiements courants a été réduit de \$115 millions en 1964 à \$30 millions l'an dernier.

Après avoir atteint \$120 millions en 1964, l'afflux net de capitaux privés à long terme a pratiquement cessé en 1965. Les apports de capitaux étrangers, qui se tenaient depuis 1958 à quelque \$270 millions par an en moyenne, ont atteint en 1965 \$305 millions, en raison principalement d'une augmentation des achats de valeurs néerlandaises par des non-résidents. Les sorties de capitaux néerlandais se sont accrues, de leur côté, de \$145 à \$280 millions d'une année à l'autre. Ce mouvement s'explique, à concurrence de plus des deux tiers, par une expansion des crédits consentis à des non-résidents et, pour le solde, par l'accroissement des achats de valeurs étrangères.

*Autriche.* La balance des paiements courants, après avoir été en excédent pour \$60 millions en 1964, a fait apparaître un léger déficit l'an dernier; en même temps, les sorties nettes de capitaux ont été un peu plus importantes que pendant l'année précédente. En fin de compte, des excédents globaux de paiements de \$95 millions en 1964 ont fait place à un déficit de \$60 millions l'année suivante.

L'aggravation de la situation de la balance des paiements courants a été due entièrement à une augmentation des importations qui s'est accélérée pendant le quatrième trimestre de l'an dernier. Pour l'ensemble de 1965, les achats à l'étranger se sont accrus de 13%, soit un peu plus qu'en 1964. Les augmentations les plus considérables ont été relevées dans les importations de produits alimentaires, en raison de la médiocrité des récoltes et dans les achats à l'étranger de machines et matériel de transport qui se sont accrus de 16%. Les exportations ont augmenté de 11%, soit un peu plus que pendant l'année précédente. Toutefois, les ventes à l'étranger de produits semi-manufacturés et manufacturés, y compris les machines et le matériel de transport (qui représentent les trois quarts du total de ces ventes), se sont un peu moins accrues qu'en 1964. Les exportations de denrées alimentaires, au contraire, qui avaient fléchi pendant l'année précédente, se sont inscrites en vive reprise en 1965.

L'excédent d'importations est passé d'une année à l'autre de \$415 à \$500 millions. Pour la première fois depuis 1961, il n'a pas été comblé en totalité par les recettes provenant d'opérations invisibles qui ont atteint \$490 millions. Les recettes nettes de la balance du tourisme ont augmenté de \$385 millions en 1964 à \$420 millions l'an dernier, soit une augmentation de 9%, contre 23% en 1964. Les recettes nettes d'autres services et les transferts sans contrepartie ont fléchi de \$90 à \$70 millions.

Après avoir compté, pendant quelques années, au nombre des pays importateurs nets de capitaux, la situation de l'Autriche s'est renversée en 1964 et les sorties nettes ont atteint \$50 millions l'an dernier. Ce renversement s'explique dans une large mesure par un accroissement des crédits consentis à des emprunteurs étrangers — notamment par l'octroi de facilités bancaires à des pays de l'Europe de l'Est — et par l'importance des remboursements de crédits obtenus à l'étranger. Le volume net des prêts à des clients étrangers est en effet passé de \$50 à \$110 millions, alors que le volume des emprunts nets à l'étranger a diminué de \$75 à \$10 millions. Les investissements pour compte étranger en Autriche ont été un peu plus élevés en 1965 qu'en 1964, l'activité s'étant déplacée des investissements de portefeuille vers les investissements directs.

*Suisse.* Les mesures de lutte contre l'inflation appliquées en 1964 ont donné des résultats en 1965. L'effet de modération exercé sur la demande s'est reflété très clairement dans les mouvements du déficit de la balance des paiements courants

qui, après s'être accru à un rythme soutenu pendant les quatre années précédentes, a été ramené de \$410 millions en 1964 à \$130 millions l'an dernier.

Les importations de marchandises, qui augmentaient déjà à une cadence plus lente vers le milieu de 1964, ont fait preuve pratiquement de stabilité pendant les trois premiers mois de 1965, mais se sont de nouveau inscrites en reprise vers la fin de l'année. Par rapport à 1964, l'augmentation des importations a été inférieure à 3%; les achats à l'étranger de biens d'équipement ont même légèrement diminué. Le pourcentage d'augmentation des exportations s'est accru d'une année à l'autre de 10 à 12%, de sorte que le déficit de la balance commerciale a pu être ramené de \$945 à \$710 millions. Sur cette augmentation de \$325 millions des ventes à l'étranger, 40% environ ont pris le chemin de la République fédérale d'Allemagne et de l'Amérique du Nord; le solde a été assez uniformément réparti entre les autres clients étrangers de la Suisse.

Les recettes nettes des services ont augmenté, d'après les estimations, de \$535 millions en 1964 à \$580 millions l'an dernier. A la suite de la compression, par voie d'autorité, des effectifs de main-d'œuvre étrangère, les envois de fonds des travailleurs étrangers n'ont accusé aucune augmentation d'une année à l'autre. Du côté des recettes, les conditions climatiques peu favorables en 1965 ont provoqué, semble-t-il, une certaine réduction des apports de devises des touristes; en revanche, les recettes nettes provenant de placements à l'étranger ont continué d'augmenter.

Du côté des mouvements de capitaux identifiés, les émissions pour compte étranger en Suisse ont fléchi de \$65 à \$60 millions en chiffres nets de 1964 à 1965, et les exportations de ressources publiques, sous forme d'aide au développement, ont quelque peu augmenté. L'afflux net de capitaux à court et à long terme, calculé en faisant la différence entre les fluctuations des réserves officielles et la balance des paiements courants, a diminué de \$555 millions en 1964 à \$190 millions l'an dernier. Ce recul s'explique principalement, semble-t-il, par les mesures prises en 1964 pour contenir l'afflux de capitaux étrangers, par l'amélioration, à certaines périodes de 1965, de la position intérieure de liquidité de l'économie et par le ralentissement des ventes suisses de valeurs mobilières sur le marché des capitaux d'Allemagne fédérale et des Etats-Unis.

La situation des balances des paiements courants des quatre pays nordiques s'est détériorée l'an dernier mais, sauf dans le cas de la Finlande, les déficits ont été largement compensés par les afflux nets de capitaux.

Au *Danemark*, le mouvement d'expansion économique, qui se déroule de façon presque ininterrompue depuis 1958, s'est poursuivi l'an dernier. Après avoir atteint \$215 millions en 1964, le déficit de la balance commerciale s'est élargi à

\$285 millions en 1965, l'aggravation étant intervenue en totalité pendant la première moitié de l'année. Les importations ont progressé de 8%, contre 23% en 1964. La cadence d'accroissement des exportations a fléchi d'une année à l'autre de 11 à 9%. Les ventes à l'étranger de produits manufacturés se sont accrues de 11%, mais les exportations de produits agricoles ont augmenté de 4% seulement.

En 1965, les recettes nettes des opérations invisibles se sont améliorées de \$15 millions pour atteindre \$175 millions. L'augmentation des recettes de fret a été en partie compensée par un fléchissement des recettes du tourisme et un accroissement des transferts unilatéraux.

L'afflux net de capitaux a fléchi de \$170 millions en 1964 à \$130 millions en 1965. Du fait de l'interdiction des emprunts par les collectivités locales et par les entreprises d'Etat de juin 1964 à juin 1965 et de l'adoption, après cette date, d'un système d'autorisation préalable, les appels à l'emprunt des administrations publiques à l'étranger ont diminué de \$120 à \$20 millions. En revanche, les investissements directs pour compte étranger au Danemark se sont accrues de \$25 millions, et les crédits commerciaux obtenus à l'étranger ont augmenté de \$40 millions, en raison des restrictions de crédit appliquées à l'intérieur du pays.

*Finlande.* En 1964 et en 1965, le déficit des paiements courants s'est élevé à quelque \$180 millions. S'il a été compensé, pendant la première année, par un afflux de capitaux considérable, tel n'a pas été le cas l'an dernier, parce que l'exécution du programme de redressement de la balance des paiements aux Etats-Unis a eu pour effet de limiter les possibilités d'emprunt de la Finlande sur le marché de New York et aussi, indirectement, sur les marchés des capitaux d'Europe.

Pour des raisons d'ordre saisonnier, les exportations de la Finlande ont été moins importantes pendant la première moitié de l'année que pendant la seconde; mais, comme en 1964, elles se sont accrues à une cadence assez régulière pendant toute l'année 1965. Le pourcentage d'accroissement des importations, au contraire, a fortement fléchi. Entre la première moitié de 1964 et la première moitié de 1965, l'excédent d'importations est passé de \$155 à \$185 millions, mais entre les deux second semestres des années considérées, il a fléchi de \$65 à \$40 millions. Ce recul s'explique par le resserrement de la politique du crédit au printemps 1965 et, dans une plus large mesure encore, par l'application de mesures spécifiques, relèvement des droits sur les véhicules automobiles et renforcement des restrictions frappant les ventes à crédit par exemple. Les termes de l'échange ont continué de s'améliorer: les prix des produits exportés se sont accrues de 6,5% et ceux des produits importés de 3%. Alors qu'en 1964 les émissions d'emprunts à long terme à l'étranger étaient montées

à \$155 millions au total, elles ont atteint, l'an dernier, \$55 millions seulement. En fin de compte, l'afflux de capitaux à long terme a fléchi, d'une année à l'autre, de \$155 à \$35 millions.

Le déficit de la balance des paiements courants de la *Norvège* est passé de \$75 millions en 1964 à \$100 millions l'an dernier, mais il a été largement couvert par des entrées de capitaux. L'excédent d'importations s'est accru de \$705 à \$775 millions, plus de la moitié de cette différence représentant des achats nets de navires. Les importations d'autres marchandises se sont accrues de \$140 millions, soit de 8%, et les exportations de \$115 millions, soit de 10%. L'accroissement des exportations a été dû, à concurrence de plus des deux tiers, à l'augmentation des ventes de poisson et de conserves de poisson, car la campagne de pêche de 1965 a été particulièrement satisfaisante. Les recettes nettes de fret ont augmenté de \$60 millions et ont représenté la totalité de l'accroissement des recettes nettes des opérations invisibles.

Outre que le poste «erreurs et omissions» a fait apparaître un excédent, l'afflux de capitaux identifiés, tel qu'il résulte des statistiques, s'est élevé à \$230 millions, soit presque \$100 millions de plus qu'en 1964. Cette amélioration s'explique, à concurrence de \$45 millions, par un accroissement des emprunts à l'étranger des compagnies de navigation et par un fléchissement des transferts effectués au titre de l'amortissement de leurs dettes. Les autres emprunts du secteur privé de l'économie à l'étranger se sont accrues de \$65 millions; en revanche, ceux du secteur public ont diminué de \$20 millions.

*Suède.* A peu près en équilibre au cours des années précédentes, la balance des paiements courants a fait apparaître un déficit de \$290 millions en 1965, en raison principalement d'une aggravation du déficit de la balance commerciale, qui est passé de \$180 millions en 1964 à \$405 millions l'an dernier. Sous l'effet de l'intensité des pressions exercées par les demandes d'origine intérieure, les importations ont de nouveau augmenté de 13,5% l'an dernier; en même temps, le rythme d'accroissement des exportations a fléchi de 15 à 8%, reflétant un ralentissement des demandes étrangères de matières premières telles que pâte à papier, papier et minerai de fer. Les recettes nettes des opérations invisibles ont fléchi une fois de plus de \$160 à \$115 millions. Depuis un certain nombre d'années, les recettes de fret augmentent beaucoup moins que les décaissements au titre de règlements d'autres services, tourisme en particulier, de sorte que les recettes nettes invisibles ont été réduites de moitié depuis 1960.

Le déficit des paiements courants a été plus que compensé par des entrées nettes de capitaux et par un excédent au titre des opérations non identifiées, pour

un montant de \$315 millions au total. Exprimés en chiffres nets, les afflux de capitaux identifiés sont passés de \$55 millions en 1964 à \$95 millions l'an dernier, en raison principalement d'un ralentissement des investissements directs de la Suède à l'étranger. Le poste « erreurs et omissions », qui comprend un volume assez stable et assez considérable de recettes nettes courantes, s'est amélioré de \$155 à \$220 millions.

*Espagne.* Le mouvement de croissance accéléré de l'économie espagnole, combiné avec un vif recul de la production agricole pendant les deux dernières campagnes dû à des difficultés d'adaptation et à des conditions climatiques peu favorables, a provoqué une forte aggravation de la situation de la balance des paiements l'an dernier. Ces dernières années, la situation avait été caractérisée par un élargissement du déficit de la balance commerciale, compensé, et au-delà, par un accroissement des recettes en provenance des services et des envois de fonds des travailleurs émigrés et un afflux régulier de capitaux à long terme. L'an dernier, au contraire, l'accroissement des importations, combiné avec le plafonnement des exportations et un fléchissement des apports de capitaux étrangers à long terme, ont provoqué l'apparition d'un déficit des paiements de base de \$190 millions, contre un excédent de \$325 millions en 1964.

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

Postes	1964	1965				
		année entière	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en millions de dollars E.U.						
<b>Commerce (f.o.b.)</b>						
Exportations . . . . .	1.995	2.715	595	640	735	745
Importations . . . . .	1.000	1.045	300	260	225	260
<b>Balance commerciale . . . . .</b>	<b>- 995</b>	<b>-1.670</b>	<b>- 295</b>	<b>- 380</b>	<b>- 510</b>	<b>- 485</b>
<b>Services . . . . .</b>	<b>+ 860</b>	<b>+ 980</b>	<b>+ 125</b>	<b>+ 200</b>	<b>+ 415</b>	<b>+ 240</b>
Transferts gratuits <sup>2</sup> . . . . .	+ 195	+ 300	+ 75	+ 80	+ 85	+ 60
<b>Balance des paiements courants . . . . .</b>	<b>+ 60</b>	<b>- 390</b>	<b>- 95</b>	<b>- 100</b>	<b>- 10</b>	<b>- 185</b>
<b>Mouvements de capitaux à long terme . . . . .</b>	<b>+ 265</b>	<b>+ 200</b>	<b>+ 70</b>	<b>+ 20</b>	<b>+ 50</b>	<b>+ 60</b>
<b>Balance des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme . . . . .</b>	<b>+ 325</b>	<b>- 190</b>	<b>- 25</b>	<b>- 80</b>	<b>+ 40</b>	<b>- 125</b>
<b>Mouvements de capitaux à court terme, plus erreurs et omissions . . . . .</b>	<b>+ 40</b>	<b>+ 85</b>	<b>+ 20</b>	<b>+ 25</b>	<b>+ 30</b>	<b>+ 10</b>
<b>Balance totale (= variations des réserves officielles) . . . . .</b>	<b>+ 365</b>	<b>- 105</b>	<b>- 5</b>	<b>- 55</b>	<b>+ 70</b>	<b>- 115</b>

<sup>1</sup> Sur la base des règlements. <sup>2</sup> Il s'agit essentiellement d'envois de fonds des travailleurs émigrés.

D'après les statistiques douanières, les importations ont fait un bond de 34%, pour atteindre \$3 milliards. Ce mouvement s'est produit pendant le second trimestre de l'année et a été la conséquence directe de la politique d'accroissement des importations en vue de contenir la hausse des prix des denrées alimentaires. Pendant le trimestre considéré, les importations de denrées alimentaires ont progressé de 70% par rapport au trimestre correspondant de 1964; d'un trimestre à l'autre, les importations totales ont augmenté de 45%. La cadence d'accroissement des importations, tout en demeurant extrêmement élevée, a quelque peu diminué pendant la seconde moitié de l'année, les importations de denrées alimentaires ayant accusé une hausse de 50% et les importations totales ayant augmenté de 37% par rapport au semestre correspondant de l'année précédente.

En 1965, les importations de produits manufacturés ont augmenté de 38% et celles de biens d'équipement de 27%. L'augmentation des revenus distribués, combinée avec de nouvelles mesures de libération des échanges, ont provoqué une progression de 50% des achats à l'étranger d'autres produits manufacturés, de sorte que, pour la première fois depuis cinq ans, ces achats ont dépassé ceux de biens d'équipement. Le ralentissement de la cadence des importations de biens d'équipement a peut-être été lié à la crise dans l'agriculture et dans l'industrie textile. En fin de compte, les achats à l'étranger de produits manufacturés se sont élevés à 58% des importations totales en 1965, contre 42% en 1961.

Sur la base des statistiques douanières, la valeur des exportations a légèrement fléchi, de \$955 à \$945 millions. Les exportations de produits manufacturés ont augmenté de 19%, celles de produits agricoles, huile d'olive principalement, ont fortement fléchi.

L'excédent net des postes comptabilisant les services s'est accru, d'une année à l'autre, de \$860 à \$980 millions, progrès qui peut paraître assez modeste par rapport à ceux des dernières années. Les recettes des services ont augmenté de \$1.150 à \$1.425 millions, mais les dépenses de règlement de services (bien qu'atteignant un montant beaucoup moins élevé) se sont accrues de plus de 50%, passant de \$290 à \$440 millions. Les recettes provenant de transferts sans contrepartie, envois de fonds d'émigrants principalement, ont augmenté de \$200 à \$300 millions, en raison de l'augmentation des effectifs d'ouvriers espagnols travaillant à l'étranger et aussi de l'accroissement de leurs gains. En définitive, la balance des paiements courants, qui avait été en excédent de \$60 millions en 1964, a fait apparaître un déficit de \$390 millions l'an dernier. En même temps, les entrées nettes de capitaux à long terme ont accusé, de 1964 à 1965, un fléchissement de \$265 à \$200 millions. Bien que les recettes provenant d'apports de capitaux à court terme et d'opérations non identifiées se soient accrues d'une année à l'autre de \$40 à \$85 millions, les réserves monétaires de l'Espagne ont fléchi de \$105 millions.

En *Grèce*, l'expansion rapide des importations a provoqué une aggravation du déficit de la balance commerciale, qui est passé de \$575 à \$700 millions. Les recettes au titre des services et des transferts, qui avaient diminué en 1964, ont remonté l'an dernier, passant de \$375 à \$435 millions. Les entrées nettes de capitaux n'ayant pas couvert le déficit des paiements courants, les réserves officielles ont fléchi de \$25 millions.

En *Irlande*, les importations ont continué de progresser en 1965, tandis que les exportations ont plafonné, en raison principalement d'une diminution des ventes de bétail. Malgré l'accroissement des recettes du tourisme, le déficit des paiements courants est passé de \$90 à \$125 millions. Les entrées nettes de capitaux, assez élevées en 1964, avec \$105 millions, ont fléchi à \$75 millions; aussi la balance globale est-elle passée d'un léger excédent à un déficit de \$50 millions, qui a été couvert par des prélèvements sur les réserves.

En *Islande*, le déficit de la balance commerciale en 1965 a été exactement de \$8 millions, chiffre inférieur à celui de l'année précédente; les exportations se sont en effet développées de façon satisfaisante, tandis que l'accroissement des importations s'est ralenti, en raison d'une réduction des achats de bateaux de pêche et d'avions. Bien que l'augmentation des recettes nettes provenant des services ait été annulée par une réduction des importations de capitaux, les réserves ont enregistré une progression de \$7 millions — légèrement supérieure à celle de 1964.

En *Turquie*, les exportations se sont développées à une cadence plus rapide que les importations, et le déficit de la balance commerciale a quelque peu diminué. Comme les recettes invisibles nettes ont été de surcroît gonflées par un accroissement des envois de fonds des travailleurs émigrés, le déficit des paiements courants a été ramené de \$105 à \$80 millions et, malgré un fléchissement de \$30 millions des entrées nettes de capitaux, la position des réserves s'est améliorée de \$10 millions.

*Japon*. L'évolution de la balance des paiements a été dominée, en 1965, par le mouvement de récession à l'intérieur du pays. L'augmentation des importations a été freinée par le ralentissement d'activité des demandes qui a constitué, en même temps, un puissant encouragement pour les exportations. Le pourcentage d'accroissement des importations (calculées sur la base f.o.b.) a diminué de 14 à 2%, pendant que celui des exportations a continué de progresser pour atteindre 24%; de ce fait, l'excédent de la balance commerciale (\$365 millions en 1964) a atteint le chiffre sans précédent de \$1.900 millions l'an dernier. Le développement des exportations s'explique, à concurrence des deux tiers, par l'accroissement des ventes de machines, de matériel de transport, de métaux et de produits métallurgiques.

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

Postes	1964	1965		
		année entière	1er semestre	2ème semestre
en millions de dollars E.U.				
<b>Commerce (f.o.b.)</b>				
Importations . . . . .	6.330	6.430	3.290	3.140
Exportations . . . . .	6.695	8.330	3.875	4.455
<b>Balance commerciale . . . . .</b>	<b>+ 365</b>	<b>+ 1.900</b>	<b>+ 585</b>	<b>+ 1.315</b>
<b>Services (en chiffres nets)</b>				
Transports . . . . .	- 475	- 550	- 245	- 305
Revenus des investissements . . . . .	- 195	- 190	- 100	- 90
Divers <sup>2</sup> . . . . .	- 175	- 230	- 130	- 100
<b>Total . . . . .</b>	<b>- 845</b>	<b>- 970</b>	<b>- 475</b>	<b>- 495</b>
<b>Balance des paiements courants . . . . .</b>	<b>- 480</b>	<b>+ 930</b>	<b>+ 110</b>	<b>+ 620</b>
<b>Mouvements de capitaux à long terme . . . . .</b>	<b>+ 110</b>	<b>- 405</b>	<b>- 125</b>	<b>- 280</b>
<b>Balance des paiements courants et des     mouvements de capitaux à long terme . . . . .</b>	<b>- 370</b>	<b>+ 525</b>	<b>- 15</b>	<b>+ 540</b>
<b>Mouvements de capitaux à court terme . . . . .</b>	<b>+ 250</b>	<b>- 65</b>	<b>+ 30</b>	<b>- 95</b>
<b>Erreurs et omissions . . . . .</b>	<b>+ 10</b>	<b>- 50</b>	<b>+ 15</b>	<b>- 65</b>
<b>Balance totale (= variations des     postes monétaires) . . . . .</b>	<b>- 110</b>	<b>+ 410</b>	<b>+ 30</b>	<b>+ 380</b>

<sup>1</sup> Sur la base des transactions.   <sup>2</sup> Y compris les transferts gratuits.

Avec un pourcentage approchant 35 %, l'augmentation des ventes aux Etats-Unis et à l'Afrique a été la plus accentuée; toutefois, les exportations à destination de l'Europe occidentale se sont accrues de 25 %.

L'augmentation des frais de transport et des transferts d'intérêts et de dividendes à l'étranger ont été les causes principales du nouvel accroissement du déficit des opérations invisibles, qui est passé de \$845 millions en 1964 à \$970 millions l'an dernier, ce qui n'a pas empêché la balance des opérations courantes d'enregistrer un excédent de \$930 millions en 1965, au lieu d'un déficit de \$480 millions l'année précédente.

Du fait du ralentissement du rythme des investissements à l'intérieur, les \$110 millions d'entrées nettes de capitaux à long terme de 1964 ont fait place l'an dernier à des sorties de \$405 millions. En dépit de ce mouvement, l'excédent de la balance des paiements de base a atteint, avec \$525 millions, le chiffre le plus élevé qui ait jamais été enregistré. Comme la position de liquidité de l'économie était satisfaisante, ces excédents ont été compensés en partie par des sorties de capitaux à court terme, principalement sous forme de crédits à l'exportation, de sorte que la balance générale des paiements a fait apparaître, en fin de compte, un excédent de \$410 millions.

### **Politique commerciale.**

Au point de vue de la collaboration commerciale internationale, les progrès réalisés en 1965 ont été limités. Des désaccords au sein de la C.E.E. ont empêché d'aller de l'avant dans la négociation Kennedy sur les tarifs douaniers, et la signature d'un nombre croissant d'arrangements régionaux ou de caractère bilatéral constitue autant d'atteintes au principe de la non-discrimination, qui figure dans les dispositions de l'Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce.

Les progrès rapides vers une intégration économique plus étroite des pays membres de la C.E.E. ont été bloqués à la fin juin 1965, le Conseil des Ministres n'ayant pas réussi à se mettre d'accord sur le financement de la politique agricole commune et sur l'extension des pouvoirs du Parlement européen. Les organismes communs de commercialisation des produits agricoles ont cependant continué de fonctionner, et la réduction de 10% des tarifs douaniers intérieurs, qui avait été décidée précédemment, a été appliquée le 1<sup>er</sup> janvier 1966. A la suite de cette réduction, les droits de douane sur les produits industriels ne représentent plus que 20% du niveau auquel ils se tenaient à l'origine. Les droits de douane sur les produits agricoles dont la commercialisation ne s'effectue pas par un organisme commun ont été ramenés à 40-45% de leur niveau d'origine.

Un accord relatif à la poursuite du démantèlement des tarifs douaniers et au financement de la politique agricole a été conclu le 11 mai 1966. Le 1<sup>er</sup> juillet 1967, les droits de douane intracommunautaires sur les produits industriels subiront une nouvelle réduction de 5%, et les derniers 15% seront abolis une année plus tard. En ce qui concerne la politique agricole commune, des marchés unifiés devront être créés entre le milieu de 1967 et le milieu de 1968 pour tous les principaux produits. Les paiements compensateurs afférents aux ventes réalisées aux prix mondiaux en dehors de la C.E.E. et le règlement des frais de soutien des marchés seront effectués, à partir du milieu de 1967, avec les ressources du Fonds Européen d'orientation et de garantie.

Jusqu'ici, les ajustements destinés à préparer l'entrée en vigueur du tarif extérieur commun de la C.E.E. ont été effectués sur une base inférieure de 20% au tarif définitif. En avril 1966, le Conseil des Ministres a décidé qu'à compter du 1<sup>er</sup> juillet cette réduction de 20% ne s'appliquera plus qu'à quelque 1200 positions de la nomenclature douanière, qui ne sont pas assujetties à des réductions linéaires dans la négociation Kennedy. Au point de vue des relations commerciales internationales, les négociations visant à faire du Nigeria un pays associé bénéficiant, pour ses exportations à destination de la C.E.E., du régime privilégié accordé aux dix-huit Etats africains adhérents à la Convention de Yaoundé ont pris fin en juillet 1965. Des négociations avec l'Autriche au sujet de la création

d'un lien entre ce pays et la C.E.E. ont été entamées en mars 1965, mais elles ne sont pas encore terminées.

Les réductions des tarifs douaniers à l'intérieur de l'A.E.L.E. s'effectuent conformément aux plans; les droits de douane entre pays membres ont été abaissés de 10% le 1<sup>er</sup> janvier 1966. L'abolition des 20% des droits sur les produits industriels est prévue pour la fin de l'année en cours. A partir du 1<sup>er</sup> janvier 1967, il sera interdit de faire bénéficier les ventes à l'étranger de produits d'origine industrielle à la fois d'exemptions de droits à l'exportation et du remboursement de certains impôts indirects. Le 21 janvier 1966, le gouvernement de la Grande-Bretagne a fait part de son intention d'apporter des aménagements au système de dégrèvements fiscaux en faveur des exportations. En mai 1966, le Chancelier de l'Echiquier a annoncé que la taxe complétoire de 10% à l'importation serait abolie en novembre.

L'Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce compte maintenant soixante-sept parties contractantes, y compris la Suisse qui est devenue, en avril 1966, membre à part entière. Au cours de la trente-troisième session, tenue en mars-avril 1966, les Parties Contractantes ont pris note de l'accord en date du 31 août 1965 portant création d'une zone de libre-échange comprenant l'Australie et la Nouvelle-Zélande, et d'un accord de même nature signé en décembre entre la Grande-Bretagne et l'Irlande (il convient de noter que ce dernier pays n'est pas membre de l'organisation). Au cours de la même session, l'Australie a été autorisée à apporter des dérogations à la clause de la nation la plus favorisée, afin de pouvoir consentir des tarifs préférentiels à des pays en voie de développement.

En ce qui concerne la négociation Kennedy, les pays participants ont présenté, en novembre 1964, les listes de produits industriels qui doivent être exclus de l'application d'une réduction linéaire de 50% des tarifs. Les discussions engagées à ce sujet n'ont pas donné de résultats tangibles. Les négociations sur l'acier et les produits chimiques ont commencé en mai 1966; le désaccord porte sur le fait que les tarifs douaniers appliqués par les Etats-Unis aux produits chimiques sont calculés sur la base des prix de vente à l'intérieur du pays et non pas sur la valeur même des produits importés. En ce qui concerne les produits agricoles, des négociations sur les céréales ont été engagées en mai 1965. En septembre dernier, treize pays ont fait connaître les concessions qu'ils acceptaient d'accorder pour des produits autres que les céréales. La C.E.E. n'a pas encore communiqué sa position sur cette question. Etant donné que les pouvoirs accordés au Président des Etats-Unis pour négocier des réductions de tarifs douaniers aux termes du Trade Expansion Act expirent vers le milieu de 1967, le délai dont on dispose pour conclure un accord est de plus en plus réduit.

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

La cadence d'augmentation du volume des liquidités internationales a fléchi de \$3,9 milliards en 1964 à \$900 millions l'an dernier. Nombre de facteurs peuvent être invoqués pour expliquer ce ralentissement.

A la suite de la très vive recrudescence des demandes d'or pour des fins non monétaires, les disponibilités de métal pour accroître les réserves officielles des pays occidentaux ont représenté l'an dernier l'équivalent de \$250 millions seulement, contre \$900 millions en 1964. L'encaisse du Trésor fédéral des Etats-Unis a diminué de \$1,7 milliard et celle des pays de l'Europe occidentale s'est accrue de \$1,9 milliard.

Avec la compression du déficit global de paiements des Etats-Unis et la tendance de plus en plus marquée des pays en excédent à convertir des dollars en or, l'accroissement des avoirs en devises (y compris les Bons non négociables du Trésor des Etats-Unis détenus par des autorités monétaires étrangères) a été de \$600 millions environ, contre \$3,1 milliards pendant l'année précédente. Le principal facteur d'accroissement de cette composante des liquidités internationales en 1965 a été un renforcement de \$400 millions des avoirs en dollars de personnes physiques et morales autres que des organismes officiels.

Enfin, l'augmentation de la masse des liquidités internationales a été freinée l'an dernier dans la mesure où les déficits de paiements des deux pays à monnaie de réserve — Grande-Bretagne principalement — ont été financés par des tirages sur les ressources du Fonds Monétaire International. Etant donné, en effet, que les variations des positions des Etats membres envers cet organisme sont calculées en chiffres nets, le financement des excédents et des déficits par des appels au F.M.I. n'exerce, au point de vue statistique, aucune répercussion sur la masse totale des liquidités.

En ce qui concerne la répartition, le point essentiel à considérer est que la position de liquidité extérieure des Etats-Unis et de la Grande-Bretagne s'est affaiblie de \$1,2 milliard et de \$300 millions respectivement, alors que celle de l'Europe continentale et du reste des pays du monde s'est renforcée de \$1,7 milliard et de \$700 millions respectivement. Pour la troisième année de suite, les pays en cours de développement ont accru leur stock de moyens de règlements internationaux, avec un gain de \$1,1 milliard environ en 1965, soit à peu près \$300 millions de plus qu'en 1964.

Exprimés en chiffres bruts, les tirages sur le F.M.I. ont atteint \$2,4 milliards, soit un peu moins qu'en 1961. En chiffres nets (\$1,7 milliard), ils se sont situés au niveau le plus élevé depuis que le Fonds a commencé ses opérations. La position

nette de la Grande-Bretagne envers le Fonds s'est aggravée de \$1,4 milliard en 1965; celle des pays occidentaux du continent européen envers le F.M.I. et les A.G.E. s'est améliorée de \$1,1 milliard. La position nette envers le F.M.I. du groupe des pays en voie de développement n'a pratiquement pas varié.

Si le dollar a fait preuve d'une tenue plus satisfaisante après la mise en route du programme de restrictions volontaire aux Etats-Unis, la situation sur le marché des changes et sur le marché des métaux précieux a été assez agitée, dans l'ensemble, pendant les neuf premiers mois de 1965. La livre sterling a subi à maintes reprises des pressions accentuées, et la demande d'or à des fins non monétaires a revêtu, à certains moments, une intensité exceptionnelle. Les cours de l'or ont fléchi après la reprise des ventes pour le compte de l'Union Soviétique en août 1965. L'annonce, au début de septembre, de la conclusion d'un arrangement portant octroi d'une nouvelle aide à la Grande-Bretagne par un groupe de banques centrales a provoqué un revirement d'attitude marqué en faveur de la livre sterling dans les milieux du marché des changes. Le marché a été relativement calme pendant les premiers mois de 1966, mais la livre sterling a subi une pression en mai et au début de juin.

### **Production et marchés de l'or.**

La production mondiale d'or (U.R.S.S., autres pays d'Europe de l'Est, Chine continentale, Corée du Nord exceptés) a augmenté de 39,9 millions d'onces en 1964 à 41 millions d'onces l'an dernier (voir tableau page 43 de la Première Partie). Une fois encore, l'Afrique du Sud, dont l'extraction est passée de 29,1 à 30,5 millions d'onces a joué un rôle prédominant dans l'évolution de la tendance générale. Il y a lieu toutefois de remarquer que le rythme d'accroissement de la production dans ce pays a continué de fléchir. L'extraction a, en effet, progressé l'an dernier de 1,4 million d'onces, contre 2,6, 1,9 et 1,7 million respectivement en 1962, 1963 et 1964. Seuls, parmi les autres pays producteurs, les Etats-Unis ont porté leur extraction de 1,5 à 1,7 million d'onces, à la suite de la mise en exploitation d'une nouvelle mine au Nevada, qui permettra, selon les prévisions, d'accroître d'un tiers la production du pays. Dans tout le reste du monde occidental, la production d'or continue de fléchir.

L'augmentation de 5% de l'extraction en Union sud-africaine a été obtenue malgré une compression de 2% environ des effectifs de main-d'œuvre. Le tonnage de minerai traité s'est accru de 1/2% environ et le rendement moyen en métal a augmenté de 4 1/2%, en raison principalement de la part croissante des nouvelles mines dans l'extraction totale. En ne tenant pas compte des mines produisant principalement de l'uranium, les bénéfices réalisés ont augmenté de 1 1/2% à peine; c'est le pourcentage le plus faible qui ait été noté depuis 1953. Ce fléchissement

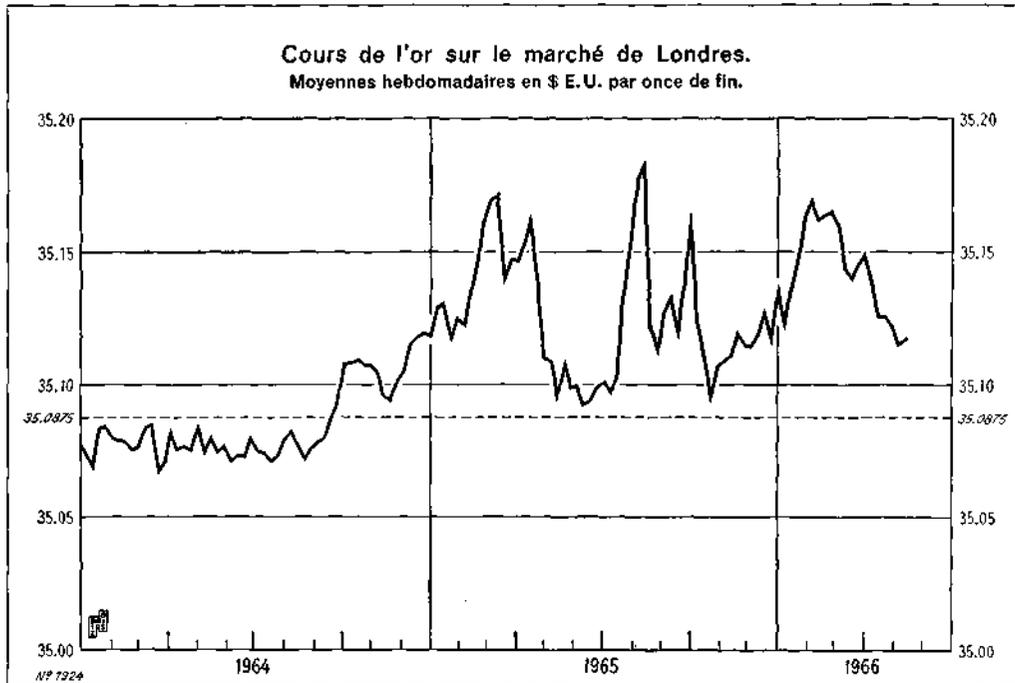
s'explique surtout par la diminution des recettes provenant de la vente de l'uranium. Le bénéfice moyen par once d'or extrait a effectivement diminué de presque 4%.

Sur la base de la parité officielle du métal avec le dollar, la production d'or a atteint l'an dernier une valeur de \$1.435 millions. Les ventes de métal pour le compte de l'U.R.S.S., ont représenté, d'après les estimations, \$550 millions, soit \$100 millions de plus qu'en 1964. Il est donc permis d'estimer que la valeur de l'offre d'or neuf a été de l'ordre de presque \$2 milliards, soit quelque \$150 millions de plus qu'en 1964. En dépit de cette amélioration du côté de l'offre, les conditions de l'équilibre entre l'offre et la demande ont été nettement moins favorables. On peut supposer, en effet, que les utilisations d'or à des fins non monétaires ont progressé de \$1.120 à \$1.585 millions, pour les raisons exposées pages 44 à 48 de la Première Partie. Pour la première fois, la valeur de cette composante de la demande a dépassé celle de la production du monde occidental. Comme les achats de la Chine ont absorbé, en outre, quelque \$150 millions, l'accroissement des encaisses officielles du monde occidental a été de \$250 millions seulement.

Tout en faisant preuve d'activité pendant l'année 1965 tout entière, la demande d'or des particuliers a été intense au cours des premier et troisième trimestres. Les encaisses officielles ont diminué de \$250 millions pendant le premier trimestre, mais \$215 millions ont pu être récupérés pendant le second. La reprise des ventes pour le compte de l'Union Soviétique a empêché un nouveau fléchissement des encaisses officielles pendant le troisième trimestre; elle explique, dans une large mesure, la progression de \$300 millions des encaisses officielles notée pendant les trois derniers mois de 1965.

Sur le marché de Londres, l'année 1965 a débuté sous des auspices plutôt défavorables. La livre sterling avait passé, semblait-il, le point le plus critique de la crise, mais des incertitudes subsistaient. L'aggravation accentuée de la balance des paiements des Etats-Unis, au cours de la seconde moitié de 1964, avait accru le malaise éprouvé au sujet du dollar. Ces doutes ont été intensifiés par l'annonce de la décision prise par la France de convertir en or une fraction de ses réserves de change officielles et par des déclarations de personnalités françaises en faveur d'un retour à un système d'étalon métallique. Dans un pareil climat, la nouvelle assurance donnée par les Etats-Unis que la parité du dollar par rapport à l'or ne serait pas modifiée, l'abolition du pourcentage légal de couverture des dépôts à vue dans les banques de réserve fédérale et l'annonce du programme de restrictions volontaire des sorties de capitaux des Etats-Unis ont faiblement contribué à dissiper la nervosité qui régnait sur le marché.

A la séance officielle du marché des métaux précieux de Londres, le cours de l'or s'est établi à \$35,12 environ pendant les premiers jours de 1965. Sous l'effet



de demandes massives des particuliers, il s'est inscrit en reprise en février. Les achats émanant de la Chine et de banques centrales de pays ne faisant pas partie de la Réserve commune ont accentué la pression sur le marché et, malgré des ventes très importantes de la Réserve commune, le cours de l'or à la séance officielle a poussé une pointe à \$35,17 au début de mars.

Une détente est intervenue pendant la seconde quinzaine d'avril. La cote a fléchi à \$35,10 environ et s'est tenue autour de ce niveau jusqu'à la mi-juillet. Au cours de la quinzaine suivante, en revanche, les demandes en provenance de la Chine communiste ont provoqué un nouveau raffermissement. Cette poussée de hausse a été accentuée par l'évolution de la situation au Viet-nam et les difficultés persistantes de la livre sterling; le 6 août, le prix coté à la séance officielle a atteint \$35,19<sup>3</sup>/<sub>8</sub> par once, niveau le plus élevé de l'année. En prévision d'une reprise des ventes pour le compte de l'Union Soviétique, la situation s'est toutefois détendue assez rapidement et la cote a enregistré un recul brutal à \$35,11 pendant la seconde quinzaine d'août. Néanmoins, la demande a de nouveau fait preuve d'une très grande activité pendant la majeure partie du mois de septembre, à la suite de l'ouverture des hostilités entre l'Inde et le Pakistan.

Les cours ont ensuite fléchi par suite de l'importance des ventes pour le compte de l'Union Soviétique et aussi en raison du raffermissement de la livre sterling. Le prix de la séance officielle, qui avait dépassé pendant un certain temps \$35,16 vers la fin de septembre, est tombé momentanément au-dessous de \$35,09 en octobre.

Toutefois, la pression de la demande s'intensifiant sans cesse, les cours ont recommencé de monter vers la fin d'octobre et le point culminant de ce mouvement, atteint au début de février 1966, se situant au-dessus de \$35,17 1/2. Puis la tendance s'est renversée, et la cote est retombée progressivement à \$35,11 au début de mai.

### Les liquidités internationales.

Le tableau ci-après retrace les principales fluctuations du volume des liquidités internationales en 1965, c'est-à-dire les mouvements des encaisses métalliques, des avoirs officiels et des avoirs en devises des particuliers (non compris les engagements

Evolution de la liquidité internationale des divers pays du monde.

Débiteurs	Variations annuelles et total en fin d'année	Or	Dollars E.U. <sup>1</sup>	Obligations non négociables du Trésor des E.U. <sup>2</sup>	Livres sterling	Autres monnaies <sup>3</sup>	Total	Positions nettes envers le F.M.I. et les A.G.E. <sup>4</sup>	Total général
Etats-Unis . . . . .	1964, variation	- 0,1			+ 0,2	- 0,0	+ 0,0	- 0,3	- 0,2
	1965, variation	- 1,7			+ 0,4	- 0,0	- 1,3	+ 0,1	- 1,2
	Total à fin 1965	13,8			0,6	0,1	14,8	0,9 <sup>5</sup>	15,6
Grande-Bretagne . . . . .	1964, variation	- 0,3	+ 0,5				+ 0,1	- 1,0	- 0,9
	1965, variation	+ 0,1	+ 1,0				+ 1,1	- 1,4	- 0,3
	Total à fin 1965	2,3	3,3				+ 5,5	- 1,9	3,6
Europe continentale de l'Ouest <sup>6</sup> . . . . .	1964, variation	+ 1,2	+ 1,0	+ 0,3	+ 0,1		+ 2,6	+ 0,7	+ 3,3
	1965, variation	+ 1,8	- 1,5	+ 0,3	- 0,0		+ 0,6	+ 1,1	+ 1,7
	Total à fin 1965	20,2	9,1	1,4	1,8		32,6	3,6	36,1
Total . . . . .	1964, variation	+ 0,7	+ 1,4	+ 0,3	+ 0,3	- 0,0	+ 2,8	- 0,5	+ 2,3
	1965, variation	+ 0,3	- 0,5	+ 0,3	+ 0,4	- 0,0	+ 0,3	- 0,2	+ 0,2
	Total à fin 1965	36,3	12,4	1,4	2,7	0,1	52,9	2,5	55,4
Autres pays . . . . .	1964, variation	+ 0,2	+ 1,1	-	+ 0,1	- 0,1	+ 1,2	+ 0,4	+ 1,6
	1965, variation	+ 0,0	+ 0,8	-	- 0,2	-	+ 0,6	+ 0,2	+ 0,7
	Total à fin 1965	4,9	13,2	0,1	9,1	0,4	27,8	0,2	28,0
Total général . . . . .	1964, variation	+ 0,9	+ 2,5	+ 0,3	+ 0,4	- 0,1	+ 4,0	- 0,2	+ 3,9
	1965, variation	+ 0,3	+ 0,2	+ 0,3	+ 0,1	- 0,0	+ 0,9	+ 0,0	+ 0,2
	Total à fin 1965	41,2	25,6	1,5	11,8	0,5	80,7	2,7	83,4
Total général, détenteurs officiels	1964, variation	+ 0,9	+ 0,7 <sup>7</sup>	+ 0,3	+ 0,3	- 0,1	+ 2,1	+ 0,2	+ 1,9
	1965, variation	+ 0,3	- 0,2 <sup>7</sup>	+ 0,3	- 0,1	- 0,0	+ 0,2	+ 0,0	+ 0,2
	Total à fin 1965	41,2	14,2 <sup>7</sup>	1,5	6,7	0,5	64,1	2,7	66,9

<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> Titres à moyen terme, non négociables, du Trésor des Etats-Unis, à l'exception de ceux qui ont été délivrés au gouvernement canadien à l'occasion des transactions auxquelles a donné lieu l'accord sur la Columbia River. <sup>3</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>4</sup> Y compris des versements en or à destination du Fonds effectués en prévision de relèvements de quotes-parts. <sup>5</sup> Non compris un poste de \$800 millions affecté du signe négatif, représentant des ventes d'or du Fonds en contrepartie de l'acquisition de valeurs du Trésor des Etats-Unis productives d'intérêts. <sup>6</sup> Y compris la B.R.I. et le Fonds européen. <sup>7</sup> Chiffres de source américaine. Certains avoirs officiels étrangers en dollars, étant détenus par des banques commerciales exerçant leur activité hors des Etats-Unis, sont déclarés comme appartenant à des détenteurs non officiels.

Note: Le total général ne représente pas nécessairement la somme des totaux partiels, les chiffres ayant été arrondis.

correspondants des pays agissant comme centres de réserves) et de la position nette des Etats membres envers le F.M.I. et au titre des A.G.E. En appliquant ce critère, on constate qu'au point de vue statistique la masse globale des liquidités internationales s'est accrue en 1965 de l'équivalent de \$900 millions seulement, contre \$3,9 milliards en 1964. A ne considérer que les avoirs officiels, l'augmentation a été de \$200 millions, contre \$1,9 milliard au cours de l'année précédente.

Le recul enregistré d'une année à l'autre s'explique en premier lieu par le ralentissement de la cadence d'augmentation des encaisses-or et des avoirs en dollars. Après s'être accrues de \$3,4 milliards en 1964, ces deux composantes ont augmenté l'an dernier de \$500 millions seulement. Le renforcement très limité des encaisses-or en 1965 a été dû à la vive recrudescence des demandes de métal pour des fins non monétaires. Du côté des avoirs en dollars, le fléchissement du rythme d'augmentation reflète principalement la compression du déficit de paiement des Etats-Unis et des conversions en or d'avoirs en dollars conservés naguère dans les réserves monétaires.

Si, d'après les statistiques, le volume total des liquidités internationales a beaucoup moins augmenté en 1965, il ne s'ensuit pas que les nouveaux moyens liquides susceptibles d'être utilisés pour financer des excédents et des déficits extérieurs se sont très fortement raréfiés. Ces nouveaux moyens ont été fournis par le F.M.I. sur une plus vaste échelle que dans le passé. Au point de vue statistique, la recrudescence d'activité du F.M.I. n'a pas été suivie d'un accroissement correspondant du volume des liquidités existantes, parce que les éléments d'actif acquis par les pays prêteurs ont eu leur contrepartie dans des engagements à échéance plus ou moins éloignée des pays emprunteurs. De ce fait, les positions nettes globales des Etats membres envers le F.M.I. et au titre des A.G.E. n'ont enregistré aucune variation en 1965. En revanche, les positions des Etats-Unis et de la Grande-Bretagne ont diminué de \$1,3 milliard au total, pendant que les positions d'autres Etats membres du Fonds se sont améliorées d'un montant correspondant.

### **Fonds Monétaire International.**

En raison de l'augmentation limitée des encaisses-or et des avoirs en devises dans le monde, les transactions du F.M.I. avec ses Etats membres ont revêtu, en 1965, une signification particulière pour le fonctionnement du système monétaire international. Exprimés en chiffres bruts, les tirages se sont élevés à \$2.434 millions au total, chiffre à peine légèrement inférieur au record de 1961. Les tirages nets ont atteint le niveau sans précédent de \$1.732 millions. Les transactions entre le Fonds et ses Etats membres, tout en permettant d'octroyer des crédits à des pays

Opérations sur devises du F.M.I. en 1965.

Pays ou zones	Tirages	Rachats de monnaies nationales	Tirages nets
	en millions de dollars E.U.		
Etats-Unis . . . . .	435	282	153
Grande-Bretagne . . . . .	1.400	30	1.370
Autres pays d'Europe . . . . .	50	30	20
Nouvelle-Zélande . . . . .	62	—	62
Pays en voie de développement . . . . .	487	360	127
<i>dont</i>			
<i>Argentine</i> . . . . .	—	44	— 44
<i>Bésil</i> . . . . .	75	55	— 20
<i>Chili</i> . . . . .	36	37	— 1
<i>Inde</i> . . . . .	200	75	125
<i>Indonésie</i> . . . . .	—	39	— 39
<i>Pakistan</i> . . . . .	54	—	54
<b>Total</b> . . . . .	<b>2.434</b>	<b>702</b>	<b>1.732</b>

se heurtant à des difficultés de paiements, ont apporté une contribution appréciable au renforcement des avoirs de caractère monétaire sur l'étranger des pays qui enregistraient des excédents. Cette contribution a été de \$1,7 milliard, se décomposant en un relèvement de \$1,2 milliard des droits de tirage « dans les limites des tranches-or » et une amélioration de \$500 millions des positions créditrices au titre des A.G.E.

Deux raisons principales expliquent l'activité intense déployée par le Fonds en 1965: difficultés de paiements des deux pays agissant comme centres de réserves, persistance des besoins de moyens de change des pays en voie de développement.

Le tirage de \$1.400 millions effectué par la Grande-Bretagne en mai 1965 occupe, au point de vue de son importance, la seconde place depuis que le Fonds a commencé ses opérations; à la suite de ce tirage, les avoirs en sterling du F.M.I. ont été portés à 198% de la quote-part de la Grande-Bretagne.

En 1965, les Etats-Unis ont effectué des tirages sur le Fonds à trois reprises; au mois de mars et de septembre, il s'agissait de deux nouveaux « tirages techniques », dont le produit a été cédé à d'autres Etats membres désireux de racheter leur monnaie nationale. Le tirage de \$300 millions du mois de juillet a eu pour but de racheter des dollars détenus (parfois au titre d'opérations de swap) par des autorités monétaires étrangères. Toutefois, des prélèvements de dollars sur les ressources du F.M.I. ont permis de limiter à \$165 millions l'augmentation des avoirs nets du Fonds en cette devise, au cours de l'année 1965. A la fin de l'an dernier, la marge utilisable par les Etats-Unis à l'intérieur de leur tranche-or s'élevait à \$600 millions environ.

D'autres pays développés ont effectué des tirages sur le Fonds, notamment la Nouvelle-Zélande (\$62 millions) et la Yougoslavie, qui a effectué un prélèvement de \$50 millions sur un crédit de confirmation de \$80 millions destiné à appuyer un programme de grande envergure de réforme des changes et de l'économie.

L'activité du F.M.I. en 1965 met également en relief l'importance de cet organisme pour les pays en cours de développement. Le montant brut des tirages effectués par ces pays (\$487 millions) est le second par ordre d'importance depuis la création du F.M.I. Le montant net des appels de ces pays a toutefois atteint \$127 millions seulement, étant donné que les facilités consenties par cet organisme sont à échéances relativement rapprochées. Vingt Etats membres en voie de développement ont reçu, aux termes d'accords portant ouverture de crédit de confirmation, des facilités nouvelles pour l'équivalent de \$646 millions, dont \$250 millions étaient encore inutilisés à la fin de l'année. En revanche, les facilités de financement de caractère compensateur ont été peu utilisées jusqu'ici, en partie parce que les cours des matières premières se sont raffermis; néanmoins, des études sont entreprises pour apporter des améliorations aux conditions de fonctionnement de ce système.

Les principaux pays en voie de développement, bénéficiaires de l'aide du F.M.I. en 1965, ont été l'Inde et le Pakistan avec des tirages nets de \$125 millions et de \$54 millions respectivement. Le Brésil et le Chili ont remboursé des tirages antérieurs et en ont effectué de nouveaux, pendant que l'Argentine et l'Indonésie ont procédé à d'importants rachats de leur monnaie nationale; l'Indonésie n'est plus un Etat membre du Fonds Monétaire depuis le mois d'août 1965.

Pour la seconde année de suite, l'activité du F.M.I. a été dominée en 1965 par les besoins de crédits de deux Etats membres titulaires des quotes-parts les plus élevées. De ce fait, les disponibilités du F.M.I. en or et en monnaies utilisables ont de nouveau sensiblement fléchi l'an dernier. Pour servir les demandes de tirages de la Grande-Bretagne, le F.M.I. a dû mettre en œuvre, à concurrence de plus des deux tiers, des ressources en monnaies ne provenant pas des quotes-parts des Etats membres, en vendant de l'or pour \$400 millions et en faisant jouer les A.G.E. pour \$525 millions. Néanmoins, les avoirs du Fonds en monnaies utilisables, autres que le dollar et la livre sterling, ont été ramenés en 1965 de 43 à 24% des quotes-parts des pays en question. Les avoirs du Fonds en schillings autrichiens et deutsche marks se sont tenus au-dessous de 10% de la quote-part de l'Autriche et de la République fédérale d'Allemagne. Les avoirs du Fonds en liras et en pesetas sont tombés au-dessous de ce dernier niveau et les avoirs en francs français se tenaient, fin 1965, à 18% de la quote-part de la France. Par ordre d'importance décroissante, les monnaies ayant fait l'objet de prélèvements nets ont été la lire italienne pour

Fonds Monétaire International:  
Avoirs en monnaies de certains Etats membres.

Pays émetteurs	1958	1960	1962	1963	1964	1965	Avoirs en mars 1966
	situation en fin d'année, chiffres exprimés en pourcentage de la quote-part des Etats membres						en millions de dollars E.U.
Autriche . . . . .	75	75	65	50	3	4	78
Belgique . . . . .	75	75	61	59	49	29	82
Canada . . . . .	70	72	125	111	67	45	221
Espagne . . . . .	—	118	75	64	29	6	84
France . . . . .	150	74	44	43	34	18	137
Italie . . . . .	—	75	25	16	72	4	107
Japon . . . . .	75	75	64	64	60	58	459
Pays-Bas . . . . .	75	71	51	51	45	32	118
République fédérale d'Allemagne . . . . .	55	61	34	30	7	7	35
Suède . . . . .	75	75	68	65	52	27	91
Grande-Bretagne . . . . .	124	75	74	75	126	198	4.329
Etats-Unis . . . . .	29	62	74	75	81	85	4.431

l'équivalent de \$435 millions, le franc français pour l'équivalent de \$358 millions, le deutsche mark pour l'équivalent de \$296 millions et le dollar E.U. pour \$282 millions. Les prélèvements nets de francs belges, de dollars canadiens et de florins néerlandais ont chacun largement dépassé l'équivalent de \$100 millions.

En raison de l'importance de ces prélèvements sur les moyens liquides du Fonds Monétaire, il y a lieu de se féliciter que le délai de validité des A.G.E. a pu être prorogé pour une nouvelle période de quatre ans à compter d'octobre 1966, et que le relèvement des quotes-parts des Etats membres, décidé à l'Assemblée générale annuelle de 1964 et fixé par la suite à 25% par le Conseil (qui a approuvé la proposition tendant à porter ce pourcentage à un niveau plus élevé pour seize pays membres) a pu prendre effet le 26 février 1966. A la suite de ce relèvement, les quotes-parts ont été portées de l'équivalent de \$16 à \$21 milliards environ au total.

Au cours du premier trimestre de 1966, les tirages nets sur le F.M.I. ont atteint l'équivalent de \$226 millions au total. Les Etats-Unis ont prélevé des dollars canadiens pour \$160 millions, et la Grande-Bretagne des deutsche marks pour \$122 millions. Le produit du tirage de deutsche marks, effectué par la Grande-Bretagne, dont la valeur était égale à celle du versement au titre de la libération en or de la souscription au relèvement de sa quote-part, a été utilisé pour acheter du métal à la Bundesbank. En même temps, le Fonds a vendu \$130 millions d'or à la République fédérale d'Allemagne contre deutsche marks. D'autres Etats membres du Fonds ont procédé à des remboursements pour \$56 millions en chiffres nets pendant le trimestre considéré.

### Encaisses-or.

Les encaisses officielles des pays du monde (non compris l'U.R.S.S., les autres pays de l'Europe de l'Est, la Chine continentale et la Corée du Nord) et des organismes internationaux se sont accrues en 1965 de l'équivalent de \$250 millions, pour atteindre \$43,3 milliards au total à la fin de l'année, marquant ainsi l'augmentation annuelle la plus faible depuis 1952. La répartition des avoirs officiels en métal permet de relever un important transfert d'or des Etats-Unis, dont le stock a diminué de \$1.665 millions, vers l'Europe occidentale, où les encaisses ont été renforcées de \$1.945 millions.

Aux Etats-Unis, le fléchissement du stock d'or a été dû, à concurrence de \$1.547 millions, à des cessions et à des transferts à des organismes monétaires étrangers et, pour le solde (\$118 millions), à des ventes à des utilisateurs du pays.

### Encaisses-or dans le monde.

Pays ou zones	Variations en		Montants disponibles à fin 1965
	1964	1965	
	en millions de dollars E.U.		
Etats-Unis . . . . .	— 125	— 1.665	13.806
Europe occidentale . . . . .	+ 830	+ 1.945	22.464
<i>dont:</i>			
Allemagne . . . . .	+ 405	+ 162	4.410
Autriche . . . . .	+ 64	+ 100	700
Belgique-Luxembourg . . . . .	+ 80	+ 107	1.558
Espagne . . . . .	+ 43	+ 194	810
France . . . . .	+ 554	+ 977	4.706
Grande-Bretagne . . . . .	— 348	+ 129	2.265
Italie . . . . .	— 236	+ 297	2.404
Pays-Bas . . . . .	+ 87	+ 68	1.756
Portugal . . . . .	+ 26	+ 53	[576
Suisse . . . . .	— 95	+ 317	3.042
Banque des Règlements Internationaux . . . . .	+ 229	— 508	— 558
Divers <sup>1</sup> . . . . .	+ 21	+ 49	795
Canada . . . . .	+ 209	+ 125	1.151
République d'Amérique latine . . . . .	— 35	— 78	1.054
<i>dont:</i>			
Brésil . . . . .	— 58	— 29	63
Autres pays latino-américains . . . . .	+ 23	— 51	991
Asie . . . . .	+ 77	+ 76	1.716
Afrique . . . . .	— 85	— 111	718
<i>dont:</i>			
Afrique du Sud . . . . .	— 56	— 149	425
Autres pays africains . . . . .	— 29	+ 38	293
Autres pays <sup>2</sup> . . . . .	+ 16	— 4	249
Fonds Monétaire International . . . . .	— 133	— 41 <sup>3</sup>	2.138 <sup>3</sup>
Autres organismes internationaux . . . . .	— 1	+ 1	9
<b>Total<sup>2</sup> . . . . .</b>	<b>+ 753</b>	<b>+ 246</b>	<b>43.305</b>

<sup>1</sup> Y compris l'or destiné à être distribué par la Commission tripartite pour la restitution de l'or monétaire, et les avoirs en métal du Fonds européen. <sup>2</sup> Non comprises l'U.R.S.S., l'Europe orientale, la Chine continentale et la Corée du Nord. <sup>3</sup> Y compris \$313 millions représentant le versement de métal au titre de la libération en or de la souscription au relèvement de la quote-part, diminués du dépôt d'or de \$44 millions effectué par le Fonds aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne.

La valeur des ventes aux utilisateurs a été égale à près de deux fois celle de l'extraction aux Etats-Unis pendant l'année considérée. Les ventes nettes à l'Europe occidentale ont atteint \$1.299 millions, dont \$884 millions pour la France, et les transferts nets au F.M.I. \$225 millions. La principale opération effectuée par les Etats-Unis avec le Fonds Monétaire a été un versement de \$259 millions pour libérer en or la souscription au relèvement de leur quote-part; ce transfert a été en partie compensé par des dépôts d'or effectués par le Fonds auprès du Trésor fédéral (\$34 millions), afin d'atténuer les répercussions de retraits effectués par des pays étrangers auprès du Trésor des Etats-Unis au moment de la libération en or des souscriptions au relèvement des quotes-parts.

L'accroissement des réserves d'or des pays d'Europe occidentale (\$1.945 millions) a été réparti entre un grand nombre de pays, mais il a été particulièrement accentué dans certains d'entre eux. Avec un gain de \$977 millions, la France représente, à elle seule, la moitié de l'augmentation totale. Elle a été suivie par la Banque Nationale Suisse, dont l'encaisse a accusé un accroissement de \$317 millions; toutefois, ce mouvement a été dû en totalité à la conclusion, à la fin de 1965, de swaps contre or avec la B.R.I. pour une valeur de \$380 millions; de janvier 1965 à janvier 1966, l'encaisse de la Banque Nationale a diminué, en fait, de \$41 millions. Ces opérations de fin d'année expliquent également, dans une très large mesure, le fléchissement de \$508 millions intervenu en 1965 dans la position-or au comptant de la B.R.I. Le second pays d'Europe occidentale, en 1965, pour l'importance des changements a été l'Italie, dont l'encaisse s'est accrue de \$297 millions, principalement en raison d'un transfert à l'Office des Changes Italien de métal en provenance de l'Europe de l'Est, précédemment conservé par des banques commerciales italiennes en garantie de crédits accordés à ces pays. Pour l'ensemble de l'Europe occidentale, les achats d'or au Trésor fédéral des Etats-Unis ont atteint l'équivalent de \$1.299 millions et ceux auprès du Fonds Monétaire l'équivalent de \$350 millions. Le solde provient en majeure partie de l'opération effectuée en Italie.

Dans le reste du monde, la fluctuation la plus étendue a été relevée en Afrique du Sud, où la Banque de Réserve a enregistré un fléchissement de \$149 millions de son encaisse. Les réserves de l'Afrique du Sud ont fléchi de \$232 millions pendant les neuf premiers mois de l'année, en raison du déficit de la balance des paiements, mais elles ont pu être renforcées de \$83 millions au cours du dernier trimestre. Pour la troisième année de suite, l'encaisse-or du Canada s'est accrue de \$125 millions et celle des pays d'Asie de \$76 millions; en revanche, les avoirs officiels en or des pays d'Amérique latine ont diminué de \$80 millions.

D'après le tableau ci-dessus, l'encaisse-or du Fonds Monétaire a diminué de \$41 millions en 1965. En fait, l'encaisse utilisable de cet organisme a fléchi de

\$310 millions, les ventes d'or contre monnaies d'Etats membres ayant atteint \$400 millions. A l'occasion du relèvement des quotes-parts, le Fonds a reçu l'an dernier de ses Etats membres des versements en or au titre de la libération des souscriptions pour \$313 millions. En outre, il a effectué des dépôts d'or pour \$44 millions aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, afin de compenser en partie les pertes subies par ces deux pays au moment de la libération en or des souscriptions d'autres Etats membres. En février 1966 seulement, lorsque l'augmentation des souscriptions a pris effet, les nouveaux versements effectués au titre de la libération des souscriptions, diminués des dépôts effectués dans les deux pays à monnaie de réserve, ont été compris dans l'encaisse utilisable du Fonds.

Bien qu'on ne possède pas de renseignements complets, les encaisses-or du monde se sont accrues, semble-t-il, pendant le premier trimestre de 1966. En dépit d'achats au Canada pour \$100 millions et d'un nouveau dépôt d'or de \$131 millions effectué par le Fonds Monétaire pour compenser les pertes subies au moment de la libération en or des souscriptions au relèvement de la quote-part d'autres Etats membres, l'encaisse des Etats-Unis a fléchi de \$68 millions. Les encaisses des pays d'Europe n'ont pratiquement pas varié. A la suite principalement du dénouement d'opérations conclues en fin d'année entre la Banque Nationale Suisse et la B.R.I., les encaisses des pays d'Europe occidentale ont fléchi de quelque \$500 millions, et la position au comptant sur or de la B.R.I. s'est améliorée de \$528 millions. L'encaisse de l'Union sud africaine a augmenté de \$95 millions et, en raison de ventes aux Etats-Unis, celle du Canada a été réduite de \$65 millions.

L'encaisse-or du Fonds Monétaire s'est accrue de \$220 millions pendant le trimestre considéré. Les entrées d'or provenant de la libération des souscriptions, y compris les versements effectués avant le relèvement des quotes-parts, ont représenté l'équivalent de \$813 millions. Sur ce montant, \$269 millions avaient déjà été versés en 1965, \$198 millions ont été mis en dépôt aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, et \$130 millions ont été vendus à la République fédérale d'Allemagne.

#### **Avoirs en devises étrangères.**

Les avoirs en devises des pays du monde – dont les trois composantes principales sont les avoirs en dollars des Etats-Unis, les billets spéciaux non négociables du Trésor des Etats-Unis et les avoirs en livres sterling – ont augmenté de \$600 millions en 1965, contre \$3,1 milliards pendant l'année précédente. En pratique, ce changement est intervenu en totalité dans la composante-dollar. Les facteurs ayant contribué à provoquer un ralentissement aussi accentué du rythme d'augmentation des avoirs étrangers en dollars ont déjà été mentionnés. Les

statistiques des avances à court terme consenties par des banques américaines à des non-résidents permettent de mesurer les répercussions du plus important de ces facteurs: le programme de redressement de la balance des paiements des Etats-Unis. Après avoir accusé une expansion de \$1,5 milliard en 1964, le volume total des encours des banques américaines envers des non-résidents a fléchi de \$300 millions l'an dernier.

Par conséquent, en laissant pour le moment de côté le portefeuille des pays étrangers en billets spéciaux non négociables du Trésor des Etats-Unis qui, pour la plupart ne sont pas libellés en dollars, on constate que les avoirs en dollars des pays du monde se sont accrus de \$245 millions seulement en 1965. Les avoirs officiels en dollars ont effectivement diminué de \$175 millions et ceux des particuliers ont progressé de \$420 millions. Si l'augmentation des avoirs en dollars des particuliers s'est poursuivie malgré le fléchissement des encours des banques américaines envers les non-résidents, c'est principalement parce que l'Office des Changes Italien a transféré, pendant l'année considérée, une importante masse de dollars aux banques commerciales italiennes.

Au point de vue de la répartition géographique des fluctuations des avoirs en dollars en 1965, on a enregistré un fléchissement de \$535 millions en Europe occidentale. Les avoirs des pays du continent ont diminué de \$1.505 millions principalement en raison de l'amélioration de leur position envers le Fonds Monétaire; en revanche, les avoirs en dollars de la Grande-Bretagne ont augmenté de \$970 millions. Cet accroissement forme à son tour la contrepartie du fléchissement des avoirs des pays du continent, mais il résulte également, dans une certaine mesure, de la mobilisation de valeurs libellées en dollars détenues en portefeuille par le Trésor britannique.

Les avoirs en dollars du Canada ont diminué en 1965 de \$425 millions, en raison de l'entrée en application du programme de restrictions volontaire des sorties de capitaux.

**Modifications des avoirs en dollars des divers pays en 1965.**

Pays ou zones	Avoirs officiels	Avoirs des particuliers	Total
	en millions de dollars E. U.		
Europe occidentale *	- 735	+ 200	- 535
Canada	- 80	- 345	- 425
Républiques d'Amérique latine	+ 260	+ 225	+ 485
Asie	+ 280	+ 315	+ 595
Afrique	+ 35	+ 10	+ 45
Autres pays	+ 65	+ 15	+ 80
<b>Total</b>	<b>- 175</b>	<b>+ 420</b>	<b>+ 245</b>

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

Dans le reste du monde, le mouvement d'augmentation des avoirs en dollars s'est poursuivi. Ceux de l'Amérique latine se sont accrus de \$485 millions; ce mouvement a été assez uniformément réparti dans la zone considérée, mais il a été particulièrement accentué en Argentine et au Brésil. Les avoirs en dollars des pays d'Asie ont augmenté de \$595 millions, dont 40% environ pour le Japon, le solde étant à peu près complètement réparti entre l'Arabie Séoudite, la Thaïlande et les Philippines. Dans le groupe des « autres » pays, l'Australie a accru ses avoirs en dollars de \$80 millions.

Les émissions nettes de billets spéciaux non négociables du Trésor des Etats-Unis se sont accrues de \$300 millions l'an dernier, comme en 1964. Ces nouvelles émissions ont été absorbées en totalité par l'Italie à l'occasion d'opérations décrites à la page 31.

Exprimés en chiffres bruts, les avoirs en livres sterling se sont accrus en 1965 de l'équivalent de \$125 millions. Si l'on tient compte d'une augmentation de \$190 millions ayant sa source dans l'octroi d'une aide étrangère à la Grande-Bretagne, on constate que les avoirs étrangers en livres sterling ont fléchi de quelque \$60 millions. Malgré l'augmentation des avoirs formant la contrepartie de l'« aide », le volume total des avoirs officiels en livres sterling a fléchi de \$100 millions en 1965. Les pays ne faisant pas partie de la zone sterling ont réduit leurs avoirs officiels à Londres de \$395 millions. Les avoirs en livres sterling de particuliers résidant principalement dans la zone sterling se sont accrus de \$225 millions.

Comme en 1964, les avoirs en livres sterling ont enregistré l'an dernier des fluctuations de grande amplitude. A l'intérieur de la zone sterling, ces mouvements ont été surtout provoqués par des changements de situation dans les balances de paiements. Pendant les neuf premiers mois de 1965, les avoirs en livres des pays membres de la zone sterling ont fléchi de \$520 millions, puis se sont accrus de \$285 millions pendant le dernier trimestre. Si on retranche de ces avoirs les engagements en livres des pays membres de la zone sterling, on constate que le fléchissement intervenu de janvier à septembre a été de \$445 millions et que l'amélioration s'est chiffrée à \$180 millions pendant le dernier trimestre de l'année.

En ne tenant pas compte des répercussions de l'aide accordée à la Grande-Bretagne par l'étranger, les avoirs en livres sterling des pays ne faisant pas partie de la zone monétaire britannique ont fléchi de \$25 millions seulement, en chiffres bruts, et de \$75 millions en chiffres nets. Toutefois, comme la crise de confiance a pu être surmontée un mois environ avant la fin du troisième trimestre, ces chiffres ne donnent pas une idée de l'ampleur des sorties de capitaux intervenues entre les mois de janvier et d'août 1965. Au cours du quatrième trimestre, les avoirs à Londres des pays ne faisant pas partie de la zone sterling ont augmenté de

\$200 millions, dont \$40 millions avaient leur contrepartie dans un accroissement des créances de la Grande-Bretagne sur ces pays. A la fin de 1965, le volume brut des avoirs à Londres des pays ne faisant pas partie de la zone sterling était inférieur de quelque \$225 millions au niveau de juin 1964, juste à la veille de la crise de la livre sterling. Les avoirs à Londres des pays de la zone sterling avaient fléchi de \$520 millions.

### Mouvements monétaires en Europe.

En 1965, le groupe des pays d'Europe occidentale a enregistré de nouveau des excédents de paiements d'un montant considérable. Les fluctuations des positions monétaires extérieures, qui constituent la contrepartie de ces excédents, ont fait toutefois ressortir à maints égards des changements assez marqués par rapport à 1964. Une importante fraction des excédents a été absorbée par la réduction des engagements nets des banques commerciales envers l'étranger. Les statistiques publiées (dont les lacunes ont leur source principalement dans l'absence de données pour les banques suisses et dans le fait que la Grande-Bretagne communique seulement la position des banques en devises) montrent que les engagements nets envers l'étranger des banques commerciales de quinze pays d'Europe occidentale ont fléchi de \$1 milliard en 1965, alors qu'ils avaient augmenté de \$380 millions pendant l'année précédente. Du fait du renversement de la position des banques envers l'étranger, le financement des excédents par les autorités a atteint, en valeur absolue et en valeur relative, des montants moins élevés qu'en 1964. Les avoirs officiels de caractère monétaire de dix-huit pays d'Europe occidentale se sont accrus de \$775 millions en chiffres nets l'an dernier, contre une progression de \$1.640 millions en 1964. Enfin, les méthodes de financement par les

Pays d'Europe occidentale: Mouvements monétaires, 1964-65.

Postes	1964		1965	
	Y compris la Grande-Bretagne	Non compris la Grande-Bretagne	Y compris la Grande-Bretagne	Non compris la Grande-Bretagne
variations, en millions de dollars E.U.				
Or . . . . .	+ 595	+ 945	+ 2.440	+ 2.310
Avoirs nets en devises . . . . .	+ 1.355	+ 1.345	- 1.440	- 2.000
Positions envers le F.M.I. et au titre des A.G.E.	- 310	+ 695	- 225	+ 1.170
<b>Total des positions officielles nettes</b>	<b>+ 1.640</b>	<b>+ 2.985</b>	<b>+ 775</b>	<b>+ 1.480</b>
Positions extérieures nettes des banques commerciales . . . . .	- 380 <sup>1</sup>	+ 30 <sup>2</sup>	+ 1.005 <sup>1</sup>	+ 920 <sup>2</sup>

<sup>1</sup> Données portant sur quinze pays seulement: les statistiques de la Grande-Bretagne n'enregistrent que la position des banques en devises. <sup>2</sup> Données portant sur quatorze pays seulement.

autorités ont fait ressortir de profondes différences d'une année à l'autre. En 1964, la très grande majorité des opérations officielles de financement avait revêtu la forme d'un renforcement de \$1.355 millions des avoirs officiels en devises. En 1965, au contraire, ces avoirs ont fléchi de \$1.440 millions et les réserves métalliques ont augmenté de \$2.440 millions.

Le contraste entre la nature des mouvements monétaires officiels en Europe occidentale en 1964 et en 1965 est encore plus frappant si on examine les fluctuations sans tenir compte de celles intervenues en Grande-Bretagne. Dans les dix-sept autres pays d'Europe occidentale mentionnés dans le tableau de la page suivante, on constate que le renforcement des avoirs officiels en devises a perdu son rôle prépondérant dans les opérations de financement effectuées par les autorités au profit de l'or et de l'aménagement des positions de ces pays envers le F.M.I. et au titre des A.G.E. Deux facteurs principaux sont à l'origine de cette évolution: le premier, indépendant des pays en cause, a été l'importance des tirages effectués par la Grande-Bretagne et les Etats-Unis sur le Fonds Monétaire; le second, qui découle de décisions prises par les autorités, a été la préférence croissante manifestée à l'égard de l'or au détriment des devises pour la constitution des réserves monétaires.

La Grande-Bretagne et les Etats-Unis ont effectué sur le F.M.I. des tirages de monnaies des pays du continent européen pour \$1.365 millions au total en 1965. Ces prélèvements, dont les effets sur la position des pays prêteurs envers le F.M.I. ont été compensés en partie par des ventes d'or de cet organisme (pour l'équivalent de \$350 millions), ont constitué l'an dernier l'élément essentiel du renforcement de \$1.170 millions des positions des pays occidentaux du continent européen envers le F.M.I. et au titre des A.G.E. Les tirages de la Grande-Bretagne et des Etats-Unis expliquent donc dans une très large mesure le fléchissement de \$2.000 millions des avoirs officiels en devises des pays du continent en 1965, étant donné qu'en pratique, la totalité des monnaies européennes prélevées par ces deux pays sur le Fonds Monétaire a été utilisée pour acheter des dollars à des autorités monétaires d'Europe.

Le second trait dominant de l'évolution des réserves monétaires officielles des pays occidentaux du continent européen a été l'accroissement de \$2.310 millions des encaisses-or. Sur ce montant, les ventes d'or du Fonds Monétaire, mentionnées ci-dessus, ont fourni \$350 millions. La source principale d'approvisionnement en métal a été toutefois le Trésor fédéral des Etats-Unis, auquel les pays en question ont acheté l'équivalent de \$1.450 millions au total. La majeure partie de ces achats a été réglée avec des dollars provenant d'excédents de paiements courants; certains pays, France et Espagne en particulier, ont converti en or en 1965 des avoirs en dollars précédemment constitués. Ces conversions d'« anciens »

**Pays d'Europe, Canada et Japon: Positions monétaires extérieures.**

Pays	Fin d'année	Or et devises étrangères	Position nette envers le F.M.I. et les A.G.E.	Total des réserves monétaires officielles	Position nette des banques commerciales	Total net des avoirs sur l'étranger	Modifications (+ = augmentation des avoirs, diminution des engagements)	
							Avoirs officiels	Banques commerciales
en millions de dollars E.U.								
Allemagne . . . .	1964	7.560	910	8.470	- 715	7.755	+ 110	- 15
	1965	7.070	1.075	8.145	- 675	7.470	- 325	+ 45 <sup>1</sup>
Autriche . . . .	1964	1.235	70	1.305	- 5	1.300	+ 80	+ 15
	1965	1.225	70	1.295	- 55	1.240	- 10	- 50
Belgique-Luxembourg . . . .	1964	2.095	205	2.300	- 535	1.765	+ 250	- 75
	1965	2.145	315	2.460	- 560	1.900	+ 180	- 25
Danemark . . . .	1964	595	35	630	- 125	505	+ 170	- 55
	1965	510	60	570	- 45	525	- 60	+ 80
Espagne . . . .	1964	1.410	105	1.515	.	.	+ 365	.
	1965	1.270	140	1.410	.	.	- 105	.
Finlande . . . .	1964	345	15	360	- 50	310	+ 45	- 5
	1965	275	15	290	- 65	225	- 70	- 15
France . . . .	1964	4.930	620	5.550	- 365	5.185	+ 815	- 20
	1965	5.370	885	6.255	- 110	6.145	+ 705 <sup>2</sup>	+ 255
Grèce . . . .	1964	265	15	280	-	280	- 10	- 35
	1965	235	15	250	5	255	- 30	+ 5
Irlande . . . .	1964	435	10	445	260	705	+ 40	- 25
	1965	395	10	405	250	655	- 40	- 10
Islande . . . .	1964	40	5	45	- 5	40	+ 5	-
	1965	45	5	50	- 5	45	+ 5	-
Italie . . . .	1964	3.850	145	3.995	- 815	3.180	+ 350	+ 450
	1965	4.400	550	4.950	- 195	4.755	+ 955	+ 620
Norvège . . . .	1964	355	25	380	- 60	320	+ 40	-
	1965	445	25	470	10	480	+ 90	+ 70
Pays-Bas . . . .	1964	2.065	265	2.330	115	2.445	+ 250	- 185
	1965	2.045	360	2.405	10	2.415	+ 75	- 105
Portugal . . . .	1964	940	15	955	80	1.035	+ 115	- 10
	1965	995	15	1.010	110	1.120	+ 55	+ 30
Suède . . . .	1964	865	90	955	70	1.025	+ 200	- 10
	1965	815	145	960	90	1.050	+ 5	+ 20
Suisse . . . .	1964	3.640	-	3.640	.	.	+ 145	.
	1965	3.700	-	3.700	.	.	+ 60	.
Turquie . . . .	1964	50	- 35	15	.	.	+ 15	.
	1965	45	- 20	25	.	.	+ 10	.
Total . . . .	1964	30.675	2.495	33.170	- 2.150 <sup>3</sup>	25.650 <sup>4</sup>	+ 2.985	+ 30 <sup>5</sup>
	1965	30.985	3.665	34.650	- 1.235 <sup>1</sup>	28.280 <sup>2</sup>	+ 1.480	+ 920 <sup>3</sup>
Grande-Bretagne . . . .	1964	2.315	- 515	1.800	- 440 <sup>4</sup>	1.360	- 1.345	- 410 <sup>4</sup>
	1965	3.005	- 1.910	1.095	- 355 <sup>4</sup>	740	- 705	+ 85 <sup>4</sup>
Total pour les pays d'Europe	1964	32.990	1.980	34.970	- 2.590 <sup>5</sup>	27.210 <sup>4</sup>	+ 1.640	- 380 <sup>5</sup>
	1965	33.990	1.755	35.745	- 1.590 <sup>5</sup>	29.020 <sup>4</sup>	+ 775	+ 1.005 <sup>5</sup>
Canada . . . .	1964	2.625	195	2.820	- 330	3.150	+ 335	+ 250
	1965	2.605	355	2.960	- 70	2.890	+ 140	- 400
Japon . . . .	1964	1.775	220	1.995	- 1.185	810	- 45	- 65
	1965	1.870	255	2.125	- 905	1.220	+ 130	+ 280

<sup>1</sup> Après élimination de fluctuations statistiques. <sup>2</sup> Non compris un remboursement anticipé de \$179 millions sur la dette publique extérieure. <sup>3</sup> Pour quatorze pays seulement. <sup>4</sup> Position en devises étrangères seulement. En raison de différences de présentation, les chiffres de 1965 ne correspondent pas à ceux qui ont servi à établir le tableau figurant dans la Première Partie, en page 35. <sup>5</sup> Pour quinze pays seulement.

Remarque: Pour les pays du Groupe des Dix, autres que la Grande-Bretagne ainsi que pour la Suisse, les chiffres relatifs aux réserves monétaires officielles sont ceux qui servent de base à la procédure de surveillance multilatérale. Dans la plupart des cas, ils ne correspondent pas aux chiffres publiés sur les réserves.

avoirs en dollars sont en partie à l'origine du fléchissement des réserves officielles de devises des pays de l'Europe continentale enregistré l'an dernier. La progression exceptionnelle de l'encaisse-or des dix-sept pays en 1965 a été due, en dernier lieu, à l'étendue des opérations sur dollars effectuées en fin d'année par des banques suisses avec la Banque Nationale. Ces transactions ont atteint l'équivalent de \$380 millions, la Banque Nationale ayant utilisé la totalité des dollars obtenus pour conclure des swaps contre or avec la B.R.I.

D'après les renseignements publiés jusqu'ici, les encaisses-or et les avoirs officiels en devises étrangères des pays de l'Europe occidentale ont fléchi de \$550 millions pendant le premier trimestre de 1966. Leurs positions nettes envers le F.M.I. et les A.G.E. se sont améliorées de \$195 millions. Les avoirs officiels se sont donc accrus de \$355 millions en chiffres nets. En l'absence d'un transfert de dollars de \$885 millions du Trésor de Grande-Bretagne au Fonds d'Egalisation des Changes, on aurait enregistré, en Europe occidentale, un fléchissement de \$530 millions des avoirs officiels. En revanche, le volume net des engagements envers l'étranger de banques commerciales de quatorze pays d'Europe, pour lesquels on possède des renseignements, a fléchi de \$720 millions. Etant donné qu'on ne possède pas de renseignements sur la position des banques commerciales suisses envers l'étranger, et que cette position s'est certainement améliorée pendant le trimestre considéré à la suite du dénouement d'opérations conclues à la fin de 1965 avec la Banque Nationale Suisse, il est clair que la position monétaire extérieure du groupe des pays d'Europe occidentale a encore fait ressortir un excédent considérable.

Les pages qui suivent sont consacrées à l'examen de la position de chaque pays, sauf la France, l'Italie et la Grande-Bretagne, dont le cas a été étudié dans la Première Partie.

*République fédérale d'Allemagne.* En dépit d'un déficit de \$1.380 millions de la balance des paiements de base, le plus élevé des pays d'Europe, la position monétaire extérieure de l'Allemagne s'est aggravée de \$280 millions seulement l'an dernier. Les réserves monétaires officielles ont diminué de \$325 millions en chiffres nets; en même temps, la position nette des banques commerciales envers l'étranger s'est améliorée de \$45 millions. Les avoirs officiels en devises ont fléchi de \$650 millions en chiffres nets; ce recul a été en partie compensé par un accroissement de \$165 millions de la position envers le F.M.I. et au titre des A.G.E., et par un renforcement de \$160 millions de l'encaisse-or. Les besoins officiels de financement ont été normalement couverts par des prélèvements sur les réserves de change. Toutefois, si les réserves officielles de change ont accusé un fléchissement égal à près du double de celui des réserves officielles nettes, en même temps que l'encaisse-or et la position envers le F.M.I. se sont améliorées, cette discordance a sa source

dans une large mesure dans le tirage effectué par la Grande-Bretagne sur le F.M.I. en mai 1965. A cette époque, la Grande-Bretagne a prélevé des deutsche marks pour l'équivalent de \$310 millions. A la suite de la conversion ultérieure de ces deutsche marks en dollars, les réserves de devises de la Bundesbank ont subi une diminution correspondante. En même temps, le Fonds Monétaire a vendu \$130 millions d'or à la Bundesbank pour reconstituer ses avoirs en deutsche marks. En fin de compte, ces deux transactions ont eu pour effet d'accroître de \$180 millions la position nette de la République fédérale d'Allemagne envers le F.M.I. et au titre des A.G.E.

Si on tient compte que les quatre cinquièmes du déficit de la balance des paiements de base ont été couverts, en 1965, par des entrées de capitaux à court terme, on peut s'étonner au premier abord que les engagements nets des banques envers l'étranger aient effectivement diminué de \$45 millions. Ce recul est une preuve de l'efficacité des mesures prises par la Bundesbank pendant l'année précédente pour empêcher des entrées de fonds par le canal du système bancaire. Les engagements de la Bundesbank envers le système bancaire aux termes de swaps dollars contre deutsche marks, qui s'étaient accrus de \$90 à \$355 millions en janvier 1965, ont par la suite fléchi rapidement et étaient complètement dénoués au mois d'octobre.

Principalement en raison du dénouement des opérations de fin d'année, les réserves monétaires de l'Allemagne ont fléchi de \$290 millions pendant le premier trimestre de 1966, et l'endettement net des banques à l'égard de l'étranger a diminué de \$345 millions. La réduction des avoirs officiels a été provoquée, à concurrence de \$100 millions, par un remboursement de Bons non négociables du Trésor des Etats-Unis figurant dans le portefeuille de la Deutsche Bundesbank et, à concurrence de \$95 millions, par un fléchissement de \$95 millions des réserves officielles de devises convertibles.

*Suisse.* En dépit d'une amélioration très sensible de la balance des paiements de base, les réserves monétaires officielles se sont accrues de \$60 millions seulement, en chiffres nets en 1965, contre une augmentation de \$145 millions au cours de l'année précédente. En raison de l'influence exercée sur les réserves officielles par les opérations de fin d'année des banques suisses, il est préférable de mesurer les fluctuations de la position monétaire officielle nette du pays en tenant compte des mouvements intervenus de novembre à novembre ou de janvier à janvier. En adoptant l'une ou l'autre de ces deux méthodes pour les années 1964 et 1965, on constate que le contraste entre les années considérées est beaucoup plus marqué qu'en retenant les chiffres de fin d'année. Les réserves monétaires officielles nettes ont diminué de \$150 millions entre novembre 1964 et novembre 1965

et de \$305 millions entre janvier 1965 et janvier 1966. Entre novembre 1963 et novembre 1964 et entre janvier 1964 et janvier 1965, au contraire, les réserves officielles nettes avaient accusé une augmentation de \$280 millions et de \$360 millions respectivement. Si on laisse de côté les influences exercées par les règlements de fin d'année, on constate que les réserves monétaires officielles de la Suisse ont enregistré une diminution accentuée en 1965, après avoir enregistré, au cours de l'année précédente, une augmentation appréciable.

Le fléchissement des réserves monétaires de la Suisse s'est surtout produit pendant le premier semestre de 1965, caractérisé par des sorties de fonds, de caractère en partie saisonnier seulement, par le canal des banques. Pendant les cinq premiers mois de l'an dernier, les réserves officielles nettes ont fléchi de \$265 millions. Pour la première fois depuis 1962, la Banque Nationale Suisse a procédé, en mars et en avril, à des ventes de dollars sur le marché des changes. En raison de la préparation de l'établissement des situations de fin de semestre, les réserves ont augmenté de \$145 millions en juin, mais ce mouvement s'est renversé en juillet; à compter de ce mois, et jusqu'à la fin novembre, la situation des réserves s'est très peu modifiée. Du fait des rapatriements de fonds effectués par les banques suisses en prévision des règlements de fin d'année, les réserves ont augmenté de \$390 millions en décembre, mais elles ont enregistré une chute brutale en janvier 1966 et leur fléchissement a continué jusqu'à la fin d'avril, époque à laquelle elles se situaient à \$3.170 millions.

*Belgique.* En raison du remboursement de la dette publique extérieure à court terme, l'accroissement des excédents de la balance des paiements de base en 1965 ne s'est pas répercuté sur les mouvements monétaires avec l'étranger. La cadence d'amélioration de la position monétaire extérieure globale de la Belgique s'est effectivement ralentie de \$175 millions en 1964 à \$135 millions en 1965. Etant donné que les engagements nets des banques commerciales belges envers l'étranger se sont accrus de \$25 millions, les excédents ont eu entièrement leur contrepartie monétaire dans un accroissement de \$160 millions des réserves officielles nettes.

L'encaisse-or a augmenté de \$105 millions, dont \$30 millions représentent un achat au F.M.I. Cet achat a compensé en partie les effets de tirages nets de francs belges par d'autres membres du Fonds sur la position de la Belgique envers cet organisme. Ces tirages se sont élevés à l'équivalent de \$135 millions; de ce fait, la position nette de la Belgique envers le F.M.I. et au titre des A.G.E. s'est renforcée de quelque \$105 millions. Les avoirs officiels en devises ont diminué de \$55 millions. Les avoirs en devises convertibles ont fléchi de \$100 millions, en raison de conversions en dollars de francs belges prélevés sur les ressources du Fonds Monétaire;

d'autre part, le portefeuille d'effets représentatifs de crédits à l'exportation libellés en francs belges, gérés par la Banque Nationale, s'est gonflé de \$45 millions.

Le premier trimestre de 1966 a été marqué par une réduction de \$60 millions des réserves monétaires officielles et par un accroissement de \$40 millions des créances nettes des banques sur l'étranger.

*Pays-Bas.* La position monétaire extérieure des Pays-Bas s'est aggravée de \$30 millions l'an dernier, contre une amélioration de \$65 millions en 1964. Les réserves officielles nettes ont augmenté de \$75 millions, mais les avoirs nets des banques à l'étranger se sont inscrits en recul de \$105 millions.

Les fluctuations des réserves monétaires officielles des Pays-Bas ont présenté de nombreux traits communs avec celles notées dans la plupart des autres pays de l'Europe occidentale. L'encaisse-or s'est accrue de \$70 millions, dont \$35 millions représentent une cession de métal du Fonds Monétaire; la position nette des Pays-Bas envers le F.M.I. et au titre des A.G.E. s'est accrue de \$95 millions. Les prélèvements de florins sur les ressources du Fonds Monétaire ont atteint \$125 millions au total, en chiffres nets, et les avoirs en devises ont été réduits de \$90 millions. Les avoirs en devises à l'étranger et les engagements en devises des banques néerlandaises envers l'étranger, et en particulier les positions en devises de ces banques, se sont très nettement accrus en 1965. Toutefois, comme les engagements envers l'étranger ont progressé beaucoup plus que les avoirs à l'étranger, la position nette en devises de l'ensemble des banques néerlandaises a été réduite de \$80 millions.

L'aggravation du déficit de la balance des paiements des Pays-Bas, au cours du premier trimestre de 1966, s'est traduit par une détérioration de \$160 millions de la position monétaire extérieure, qui a résulté, à concurrence de \$120 millions, d'un accroissement des emprunts des banques, la diminution des réserves officielles n'intervenant que pour \$40 millions.

*Espagne.* De tous les pays de l'Europe occidentale, l'Espagne a enregistré, après la République fédérale d'Allemagne, l'aggravation la plus étendue de sa balance des paiements. Les réserves monétaires nettes, qui s'étaient accrues de \$365 millions en 1964, ont diminué de \$105 millions l'an dernier. En dépit de ce recul, l'encaisse-or a pu être renforcée de \$195 millions, dont la majeure partie a été obtenue auprès du Trésor fédéral des Etats-Unis. La position nette de l'Espagne envers le F.M.I. et au titre des A.G.E. s'est accrue de \$35 millions, les prélèvements nets de pesetas sur les ressources du Fonds Monétaire s'étant montés à \$50 millions. Les conversions en or d'avoirs officiels en dollars et l'octroi de prêts par l'intermédiaire

du Fonds Monétaire, combinés avec les besoins de financement du déficit extérieur, ont provoqué un fléchissement de \$335 millions des réserves de devises. Pendant le premier trimestre de 1966, celles-ci ont encore diminué de \$145 millions.

*Autriche.* Les excédents de la balance des paiements de l'Autriche ont fait place à un déficit en 1965. La position monétaire de ce pays envers l'étranger s'est aggravée de \$60 millions, dont \$50 millions représentaient une augmentation des engagements nets des banques autrichiennes envers l'étranger. Bien que les réserves monétaires officielles aient fait preuve d'une assez grande stabilité, l'encaisse-or s'est accrue de \$100 millions, à la suite d'achats auprès du Trésor fédéral des Etats-Unis. Les avoirs officiels en devises ont fléchi de \$110 millions. Durant le premier trimestre de 1966, les réserves officielles d'or et de devises ont diminué de \$80 millions; en revanche, la position nette de l'Autriche envers le F.M.I. et au titre des A.G.E. s'est relevée de \$25 millions, et l'endettement net des banques à l'égard de l'étranger s'est réduit d'un montant correspondant.

*Portugal.* La balance des paiements du Portugal a fait apparaître un excédent de \$85 millions en 1965, soit un peu moins que celui de l'année précédente. Les réserves monétaires officielles ont augmenté de \$55 millions, la totalité de l'accroissement ayant été versée à la réserve d'or. En outre, les avoirs des banques commerciales à l'étranger se sont accrus de \$30 millions en chiffres nets.

Dans le groupe des pays nordiques, les excédents de paiements de la Norvège ont atteint un montant considérable; ils ont été modérés au Danemark et en Suède, mais la Finlande a enregistré un déficit.

*Norvège.* En raison principalement de l'étendue des nouveaux afflux de capitaux, les avoirs de caractère monétaire sur l'étranger ont augmenté de \$160 millions en 1965. Sur ce montant, \$90 millions ont été versés aux réserves officielles de devises, la Norvège ayant été le seul pays européen enregistrant des excédents, dont l'encaisse-or n'a accusé aucune augmentation l'an dernier. Une partie de l'afflux net de capitaux a servi à améliorer la position envers l'étranger des banques norvégiennes, dont les avoirs nets extérieurs ont augmenté de \$70 millions.

Au *Danemark*, les banques commerciales, qui avaient emprunté en 1964 \$55 millions en chiffres nets, ont consenti l'an dernier \$80 millions de nouveaux prêts en chiffres nets à des étrangers. Ces prêts ont accentué les effets défavorables exercés en 1965 sur les réserves par l'aggravation de la balance des paiements de base. Les avoirs monétaires officiels, qui avaient accusé un gain de \$170 millions en 1964, ont fléchi de \$60 millions l'an dernier. Ce recul s'est produit en totalité

pendant les huit premiers mois de 1965; en revanche, on a enregistré une amélioration de \$130 millions pendant le reste de l'année et une nouvelle progression de \$35 millions au cours du premier trimestre de 1966.

En *Suède*, les réserves monétaires officielles, qui s'étaient accrues de \$95 millions pendant le premier trimestre, ont diminué de \$90 millions pendant le reste de 1965, en raison de l'aggravation de la balance des paiements courants. L'augmentation de l'encaisse-or pour l'ensemble de l'année (\$15 millions) a été un peu plus élevée que l'accroissement de \$5 millions des avoirs officiels sur l'étranger; la différence s'explique par un achat de métal au Fonds Monétaire.

En *Finlande*, le déficit enregistré en 1965 par la balance des paiements a eu pour contreparties, d'une part, une réduction de \$70 millions des réserves monétaires officielles, d'autre part, une aggravation de \$15 millions de l'endettement net des banques commerciales envers l'étranger.

#### **Autres mouvements monétaires.**

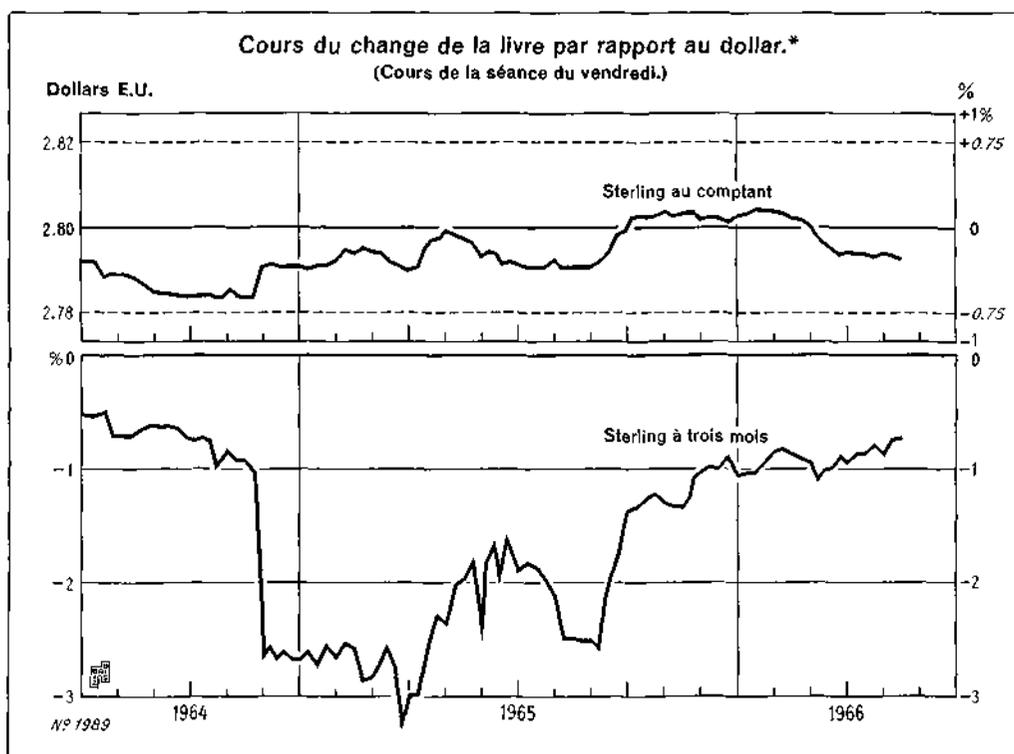
*Canada.* En englobant dans les mouvements monétaires les fluctuations de la position à court terme des banques canadiennes envers l'étranger, on relève pour 1965 un déficit de \$260 millions dans la balance des paiements du Canada. En dépit de ce déficit, les réserves monétaires officielles nettes se sont accrues de \$140 millions. La position nette du Canada envers le F.M.I. et au titre des A.G.E. s'est améliorée de \$160 millions et les réserves officielles d'or et de devises ont diminué de \$20 millions. En revanche, les avoirs nets des banques canadiennes à l'étranger se sont inscrits en recul de \$400 millions. Ce mouvement s'est produit en majeure partie au début de 1965, en raison du retrait du Canada de fonds d'origine américaine. Pendant le premier trimestre de 1966, la balance des paiements, calculée sur les mêmes bases, s'est soldée par un léger excédent (\$10 millions). Contrairement à ce qui s'est passé en 1965, les réserves officielles ont fléchi de \$120 millions, tandis que la position nette des banques envers l'étranger s'est améliorée de \$130 millions.

*Japon.* L'excédent global de la balance des paiements a été de \$410 millions l'an dernier et a servi en majeure partie à réduire de \$280 millions le montant des engagements nets des banques commerciales japonaises envers l'étranger. D'autre part, les réserves monétaires officielles ont été renforcées de \$130 millions, dont \$70 millions pour les réserves nettes de devises, \$35 millions pour l'amélioration de la position du Japon envers le F.M.I. et au titre des A.G.E. et \$25 millions pour l'encaisse-or.

### Marchés des changes.

Sur le marché des changes, la période passée sous revue a été riche en événements, surtout pour la livre, dont la crise s'est prolongée jusqu'à la fin du mois d'août 1965 et a été suivie d'un redressement accentué de cette monnaie à partir de septembre. Moins spectaculaire, mais non moins significatif a été le raffermissement du dollar amorcé en février 1965 à la suite des mesures prises pour limiter les sorties de capitaux et appuyé ultérieurement par les modifications intervenues dans les balances de paiements de certains pays européens et aussi par la montée des taux d'intérêt aux Etats-Unis. Sur le continent, si le franc français et la lire italienne ont continué de faire preuve d'une très grande fermeté, d'autres monnaies, deutsche marks en particulier, ont cédé du terrain par rapport au dollar. En mai 1966, la livre sterling était de nouveau l'objet d'une certaine pression; mais le dollar se tenait bien au-dessus de son cours-plancher d'intervention par rapport à toutes les monnaies d'Europe, franc français et franc suisse exceptés.

*Livre sterling.* Au début de 1965, la livre sterling était soumise à des pressions considérables et le cours du comptant était toujours tenu un peu au-dessus de \$2,79 pendant que des interventions massives des autorités étaient également



\* Le cours du comptant de la livre sterling est exprimé à la fois en dollars et en pourcentage par rapport à la parité déclarée. Le cours à trois mois est indiqué sous forme d'un déport par rapport au cours du comptant, exprimé sous forme d'un intérêt annuel.

nécessaires pour maintenir un certain ordre sur le marché des changes à terme. Vers le milieu de janvier, la situation s'est temporairement détendue à la suite d'un afflux de fonds ayant sa contrepartie dans les emprunts contractés par des collectivités locales de Grande-Bretagne sur le marché de l'Euro-dollar. Au début de février, le cours du comptant était remonté à \$2,79 ½. A la suite des mesures prises aux Etats-Unis pour redresser la balance des paiements, la situation s'est rapidement modifiée et, en raison de l'inquiétude éprouvée par les milieux du marché à la veille de la présentation du projet de budget, les autorités ont dû intervenir une fois de plus sur une vaste échelle. A la fin mars, le cours du comptant était tombé aux environs de \$2,79 et le déport de la livre à trois mois par rapport au dollar correspondait à un taux d'intérêt de 3 ¼ % par an. A ce niveau, les opérations d'arbitrage entre les taux d'intérêt faisaient ressortir un écart en faveur de New York.

Après la présentation du budget et l'assurance donnée par les autorités que la livre ne serait pas dévaluée, la situation s'est de nouveau améliorée, bien qu'à cette époque les collectivités locales de la Grande-Bretagne aient commencé de réduire leurs appels à l'emprunt au marché de l'Euro-dollar. A la fin du mois d'avril, le cours de la livre au comptant par rapport au dollar atteignait presque la parité, et le déport de la livre à trois mois avait été abaissé à un niveau correspondant à un taux d'intérêt de moins de 2 % par an au début de mai. A cette époque, un facteur de quelque importance pour le marché à terme de la livre a été le plafonnement de l'expansion des encours des banques qui a découragé des opérations de conversions de dollars. Une fois de plus, le mouvement de reprise a été de courte durée et, vers la fin mai, le cours du comptant avait été ramené à \$2,79 ¼ et le déport de la livre s'était fortement tendu.

En juin et en juillet, la livre a été soumise à une forte pression qui s'est maintenue jusqu'au mois d'août malgré l'annonce de nouvelles mesures de redressement fin juillet. A l'aggravation de la balance des paiements de base s'est ajouté un important mouvement de sorties de capitaux à court terme. Le cours du comptant a été une fois de plus défendu aux environs de \$2,79; en revanche, le déport à trois mois, qui avait fléchi à 1,7 % par an au moment de l'abaissement du taux officiel de l'escompte en juin, s'est de nouveau tendu à 2 ½ % au début d'août. A ce niveau, il faisait ressortir, pour les opérations d'arbitrage entre les taux d'intérêt, un écart considérable en faveur de la place de New York. L'existence de cet écart a incontestablement contribué à intensifier les sorties de capitaux de Londres.

Vers la fin du mois d'août, les ventes de livres sterling sont devenues moins actives et, au début de septembre, le cours du comptant par rapport au dollar a quelque peu remonté. Le 10 septembre, l'annonce de l'octroi d'une nouvelle aide par un groupe de banques centrales étrangères a provoqué un changement

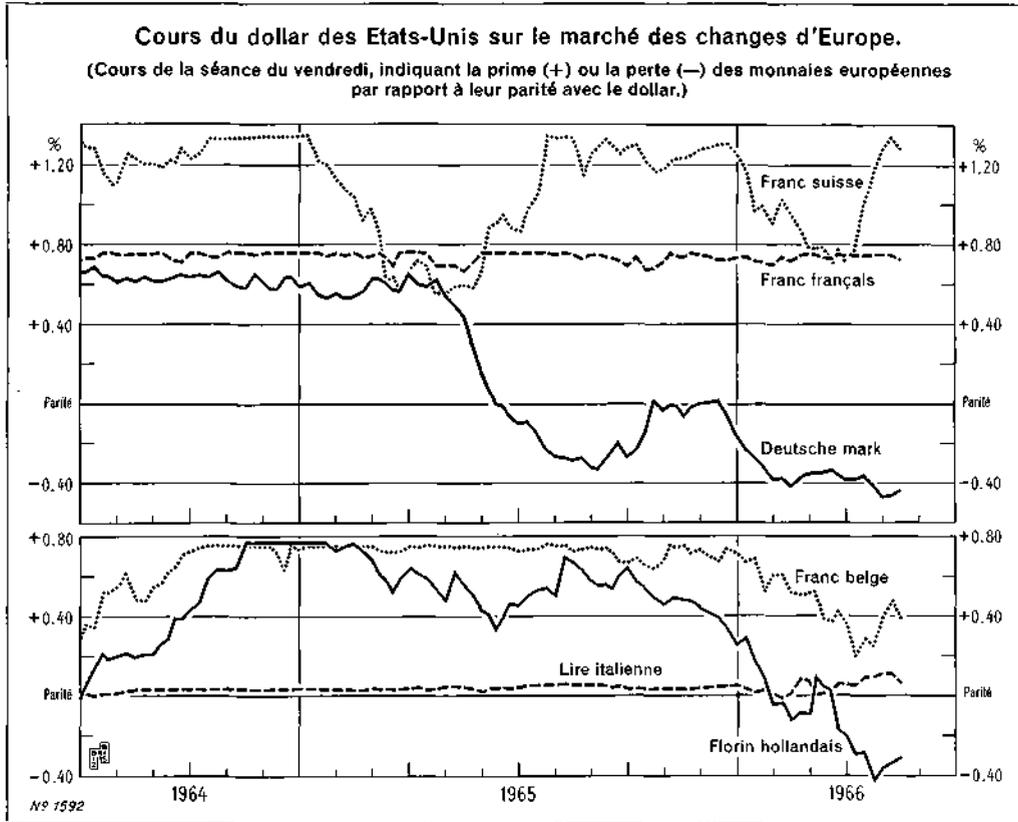
d'attitude dans les milieux du marché et, vers la fin de ce même mois, le cours du comptant par rapport au dollar se tenait pour la première fois depuis le début de 1963 bien au-dessus de la parité. Sur le marché à terme, le déport à trois mois a été ramené à 1,3% par an au début d'octobre; de ce fait, l'écart des opérations d'arbitrage entre les taux d'intérêt est redevenu favorable à Londres.

Mis à part un certain accès de faiblesse vers la fin de l'année pour des raisons de caractère saisonnier, la livre sterling a continué de faire preuve de fermeté pendant le dernier trimestre de 1965 et la première partie de 1966. Le cours du comptant s'est ainsi tenu très près de \$2,80<sup>1</sup>/<sub>4</sub>, et les autorités ont profité de l'afflux de devises pour rembourser des crédits à court terme utilisés pendant la crise de l'été et pour accroître les réserves monétaires. En même temps, les autorités ont pu commencer de dénouer les importants engagements de livraison de devises à terme qu'elles avaient contractés. Le déport de la livre par rapport au dollar a continué de se détendre et il a fléchi au-dessous de 1% par an au moment de l'augmentation du taux de réescompte aux Etats-Unis en décembre 1965.

A la fin de février 1966, la livre sterling a fait preuve de moins de fermeté, à la suite de la publication des résultats décevants du commerce extérieur en janvier et cette tendance s'est maintenue à l'approche des élections générales. A la fin mars, le cours au comptant avait glissé à \$2,79<sup>3</sup>/<sub>8</sub>. Pendant le mois de mai, il a de nouveau perdu du terrain à la suite du conflit dans la marine marchande.

Au cours de la période passée sous revue, des mesures ont été prises pour limiter l'approvisionnement des résidents de Grande-Bretagne en devises étrangères susceptibles d'être obtenues sur le marché libre. Depuis le mois d'avril 1965, les résidents doivent céder au Fonds d'Egalisation des Changes 25% du produit de leurs ventes de valeurs mobilières étrangères. Ces mesures ont certes provoqué une réduction des sorties de capitaux de Grande-Bretagne — pendant les neuf derniers mois de 1965, on a relevé un désinvestissement net de \$180 millions au titre des opérations de portefeuille avec l'extérieur de la zone sterling — mais elles ont provoqué une augmentation de la prime du dollar/investissement par rapport à la parité officielle. En mars 1965, juste avant la présentation du projet de budget qui contenait ces mesures, la prime était de 8% environ. A la fin mai, elle était montée à 11% et elle se tenait au-dessus de 15% à la fin de 1965. L'augmentation de la prime s'est poursuivie pendant les premiers mois de 1966 et, en dépit des mesures prises dans le budget 1966 pour limiter les possibilités d'accès des résidents à ce marché, elle avait atteint plus de 28% environ à la fin mai 1966.

*Franc suisse.* En dépit d'un redressement accentué de la balance des paiements de base et de la persistance de la crise de la livre sterling, le cours du franc suisse par rapport au dollar s'est tenu en dessous du plafond d'intervention pendant



la majeure partie de l'an dernier. Au début de 1965, les banques suisses avaient exporté des capitaux en abondance, en partie pour renverser des opérations conclues en prévision des règlements de fin d'année, en partie parce qu'elles disposaient d'un volume de moyens liquides très appréciable. En outre, le dollar s'est relativement raréfié à la suite des mesures prises aux Etats-Unis pour redresser la balance des paiements. De ce fait, le cours au comptant du franc suisse par rapport au dollar s'est écarté du plafond d'intervention de FS 4,31 ½ auquel il se situait à la fin de 1964, à FS 4,34 ½ vers le milieu de mars 1965, pour tomber à FS 4,35 fin mars et début avril. Pour la première fois depuis 1962, la Banque Nationale Suisse a pu procéder à d'importantes ventes de dollars sur le marché des changes.

En juin 1965, le franc suisse a commencé de se raffermir par rapport au dollar, en raison des rapatriements de capitaux effectués par les banques suisses en vue de la présentation de leurs situations de fin de semestre. Avec le rebondissement de la crise de la livre sterling, le franc suisse s'est très sensiblement redressé en juillet 1965 pour toucher le plafond d'intervention de FS 4,31 ½ par rapport au dollar vers la fin de ce même mois. Toutefois, à partir du milieu d'août, le franc suisse s'est inscrit quelque peu en recul et la cote s'est tenue aux environs de FS 4,32 jusqu'au mois de novembre. Comme les besoins de moyens liquides des banques

suisses pour leurs règlements de fin d'année ont été satisfaits par la Banque Nationale Suisse grâce à des cessions de francs contre dollars, le cours du comptant a augmenté mais n'a pas atteint le plafond d'intervention. Pendant la première partie de 1966, le franc suisse a de nouveau fléchi et, à fin mars, les cours se situaient légèrement au-dessus de FS 4,34. Au début de mai, le franc suisse s'est toutefois redressé pour atteindre à nouveau son cours-plafond d'intervention.

*Deutsche mark.* La position du deutsche mark s'est nettement affaiblie l'an dernier à la suite de l'aggravation de la balance des paiements. Pendant le premier trimestre de 1965, le deutsche mark a encore fait preuve de fermeté par rapport au dollar aux environs de DM 3,97 $\frac{3}{4}$ . Avec l'apparition de déficits de paiements courants, le deutsche mark a commencé de perdre du terrain en avril et, en juin, il était coté au-dessous de la parité par rapport au dollar. Au début d'août, le cours du comptant a fléchi à DM 4,01 $\frac{1}{4}$ , niveau le plus bas depuis novembre 1962.

La tendance s'est renversée à la fin du mois d'août. La politique monétaire est devenue plus restrictive et les achats par des non-résidents d'obligations étrangères libellées en deutsche marks ont atteint un volume considérable. Ces deux facteurs ont fait remonter le cours à la parité avec le dollar à la fin octobre et la cote s'est tenue aux environs de ce niveau jusqu'à la dernière semaine de 1965. A ce moment, le deutsche mark a de nouveau fléchi au-dessous de la parité et il s'est maintenu à ce cours pendant le premier trimestre de 1966.

La modification de la position du deutsche mark depuis un an a permis aux autorités des Etats-Unis d'acheter directement des deutsche marks à la Bundesbank et sur le marché, afin de dénouer leurs engagements en deutsche marks. De juin 1965 à mars 1966, la réduction des engagements en deutsche marks des autorités américaines a représenté l'équivalent de \$300 millions.

*Autres monnaies européennes.* Pendant toute la période passée sous revue, le franc français a été coté à son cours-plafond par rapport au dollar, ou à un niveau très près de celui-ci. La lire a également fait preuve d'une très grande fermeté, mais les autorités italiennes ont continué de maintenir le cours du comptant légèrement au-dessus de la parité dollar/lire. Le franc belge s'est maintenu aux environs du cours-plafond d'intervention par rapport au dollar pendant la majeure partie de 1965; vers la fin de l'année, il a commencé d'amorcer un recul et, aux derniers jours de mars 1966, il se tenait à 0,4% au-dessus de la parité par rapport au dollar. A la suite de l'application du programme de restrictions volontaire aux Etats-Unis, le florin néerlandais a fléchi de son cours-plafond d'intervention à 0,3% environ de plus que la parité. Après un nouveau raffermissement au cours du troisième trimestre, le florin s'est affaibli une fois de plus et, en mai 1966, le cours par rapport au dollar s'établissait à 0,3% en dessous de la parité.

### **Autres modifications dans le domaine des changes.**

En raison des difficultés persistantes de leurs balances des paiements, les deux pays à monnaies de réserve ont pris, pendant la période considérée, de nouvelles dispositions pour contrôler les sorties de capitaux.

Les mesures de surveillance des changes, adoptées par le gouvernement britannique au moment de la présentation du budget d'avril 1965, ont été exposées dans le précédent Rapport annuel. En juillet 1965, elles ont été renforcées par l'annonce que les demandes de devises destinées à financer des investissements directs en dehors de la zone sterling ne seraient plus servies sur le marché des changes officiel. En même temps, la liste des recettes en devises, dont le produit peut être négocié sur le marché des monnaies/investissements, a été révisée dans un sens restrictif. Les principales recettes touchées par ces mesures sont le produit en devises de la vente de polices d'assurances et de la vente d'éléments d'actif d'immigrants qui sont dorénavant considérés comme des résidents britanniques. En outre, la Banque d'Angleterre a reçu pour mission d'exercer un contrôle plus uniforme sur les emprunts contractés par des entreprises étrangères résidant en Grande-Bretagne. D'autres mesures ont été prises en mai 1966, y compris la mise en route d'un programme de restrictions volontaire des investissements dans les pays développés de la zone sterling.

D'une manière générale, le programme prévoit que les sociétés britanniques projetant d'effectuer des investissements en Australie, en Nouvelle-Zélande, en Afrique du Sud et en Irlande doivent examiner les possibilités d'en différer l'exécution et s'efforcer, dans toute la mesure du possible, de financer les dépenses engagées outre-mer avec des ressources collectées sur place. Si les sociétés décident néanmoins de poursuivre l'exécution de leurs projets, elles doivent, lorsque le coût de leur réalisation en devises étrangères dépasse l'équivalent de £25.000, soumettre leurs projets à un examen de la Banque d'Angleterre. Si un projet n'est pas de nature à apporter une contribution rapide, étendue et durable, au redressement de la balance des paiements, la banque centrale recommandera à l'entreprise d'y renoncer ou d'en différer l'exécution. La procédure d'examen préalable sera également appliquée aux projets d'investissements directs dans des pays ne faisant pas partie de la zone sterling, dont le financement doit être assuré avec des devises achetées sur le marché des dollars/investissements. Des restrictions volontaires devront également être observées pour les investissements de portefeuille effectués dans la zone sterling par les compagnies d'assurances, les fonds de placement et autres organismes collecteurs de l'épargne. En outre, des restrictions seront imposées aux emprunts contractés en Grande-Bretagne par des résidents de la zone sterling.

Le programme de restrictions volontaire appliqué en février 1965 aux Etats-Unis pour améliorer la situation de la balance des paiements a été également

exposé dans le Rapport de l'an dernier. Ses dispositions ont été renforcées en décembre 1965. Les investissements directs dans les pays développés ont été plafonnés; au cours des années 1965-66, leur moyenne annuelle ne devra pas dépasser 135 % de celle de la période 1962-64. Le plafonnement des encours des banques et autres organismes financiers envers l'étranger a été aménagé; en 1966, le plafond sera porté, en quatre étapes trimestrielles, de 105 à 109 % du niveau de la fin de 1964. Au point de vue géographique, l'application de la taxe d'égalisation des taux d'intérêt a été étendue aux pays producteurs de pétrole brut du Moyen-Orient.

Dans l'ensemble, les mesures prises dans plusieurs pays du continent européen pour limiter les entrées de fonds, principalement à court terme, et encourager les exportations de capitaux ont été maintenues, en République fédérale d'Allemagne en particulier. En Suisse, le contrôle des entrées de capitaux étrangers a été assoupli à partir d'avril 1966, afin de permettre à ceux-ci de s'investir en obligations du nouvel emprunt de la Confédération pour le logement et dans les nouvelles obligations émises par des établissements hypothécaires et par des banques cantonales et locales. En ce qui concerne les exportations de capitaux, les grandes banques suisses ont été autorisées à participer, à concurrence de 10 à 15 % des émissions, à des consortiums formés par des banques étrangères pour le lancement de certains emprunts internationaux. En France, la possibilité de nouer des opérations de change à terme à échéance maximum de six mois a été étendue, en octobre 1965, à la couverture de recettes ou de décaissements de devises ayant leur source dans des opérations en capital. En même temps, les intermédiaires agréés ont été autorisés à accorder à des non-résidents des crédits libellés en francs français pour une période maximum de six mois.

Au nombre des pays moins industrialisés de l'Europe, le *Portugal* a assoupli en août 1965 la réglementation relative au rapatriement des capitaux étrangers et au transfert des bénéfices réalisés dans le pays. En novembre 1965, le gouvernement *espagnol* a levé les mesures de contrôle des changes frappant le transfert de dividendes et d'intérêts de toute nature à destination de l'étranger. En février 1966, il a autorisé l'ouverture d'un marché à terme pour la peseta.

Dans le cadre d'un vaste programme de réformes économiques, les autorités *yougoslaves* ont dévalué le dinar en juillet 1965 en abaissant la parité de DIN 750 à DIN 1.250 par rapport au dollar des États-Unis. A compter du 1<sup>er</sup> janvier 1966, la Yougoslavie a adopté une nouvelle unité monétaire: le nouveau dinar, d'une valeur égale à 100 dinars anciens. De ce fait, la nouvelle parité a été modifiée de DIN 1.250 à DIN 12,50 par dollar des États-Unis. Le nouveau taux de change s'applique à toutes les recettes en provenance de l'étranger et à tous les paiements à destination de l'étranger.

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

Deux forces opposées ont influencé les conditions du marché des Euro-monnaies depuis le début de 1965. L'exécution du programme de restrictions volontaire des sorties de capitaux et le resserrement du crédit aux Etats-Unis ont agi dans le sens d'une raréfaction de l'offre et d'un accroissement de la demande de dépôts libellés en dollars. D'autre part, le marché a reçu d'importants apports de fonds en provenance d'organismes monétaires officiels d'Europe, l'Office des Changes Italien principalement. Du point de vue des dimensions du marché, la recrudescence des offres de disponibilités en provenance d'autres sources a compensé, et au-delà, les répercussions des retraits de fonds opérés par les Etats-Unis. En fait, les engagements en devises étrangères, envers des non-résidents, de banques commerciales exerçant leur activité dans dix pays communiquant des renseignements à la Banque des Règlements Internationaux (Belgique, Canada, France, République fédérale d'Allemagne, Italie, Japon, Pays-Bas, Suède, Suisse, Grande-Bretagne), ont augmenté de \$1,7 milliard entre mars 1965 et mars 1966, et leurs avoirs en devises étrangères de \$3,4 milliards. En ce qui concerne les taux des dépôts en dollars, les dispositions prises aux Etats-Unis ont exercé l'influence la plus étendue, bien que leurs effets aient été atténués par l'augmentation de l'offre. Au début de juin 1966, le taux de rémunération des dépôts en dollars à trois mois se tenait à 5¾%, contre 5% un an auparavant.

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

Pendant la première partie de 1965, le marché des Euro-monnaies a traversé une période de consolidation, mais les transactions se sont considérablement développées par la suite. Les engagements en devises étrangères, envers des non-résidents, des banques commerciales exerçant leur activité dans les pays communiquant des renseignements à la Banque des Règlements Internationaux avaient légèrement fléchi pendant le premier semestre, tombant de \$17,6 à \$17,2 milliards, mais ils se sont accrus ensuite pour atteindre \$19,5 milliards vers la fin de 1965. Pour l'année tout entière, la progression des engagements s'est chiffrée à \$1,9 milliard. L'augmentation des créances en devises étrangères de ces banques sur des non-résidents a été encore plus accentuée (\$2,9 milliards pendant l'année considérée). Déjà amorcé pendant le second trimestre de 1965, l'accroissement de ces créances s'est accéléré par la suite. Après avoir fléchi de \$18,2 à \$17,7 milliards pendant le premier trimestre, les créances en devises étrangères sur des non-résidents étaient remontées à \$17,9 milliards en juin, pour atteindre \$21,1 milliards vers la fin de

**Engagements et avoirs à court terme des banques commerciales de dix pays  
en certaines monnaies étrangères envers des non-résidents.**

Pays	En fin de mois	Dollars E. U.		Autres monnaies <sup>1</sup>		Total		Changements dans les positions nettes	
		Engagements	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements	Avoirs	Dollars E.U.	Autres monnaies
en millions de dollars E.U.									
Belgique . . .	1964 décembre	420	360	520	320	940	680		
	1965 mars	400	440	570	290	970	730	+ 100	- 80
	décembre	560	470	600	380	1.160	850	- 130	+ 60
	1966 mars	560	520	770	490	1.330	1.010	+ 50	- 60
Canada . . .	1964 décembre	2.590	3.180	20 <sup>2</sup>	200 <sup>2</sup>	2.610	3.380		
	1965 mars	2.370	2.770	30 <sup>2</sup>	190 <sup>2</sup>	2.400	2.960	- 190	- 20
	décembre	2.370	2.670	30 <sup>2</sup>	110 <sup>2</sup>	2.400	2.780	- 100	- 80
	1966 mars	2.040	2.440	30 <sup>2</sup>	120 <sup>2</sup>	2.070	2.560	+ 100	+ 10
France <sup>3</sup> . . .	1964 décembre	810	860	560	660	1.370	1.520		
	1965 mars	730	890	550	590	1.280	1.480	+ 110	- 60
	décembre	1.070	1.220	530	640	1.600	1.860	- 10	+ 70
	1966 mars	770	1.160	750	740	1.520	1.900	+ 240	- 120
Grande-Bretagne . . .	1964 décembre	4.380	3.670	520	660	4.900	4.330		
	1965 mars	4.560	3.410	550	720	5.110	4.130	- 440	+ 30
	décembre	5.260	4.550	540	790	5.800	5.340	+ 440	+ 80
	1966 mars	5.440	4.880	620	850	6.060	5.730	+ 150	- 20
Italie . . .	1964 décembre	1.530	870	360	320	1.890	1.190		
	1965 mars	1.340	800	450	260	1.790	1.060	+ 120	- 150
	décembre	1.710	1.570	440	470	2.150	2.040	+ 400	+ 220
	1966 mars	1.220	1.280	500	560	1.720	1.840	+ 200	+ 30
Japon . . .	1964 décembre	2.380	2.210	350	400	2.730	2.610		
	1965 mars	2.500	2.290	370	400	2.870	2.690	- 40	- 20
	décembre	2.650	2.620	360	380	2.910	3.000	+ 280	- 10
	1966 mars	2.570	2.600	340	340	2.910	2.940	- 40	- 20
Pays-Bas . . .	1964 décembre	360	390	150	290	510	680		
	1965 mars	360	420	150	300	510	720	+ 30	+ 10
	décembre	530	420	210	400	740	820	- 170	+ 40
	1966 mars	570	360	290	500	860	860	- 100	+ 20
République féd. d'Allemagne	1964 décembre	440	640	80	120	520	760		
	1965 mars	230	700	60	120	290	820	+ 270	+ 20
	décembre	370	620	70	170	440	790	- 220	+ 40
	1966 mars	280	620	50	100	330	720	+ 90	- 50
Suède . . .	1964 décembre	110	230	50	110	160	340		
	1965 mars	130	180	70	110	200	290	- 70	- 20
	décembre	150	260	70	160	220	420	+ 60	+ 50
	1966 mars	140	230	100	150	240	380	- 20	- 40
Suisse <sup>4</sup> . . .	1964 décembre	1.590	2.180	330	560	1.920	2.740		
	1965 mars	1.450	2.270	340	510	1.790	2.780	+ 230	- 60
	décembre	1.700	2.660	360	550	2.060	3.210	+ 140	+ 20
	1966 mars	1.490	2.520	360	560	1.850	3.080	+ 70	+ 10
Total . . .	1964 décembre	14.610	14.590	2.940	3.640	17.550	18.230		
	1965 mars	14.070	14.170	3.140	3.490	17.210	17.660	+ 120	- 350
	décembre	16.270	17.060	3.210	4.050	19.480	21.110	+ 690	+ 490
	1966 mars	15.080	16.610	3.810	4.410	18.890	21.020	+ 740	- 240

<sup>1</sup> Sterling, francs suisses, deutsche marks, florins néerlandais, francs français, livres italiennes. <sup>2</sup> Toutes les autres monnaies, mais principalement le sterling. <sup>3</sup> Positions envers des banques seulement. <sup>4</sup> Y compris les avoirs de la B.R.I. en Euro-monnaies.

**Engagements et avoirs à court terme des banques commerciales de dix pays  
en certaines monnaies étrangères envers des non-résidents, non compris  
les positions envers les pays d'émission des monnaies en cause.**

Pays	En fin de mois	Dollars E.U.		Autres monnaies <sup>1</sup>		Total		Changements dans les positions nettes	
		Engagements	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements	Avoirs	Dollars E.U.	Autres monnaies
en millions de dollars E.U.									
Belgique . . .	1964 décembre	330	260	390	60	710	320		
	1965 mars	350	310	300	60	650	370	+ 30	+ 80
	décembre	460	350	410	100	870	450	- 70	- 70
	1966 mars	460	420	460	110	920	530	+ 70	- 40
Canada . . .	1964 décembre	910	1.210	20 <sup>2</sup>	30 <sup>2</sup>	930	1.240		
	1965 mars	1.010	1.010	30 <sup>2</sup>	30 <sup>2</sup>	1.040	1.040	- 300	- 10
	décembre	1.390	900	30 <sup>2</sup>	40 <sup>2</sup>	1.420	940	- 490	+ 10
	1966 mars	1.190	850	30 <sup>2</sup>	40 <sup>2</sup>	1.220	890	+ 150	-
France <sup>3</sup> . . .	1964 décembre	730	660	400	340	1.130	1.000		
	1965 mars	660	660	330	350	990	1.010	+ 70	+ 80
	décembre	940	1.010	360	370	1.300	1.380	+ 70	- 10
	1966 mars	680	910	430	410	1.110	1.320	+ 160	- 30
Grande-Bretagne	1964 décembre	3.840	2.460	.	.	.	.		
	1965 mars	4.060	1.950	.	.	.	.	- 730	.
	décembre	4.710	2.950	.	.	.	.	+ 350	.
	1966 mars	4.770	2.660	.	.	.	.	- 350	.
Italie . . . .	1964 décembre	1.250	600	210	150	1.460	750		
	1965 mars	1.030	640	250	110	1.280	750	+ 260	- 80
	décembre	1.420	1.370	250	200	1.670	1.570	+ 340	+ 90
	1966 mars	960	1.110	280	270	1.240	1.380	+ 200	+ 40
Japon . . . .	1964 décembre	350	550	100	260	450	810		
	1965 mars	380	550	100	230	480	780	- 30	- 30
	décembre	390	690	100	240	490	930	+ 130	+ 10
	1966 mars	430	670	90	210	520	880	- 60	- 20
Pays-Bas . . .	1964 décembre	320	300	100	100	420	400		
	1965 mars	300	340	100	110	400	450	+ 60	+ 10
	décembre	470	340	140	90	610	430	- 170	- 60
	1966 mars	480	280	190	140	670	420	- 70	-
République féd. d'Allemagne .	1964 décembre	390	170	40	10	430	180		
	1965 mars	190	170	30	20	220	190	+ 200	+ 20
	décembre	300	240	30	10	330	250	- 40	- 10
	1966 mars	240	300	20	10	260	310	+ 120	+ 10
Suède . . . .	1964 décembre	80	140	30	20	110	160		
	1965 mars	90	110	40	30	130	140	- 40	-
	décembre	120	170	50	40	170	210	+ 30	-
	1966 mars	120	130	50	30	170	160	- 40	- 10
Suisse <sup>4</sup> . . .	1964 décembre	1.440	1.610	180	120	1.620	1.730		
	1965 mars	1.290	1.800	150	70	1.440	1.870	+ 340	- 20
	décembre	1.550	2.160	170	90	1.720	2.250	+ 100	-
	1966 mars	1.320	2.070	160	110	1.480	2.180	+ 140	+ 30
Total . . .	1964 décembre	9.640	7.960	.	.	.	.		
	1965 mars	9.360	7.540	.	.	.	.	- 140	.
	décembre	11.750	10.180	.	.	.	.	+ 250	.
	1966 mars	10.650	9.400	.	.	.	.	+ 320	.

<sup>1</sup> Sterling, francs suisses, deutsche marks, florins néerlandais, francs français, liras italiennes. <sup>2</sup> Toutes les autres monnaies, mais principalement le sterling. <sup>3</sup> Positions envers des banques seulement. <sup>4</sup> Y compris les avoirs de la B.R.I. en Euro-monnaies.

l'an dernier. Au point de vue des positions nettes, les avoirs nets en devises sur des non-résidents ont fléchi de \$700 à \$500 millions pendant le premier trimestre, puis ont progressé à \$1,6 milliard à la fin de 1965.

Au cours du premier trimestre de 1966, le total des engagements en devises des banques envers des non-résidents est tombé de \$19,5 à \$18,9 milliards et celui de leurs créances de \$21,1 à \$21 milliards. Cette diminution des positions globales a été inférieure à celle des positions en dollars qui ont fléchi, du côté des engagements, de \$16,3 à \$15,1 milliards et, du côté des créances, de \$17,1 à \$16,6 milliards. Les engagements des banques en monnaies autres que le dollar se sont accrus de \$3,2 à \$3,8 milliards, et leurs avoirs dans lesdites monnaies de \$4,1 à \$4,4 milliards. Calculés en chiffres nets, les avoirs en monnaies étrangères des banques des pays communiquant des renseignements sont passés de \$1,6 à \$2,1 milliards pendant le trimestre considéré.

Pendant la première partie de 1965, la diminution des engagements en devises des banques envers l'étranger et de leurs créances en devises sur l'étranger a été due en partie au jeu de facteurs saisonniers, en partie à l'exécution du programme de restrictions volontaire des sorties de capitaux des Etats-Unis. La reprise du mouvement d'expansion pendant le second semestre a été due en partie à un afflux de fonds en provenance d'organismes monétaires officiels d'Europe. Au cours du troisième trimestre, les opérations de swap contre dollars entre l'Office des Changes Italien et les banques commerciales italiennes se sont sensiblement développées. La nouvelle expansion du marché notée pendant le quatrième trimestre a revêtu dans une large mesure un caractère saisonnier. Si cette recrudescence a été suivie d'une augmentation des avoirs nets des banques, c'est principalement parce que deux facteurs sont entrés en jeu. En premier lieu, du fait notamment de l'exécution du programme de restrictions volontaire des sorties de capitaux des

**Total des positions à court terme en dollars, envers des non-résidents, des banques commerciales de pays 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 E.U.					
Décembre 1964 . . . . .	14.610	14.590	— 20	9.640	7.960	— 1.680
Mars 1965 . . . . .	14.070	14.170	+ 100	9.360	7.540	— 1.820
Juin 1965 . . . . .	13.900	14.200	+ 300	9.330	7.580	— 1.750
Septembre 1965 . . . . .	14.690	15.650	+ 960	10.230	8.470	— 1.780
Décembre 1965 . . . . .	16.270	17.060	+ 790	11.750	10.180	— 1.570
Mars 1966 . . . . .	15.080	16.610	+ 1.530	10.650	9.400	— 1.250

Etats-Unis, les transferts nets de fonds, vers les Etats-Unis, de la zone formée par les pays communiquant des renseignements se sont accrus. D'autre part, les apports de fonds au marché par des autorités monétaires ont été surtout comptabilisés dans les avoirs des banques.

Le fléchissement des positions globales des banques pendant les trois premiers mois de 1966 a revêtu un caractère saisonnier. Le renforcement de leurs positions en monnaies autres que le dollar et l'accroissement de leurs avoirs nets en dollars ont toutefois eu, vraisemblablement, leur source dans la raréfaction des crédits en dollars et dans le renchérissement de leur prix. Ces deux facteurs ont eu tendance à provoquer un développement des transactions libellées en monnaies autres que le dollar et à inciter les banques à déplacer leurs activités de prêt de leurs propres résidents vers les Etats-Unis.

L'augmentation des avoirs et des engagements en devises s'est surtout produite dans les positions en dollars des banques. En 1965, les fluctuations des positions en dollars ont suivi fidèlement celles des positions globales en devises étrangères: pause pendant le premier semestre, suivie d'une nouvelle expansion vers la fin de l'année. Du côté des avoirs comme du côté des engagements, ce sont les variations des positions en dollars envers des pays autres que les Etats-Unis qui ont été à l'origine de la progression enregistrée. De fait, les engagements en dollars envers les Etats-Unis ont diminué de \$500 millions, en raison de retraits de fonds d'origine américaine, principalement par l'intermédiaire du Canada. A la suite de ces retraits, la position nette en dollars des banques, naguère à peu près équilibrée, a fait ressortir des avoirs nets pour \$800 millions en 1965, le renversement ayant été concentré sur le troisième trimestre. Les positions en dollars envers des pays autres que les Etats-Unis ont été caractérisées par une plus grande stabilité, les engagements nets ayant légèrement fléchi de \$1,7 à \$1,6 milliard seulement.

Pendant le premier trimestre de 1966, la position nette en dollars des banques envers des non-résidents s'est améliorée de \$700 millions, dont plus de la moitié de ce montant envers les Etats-Unis.

L'accroissement des positions à court terme en dollars des banques des pays communiquant des renseignements est intervenu alors que d'autres opérations «extérieures» de financement en dollars (en particulier les émissions d'obligations libellées en dollars sur des places d'Europe) prenaient une extension considérable. Ce n'est pas par une pure coïncidence que le marché de l'Euro-dollar et le marché européen des obligations se sont développés simultanément. D'une part, le produit des émissions d'obligations en dollars sur les places d'Europe est très vraisemblablement investi sur le marché de l'Euro-dollar, dans la mesure où il n'est pas dépensé immédiatement par les emprunteurs. D'autre part, les banques européennes

membres des syndicats de garantie ont besoin de conserver un volant de dollars, en prévision de l'obligation où elles peuvent se trouver de prendre à leur compte les valeurs que le marché n'est pas en mesure d'absorber rapidement. Tout porte à croire que cette masse de manœuvre en dollars a tendance à se renforcer progressivement et qu'elle est investie en partie sur le marché de l'Euro-dollar.

### **Evolution dans les divers pays qui communiquent des renseignements.**

En Grande-Bretagne, la position en devises étrangères des banques exerçant leur activité dans le pays s'est encore sensiblement accrue l'an dernier. Leurs engagements en devises envers des non-résidents ont progressé de \$4,9 à \$5,8 milliards, soit la moitié environ de l'accroissement noté pour l'ensemble des banques des pays communiquant des renseignements, et leurs avoirs de \$4,3 à \$5,3 milliards. L'endettement en devises des banques de Grande-Bretagne envers l'étranger a donc été ramené de \$570 à \$460 millions.

Pendant le premier trimestre de 1965, les engagements nets en dollars des banques exerçant leur activité en Grande-Bretagne se sont accrus de \$440 millions. Ce mouvement avait en partie un caractère saisonnier, mais son amplitude était due au resserrement des conditions d'accès au crédit à l'intérieur du pays et en particulier à l'importance des emprunts contractés par les collectivités locales. La position envers l'Europe occidentale des banques exerçant leur activité en Grande-Bretagne s'était aggravée de \$760 millions; leurs créances nettes sur l'Amérique du Nord s'étaient accrues de \$400 millions. Pendant le reste de 1965, l'amélioration de la position nette en dollars des banques de Grande-Bretagne a eu exactement la même amplitude que l'aggravation notée pendant le premier trimestre. Pendant le second trimestre, la situation monétaire intérieure de la Grande-Bretagne s'est détendue, à la suite de la réapparition de déficits de l'Echiquier. D'autre part, les collectivités locales ont cessé d'adresser des appels au marché de l'Euro-dollar et ont commencé de rembourser leurs engagements, en partie avec leurs recettes propres et en partie avec le produit des facilités accrues dont elles disposaient auprès du Public Works Loan Board, et dont elles ont fait un usage très étendu entre les mois d'avril et de juillet. En outre, à partir de mai 1965, l'expansion des encours des banques envers le secteur privé de l'économie a été plafonnée. A la suite de l'entrée en jeu de ces facteurs, la position nette en dollars des banques de Grande-Bretagne envers des non-résidents s'est améliorée de \$250 millions au cours du deuxième trimestre et de \$140 millions au cours du troisième, car l'existence d'un déport élevé de la livre rendait le repli vers le dollar avantageux pendant la majeure partie des deux trimestres considérés.

Pendant le premier trimestre de 1966, les positions en devises étrangères des banques exerçant leur activité en Grande-Bretagne ont continué de s'étoffer. Leurs engagements sont en effet passés de \$5,8 à \$6,1 milliards, et leurs avoirs de \$5,3 à \$5,7 milliards. Leurs engagements nets ont fléchi de \$460 à \$330 millions, soit \$650 millions de moins qu'un an auparavant. En raison des appels accrus à l'emprunt adressés par des banques américaines à la place de Londres, les créances nettes en dollars des banques de Grande-Bretagne sur les Etats-Unis ont vivement progressé de \$1.050 à \$1.550 millions, et leurs engagements nets en dollars envers le reste du monde se sont accrus de \$1.760 à \$2.110 millions.

Les banques japonaises, dont les positions en devises envers l'étranger sont les plus importantes après celles de Grande-Bretagne, ont amélioré de \$240 millions leur position nette en dollars envers des non-résidents au cours de l'année 1965. Leurs engagements ont en effet augmenté de \$170 millions et leurs créances de \$410 millions. Vis-à-vis des Etats-Unis, envers lesquels elles ont les engagements les plus élevés et sur lesquels elles détiennent les créances les plus importantes, leur position s'est améliorée de \$140 millions en chiffres nets. Ce redressement a été dû à l'orientation plus favorable de la balance des paiements du Japon et au rétablissement d'une plus large aisance sur le marché monétaire intérieur qui lui a fait suite. Les créances nettes en dollars du Japon sur les pays autres que les Etats-Unis ont augmenté de \$100 millions.

Les banques canadiennes ont été les plus directement touchées par l'application du programme de restrictions volontaire aux Etats-Unis. Pendant les neuf premiers mois de 1965, leurs engagements en dollars américains envers les Etats-Unis ont fléchi de \$1.680 à \$1.090 millions. Leur réaction a consisté à accroître de \$470 millions leurs engagements envers le reste du monde, tout en réduisant de \$400 millions leurs créances sur des pays autres que les Etats-Unis et en laissant fléchir leurs créances sur les Etats-Unis de \$40 millions seulement. Si les apports de fonds en provenance du reste du monde ont été supérieurs au volume de ressources nécessaires pour faire face aux sorties nettes de fonds à destination des Etats-Unis, c'est principalement à cause des besoins de crédit de filiales ou de succursales de sociétés américaines au Canada, qui se sont heurtées à des difficultés accrues pour couvrir leurs besoins financiers aux Etats-Unis. Les engagements en dollars des Etats-Unis des banques canadiennes envers des résidents ont diminué de \$160 millions, et leurs créances en dollars des Etats-Unis sur des résidents se sont accrues de \$210 millions.

La tendance notée pendant les neuf premiers mois s'est renversée de septembre 1965 à mars 1966. A la suite d'une réduction de \$340 millions de leurs avoirs en

dollars américains aux Etats-Unis et d'une augmentation de \$220 millions de leurs engagements en dollars américains envers des résidents, la position nette des banques canadiennes envers les résidents aux Etats-Unis et au Canada s'est aggravée de \$100 et \$110 millions respectivement; en même temps, leur position nette envers le reste du monde s'est améliorée de \$230 millions.

Les banques suisses ont, entre mars 1965 et mars 1966, réduit leurs créances nettes en dollars sur les Etats-Unis de \$310 à \$280 millions, mais elles ont porté leurs avoirs nets en dollars dans le reste des pays du monde de \$510 à \$750 millions. Leurs positions nettes en d'autres devises ont, dans l'ensemble, peu varié.

Au cours de la période passée sous revue, les banques italiennes ont enregistré les fluctuations les plus étendues de leur position nette en devises envers l'étranger. Pendant les neuf premiers mois de 1965, les engagements nets des banques italiennes (\$700 millions à la fin de 1964) ont été progressivement dénoués et ont fait place à \$30 millions d'avoirs nets. Ce redressement s'explique dans une très large mesure par les interventions de l'Office des Changes Italien qui a cédé aux banques, dans le cadre de swaps, \$1.170 millions contre liras. Les banques ont utilisé ces dollars en partie pour réduire leurs engagements en monnaies étrangères, mais surtout pour accorder des prêts à des résidents et à des non-résidents. Au cours de ces neuf mois, les banques italiennes ont ramené de \$1.250 à \$940 millions leurs engagements en dollars envers des pays autres que les Etats-Unis, et doublé leurs créances en dollars sur des non-résidents (de \$600 à \$1.200 millions). Leurs prêts nets à des résidents (libellés principalement en francs suisses et en deutsche marks) se sont accrus de \$260 millions.

Des appels massifs à l'emprunt à l'étranger au moment de la préparation des règlements de fin d'année et l'arrêt temporaire des opérations de swap avec l'Office des Changes Italien ont provoqué une aggravation momentanée de la position en devises des banques pendant le quatrième trimestre de 1965. Au cours des trois premiers mois de 1966, la position des banques a recommencé de s'améliorer. Toutefois, alors que, pendant les neuf premiers mois de 1965, la totalité des gains avait été réalisée dans la position en dollars, de septembre 1965 à mars 1966, les créances nettes en dollars des banques italiennes ont fléchi de \$110 à \$60 millions, et leurs engagements nets en d'autres devises (\$80 millions) ont fait place à \$60 millions de créances.

De décembre 1964 à mars 1966, la position en devises des banques françaises s'est sensiblement élargie. Leurs avoirs à l'étranger ont progressé de \$380 millions, pour atteindre \$1.900 millions, et leurs engagements envers l'étranger de \$150,

pour se situer à \$1.520 millions. La position nette des banques françaises s'est donc améliorée de \$230 millions. Du côté des avoirs, l'augmentation a porté principalement sur les créances libellées en dollars; en revanche, seuls les engagements en devises autres que le dollar ont augmenté. En fin de compte, les créances nettes libellées en dollars ont progressé de \$50 à \$390 millions, et la position des banques en d'autres devises s'est aggravée de \$110 millions.

Aux Pays-Bas, le trait le plus significatif de l'année 1965 et du premier trimestre de 1966 a été le renversement de la position nette en dollars des banques néerlandaises envers des non-résidents. Des avoirs d'un montant de \$30 millions ont fait place à des engagements de \$210 millions. Pendant le premier trimestre de 1965, les avoirs nets s'étaient légèrement accrus, pour atteindre \$60 millions. La situation s'est renversée par la suite, en raison du resserrement des conditions d'accès au crédit à l'intérieur du pays. Pendant les douze mois suivants, les banques ont accru leurs engagements en dollars envers des non-résidents de \$210 millions et réduit leurs créances de \$60 millions. Une fraction des dollars obtenus par les banques néerlandaises a été convertie, semble-t-il, en d'autres devises étrangères, les avoirs nets des banques néerlandaises en ces devises ayant progressé de \$140 à \$210 millions.

Le Canada mis à part, la République fédérale d'Allemagne est le seul pays communiquant des renseignements dans lequel la position en dollars des banques envers des non-résidents atteignait, à la fin de 1965, un volume inférieur à celui de la période correspondante de 1964. Les engagements des banques allemandes ont fléchi de \$440 à \$230 millions pendant le premier trimestre de 1965, en raison principalement du remboursement d'emprunts contractés au moment des règlements de la fin de 1964. Les engagements ont de nouveau progressé pendant le reste de l'année. Toutefois, comme la préparation des règlements de 1965 a donné lieu à des opérations moins importantes que celles de la fin de 1964, les engagements en dollars des banques allemandes ne dépassaient pas \$370 millions en décembre dernier. Pendant le premier trimestre de 1966, les engagements en dollars ont diminué de \$90 millions seulement.

### **Structure et dimensions du marché de l'Euro-dollar.**

L'activité du marché de l'Euro-dollar peut être décrite comme suit: des banques exerçant leur activité hors des Etats-Unis se procurent des dollars, principalement en collectant des dépôts libellés en cette monnaie, mais aussi, dans une certaine mesure, en convertissant en dollars d'autres devises, pour reprêter ces dollars, fréquemment après les avoir redéposés dans d'autres banques, à des

**Positions en dollars de banques européennes appartenant à des pays communiquant des renseignements, envers l'extérieur et l'intérieur d'une zone formée par les pays en question.**

Position envers	1964	1965				1966
	Décembre	Mars	Juin	Septembre	Décembre	Mars
	en millions de dollars E. U.					
<b>Engagements</b>						
Autres pays d'Europe occidentale .	800	810	730	910	850	770
Europe de l'Est . . . . .	260	230	170	210	290	220
Canada . . . . .	860	700	480	530	560	490
Japon . . . . .	40	40	50	60	50	60
Amérique latine . . . . .	610	650	690	680	720	710
Moyen-Orient . . . . .	680	760	800	820	840	860
Divers . . . . .	740	650	730	770	850	860
<b>Total . . . . .</b>	<b>4.010</b>	<b>3.840</b>	<b>3.650</b>	<b>3.980</b>	<b>4.160</b>	<b>3.970</b>
Etats-Unis . . . . .	1.260	1.220	1.270	1.290	1.380	1.450
<b>Position globale envers l'extérieur de la zone . .</b>	<b>5.270</b>	<b>5.060</b>	<b>4.920</b>	<b>5.270</b>	<b>5.540</b>	<b>5.420</b>
<b>Position envers l'intérieur de la zone</b>	<b>4.370</b>	<b>4.130</b>	<b>4.220</b>	<b>4.500</b>	<b>5.810</b>	<b>5.050</b>
<b>Total général . . . . .</b>	<b>9.640</b>	<b>9.190</b>	<b>9.140</b>	<b>9.770</b>	<b>11.350</b>	<b>10.470</b>
<b>Avoirs</b>						
Autres pays d'Europe occidentale .	380	390	420	480	670	610
Europe de l'Est . . . . .	460	440	500	500	540	580
Canada . . . . .	430	460	480	670	680	500
Japon . . . . .	440	460	450	470	510	530
Amérique latine . . . . .	290	270	320	360	380	400
Moyen-Orient . . . . .	110	120	100	140	170	150
Divers . . . . .	120	130	180	210	270	310
<b>Total . . . . .</b>	<b>2.230</b>	<b>2.270</b>	<b>2.450</b>	<b>2.830</b>	<b>3.220</b>	<b>3.080</b>
Etats-Unis . . . . .	3.010	3.130	3.040	3.350	3.180	3.690
<b>Position globale envers l'extérieur de la zone . .</b>	<b>5.240</b>	<b>5.400</b>	<b>5.490</b>	<b>6.180</b>	<b>6.400</b>	<b>6.770</b>
<b>Position envers l'intérieur de la zone</b>	<b>3.960</b>	<b>3.710</b>	<b>3.800</b>	<b>4.140</b>	<b>5.370</b>	<b>4.800</b>
<b>Total général . . . . .</b>	<b>9.200</b>	<b>9.110</b>	<b>9.290</b>	<b>10.320</b>	<b>11.770</b>	<b>11.570</b>
<b>Position nette</b>						
Autres pays d'Europe occidentale .	- 420	- 420	- 310	- 430	- 180	- 160
Europe de l'Est . . . . .	200	210	330	290	250	360
Canada . . . . .	- 450	- 240	-	140	120	10
Japon . . . . .	400	420	400	410	460	470
Amérique latine . . . . .	- 320	- 380	- 370	- 320	- 340	- 310
Moyen-Orient . . . . .	- 570	- 640	- 700	- 680	- 670	- 710
Divers . . . . .	- 620	- 520	- 550	- 560	- 580	- 550
<b>Total . . . . .</b>	<b>- 1.780</b>	<b>- 1.570</b>	<b>- 1.200</b>	<b>- 1.150</b>	<b>- 940</b>	<b>- 890</b>
Etats-Unis . . . . .	1.750	1.910	1.770	2.060	1.800	2.240
<b>Position globale envers l'extérieur de la zone . .</b>	<b>- 30</b>	<b>340</b>	<b>570</b>	<b>910</b>	<b>860</b>	<b>1.350</b>
<b>Position envers l'intérieur de la zone</b>	<b>- 410</b>	<b>- 420</b>	<b>- 420</b>	<b>- 360</b>	<b>- 440</b>	<b>- 250</b>
<b>Total général . . . . .</b>	<b>- 440</b>	<b>- 80</b>	<b>150</b>	<b>550</b>	<b>420</b>	<b>1.100</b>

emprunteurs autres que des banques dans presque toutes les régions du monde. Dans le tableau qui va suivre, on a tenté d'estimer à partir des renseignements communiqués par huit pays européens seulement (en ne retenant pas, par conséquent, les chiffres communiqués par les banques du Canada et du Japon) les dimensions du marché à la fin de 1964 et de 1965, les sources principales de dépôts en dollars et les utilisations de ces fonds.

**Estimation du volume des transactions du marché de l'Euro-dollar.**

Postes	Sources		Utilisations		Net	
	Fin 1964	Fin 1965	Fin 1964	Fin 1965	Fin 1964	Fin 1965
en millions de dollars E. U.						
<b>Zone extérieure aux huit pays</b>						
Etats-Unis . . . . .	700	800	1.450	1.800	+ 750	+ 1.000
Autres . . . . .	4.000	4.200	2.250	3.200	- 1.750	- 1.000
<b>Total . . . . .</b>	<b>4.700</b>	<b>5.000</b>	<b>3.700</b>	<b>5.000</b>	<b>- 1.000</b>	<b>-</b>
<b>Intérieur de la zone des huit pays</b>						
Organismes monétaires officiels . . . . .	800	2.250	-	-	- 800	- 2.250
Non-résidents autres que des banques	800	1.000	500	600	- 300	- 400
Résidents autres que des banques						
compte tenu des conversions de						
monnaies nationales ou en monnaies						
nationales ou en devises tierces <sup>1</sup> . . . . .	1.200	1.250	3.300	3.900	+ 2.100	+ 2.650
<b>Total . . . . .</b>	<b>2.800</b>	<b>4.500</b>	<b>3.800</b>	<b>4.500</b>	<b>+ 1.000</b>	<b>-</b>
<b>Dimensions du marché . . . . .</b>	<b>7.500<sup>2</sup></b>	<b>9.500</b>	<b>7.500<sup>2</sup></b>	<b>9.500</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

<sup>1</sup> A l'exclusion des swaps noués en vertu d'arrangements spéciaux avec des organismes monétaires officiels, mais en comprenant, dans la rubrique «utilisations», les Euro-dollars mis en œuvre par les banques communiquant des renseignements, pour aménager leur propre position de liquidité et présenter leurs bilans sous un jour favorable.

<sup>2</sup> Cette estimation ne saurait être comparée avec les chiffres relatifs aux dimensions du marché à la fin mars 1965 publiés dans le précédent Rapport annuel. D'une part, elle ne comprend pas le Japon, d'autre part, elle est à d'autres égards plus complète.

En ce qui concerne les sources et les utilisations d'Euro-dollars, on a établi une distinction entre les sources situées et les utilisations faites à «l'intérieur» de la zone des huit pays, et les sources situées et les utilisations faites à «l'extérieur» de cette zone. Les composantes «extérieures» des sources et des utilisations ont été subdivisées en sources et utilisations aux Etats-Unis, et sources et utilisations dans les autres pays ne faisant pas partie de la zone des huit. Pour les sources et les utilisations à «l'intérieur» de la zone des huit, trois sous-catégories ont été retenues: 1) dollars obtenus auprès d'organismes monétaires officiels; 2) dollars reçus de personnes ou prêtés à des personnes autres que des banques résidant dans la zone des huit, mais non pas dans le pays où la banque communiquant des renseignements exerce son activité; 3) dollars que la banque communiquant des renseignements a obtenus auprès de ou prêtés à des résidents autres que des banques de son propre

pays. Cette dernière sous-catégorie comprend également, du côté des sources, les dollars provenant d'opérations de swap et, du côté des utilisations, les dollars convertis en d'autres monnaies.

Lorsqu'on essaie d'exprimer sous forme quantitative les dimensions et la structure du marché de l'Euro-dollar, on se heurte nécessairement à une série de difficultés. En théorie, la principale consiste à calculer la fraction de la position en dollars envers les Etats-Unis des banques des huit pays qui doit être comprise dans les statistiques de l'«Euro-marché». Même avant que le marché de l'Euro-dollar ait commencé de fonctionner, des banques exerçant leur activité en dehors des Etats-Unis étaient grevées d'engagements en dollars et titulaires d'avoirs en dollars. Leurs engagements avaient leur source dans l'utilisation de lignes de crédit ouvertes auprès de banques des Etats-Unis, et leurs avoirs en dollars se composaient en partie de fonds de roulement, en partie d'instruments du marché monétaire des Etats-Unis. Après des estimations très sommaires, ces catégories d'avoirs, qui présentent de très lointains rapports avec des Euro-dollars, n'ont pas été comprises dans les chiffres mentionnés à la première ligne du tableau.

Au point de vue statistique, ces difficultés ont leur source dans l'insuffisance de renseignements. Elles se manifestent, en particulier, lorsqu'on essaie de calculer les chiffres figurant à la partie inférieure du tableau. Les chiffres indiqués dans la deuxième et la troisième sous-rubrique sont des approximations, car les renseignements sur la position en devises envers des non-résidents autres que des banques, sur les transactions avec des résidents, et sur les conversions de devises en dollars ou de dollars en devises sont très incomplets. Ces réserves une fois faites, les chiffres donnent quelques indications utiles sur le volume et la structure des engagements et des avoirs nets en Euro-dollars des banques commerciales des huit pays européens.

Du côté des engagements, le volume total des dépôts en dollars confiés aux banques des huit pays était de l'ordre de \$9,5 milliards à la fin de 1965. Sur ce montant, \$5 milliards, dont \$800 millions seulement en provenance des Etats-Unis, avaient été obtenus à «l'extérieur» de la zone; le reliquat de \$4,5 milliards provenait de «l'intérieur» de la zone des huit, sa principale composante étant les \$2,3 milliards obtenus auprès d'organismes monétaires officiels: entre autres, l'Office des Changes Italien (\$1,5 milliard à la fin de 1965) et la Banque des Règlements Internationaux (qui a effectué des dépôts de dollars dans des pays autres que les Etats-Unis).

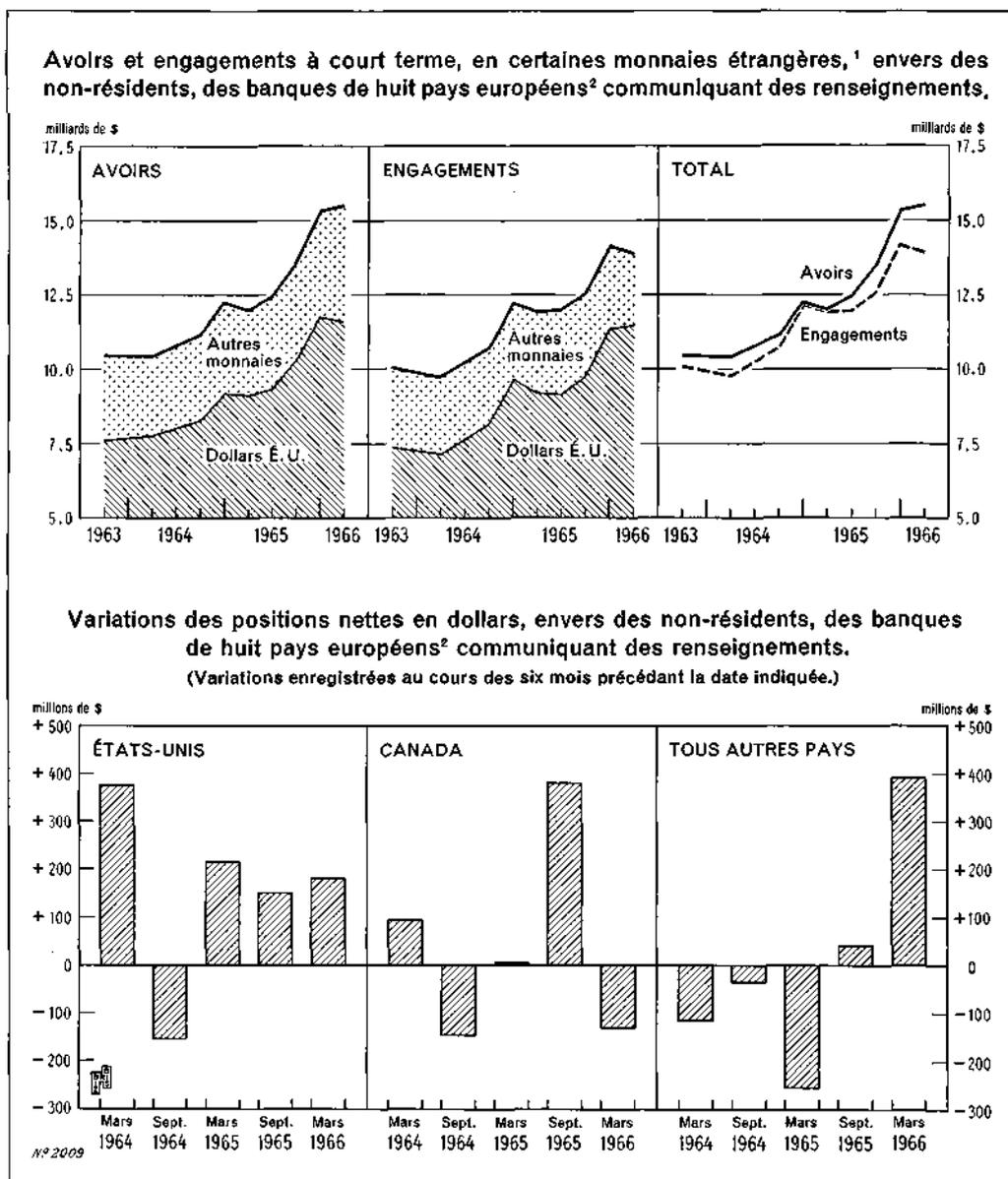
Du côté des avoirs, les créances des banques sur des pays situés à «l'extérieur» de la zone s'élevaient à \$5 milliards, et celles sur des pays faisant partie de la zone à \$4,5 milliards à la fin de 1965. Les créances sur les Etats-Unis atteignaient \$1,8 milliard. L'importance de ce chiffre s'explique par le fait que des agences de banques américaines en Europe, en particulier celles exerçant leur activité sur la place de

Londres, ont transféré à leur siège central aux Etats-Unis une importante fraction des dépôts en dollars qu'elles avaient recueillis. A «l'intérieur» de la zone des huit, les avoirs se composaient, à concurrence de \$3,9 milliards, de créances sur des résidents et sur des emprunteurs auxquels les banques avaient prêté des fonds provenant de la conversion de dépôts en dollars en d'autres monnaies. Il est impossible de faire une ventilation de ce total, qui a, du reste, été obtenu par différence. En revanche, on peut remarquer que sa composante principale est constituée par les prêts de banques italiennes à leurs résidents. Ces encours se montaient à plus de \$1,8 milliard à la fin de 1965; ils étaient la plupart du temps libellés en dollars ou en francs suisses.

A la fin de 1965, les engagements et les avoirs en Euro-dollars des banques européennes communiquant des renseignements étaient à peu près équilibrés, à «l'extérieur» et à «l'intérieur» de la zone formée par les huit. Dans ces deux grandes zones, on relevait toutefois d'importantes positions débitrices ou créditrices nettes. C'est ainsi, par exemple, que les banques des huit pays étaient titulaires de \$1 milliard de créances nettes sur les Etats-Unis, et que leurs engagements nets envers d'autres pays atteignaient à peu près le même montant. A l'intérieur de la zone des huit, les organismes monétaires officiels figurent uniquement du côté de l'offre de fonds et la contrepartie du côté des utilisations se trouve principalement dans la rubrique «créances sur des résidents autres que des banques».

Le tableau donne également une idée des principaux événements survenus sur le marché de l'Euro-dollar en 1965. Les dimensions du marché se sont accrues, semble-t-il, de \$2 milliards, passant de \$7,5 à \$9,5 milliards. La recrudescence de l'offre de dépôts en dollars s'explique, dans une très large mesure, par une augmentation de \$1,5 milliard des apports d'organismes monétaires officiels exerçant leur activité à l'intérieur de la zone des huit. Des pays, autres que les Etats-Unis, ne faisant pas partie de la zone des huit, ont procédé à des apports de fonds pour \$200 millions. Les apports des Etats-Unis ont été de \$100 millions. Enfin, le marché a reçu \$250 millions de dépôts en dollars en provenance de titulaires autres que des banques résidant dans la zone des huit. En ce qui concerne l'emploi de ce supplément de \$2 milliards de dépôts en dollars, les avoirs des banques des huit pays aux Etats-Unis ont augmenté de \$350 millions; la progression des avoirs dans l'ensemble des autres pays situés à l'extérieur de la zone a été de \$950 millions (dont \$300 millions pour les autres pays d'Europe occidentale). Enfin, l'augmentation des créances sur des résidents à l'intérieur de la zone s'est chiffrée à \$700 millions. Ce chiffre comprend les utilisations de dépôts en dollars effectuées en vue des opérations de fin d'année par les banques déclarantes elles-mêmes.

En résumé, la position nette des banques communiquant des renseignements s'est améliorée d'une année à l'autre de \$750 millions environ à \$1 milliard envers les Etats-Unis, et de - \$1.750 millions à - \$1 milliard envers les autres pays situés à l'extérieur de la zone. Leur position nette envers des personnes résidant à l'intérieur de la zone était à peu près équilibrée à la fin de 1965, alors qu'elle faisait ressortir des avoirs de \$1 milliard à la fin de l'année précédente.



Si l'on considère la position des banques des huit pays envers l'extérieur de leur zone (Etats-Unis non compris), on constate que le rôle du Moyen-Orient et de l'Amérique latine en tant que fournisseurs nets de dépôts libellés en dollars s'est encore accru l'an dernier. En revanche, les apports nets de dépôts des « autres pays d'Europe occidentale » ont fortement fléchi, et le Canada, qui venait en tête des pays approvisionnant le marché, est devenu emprunteur net. Les prêts nets de dépôts en dollars au Japon et à l'Europe orientale ont continué de se développer.

Les dimensions du marché se sont peut-être un peu rétrécies pendant le premier trimestre de 1966. Dans le groupe des huit pays étudiés, les apports de dépôts libellés en dollars par des non-résidents et des pays situés à l'extérieur de la zone ont fléchi de \$250 millions environ, et les apports de dollars d'autorités monétaires ont diminué de quelque \$100 millions. Ce recul a été compensé en partie, semble-t-il, par des conversions d'autres monnaies en dollars.

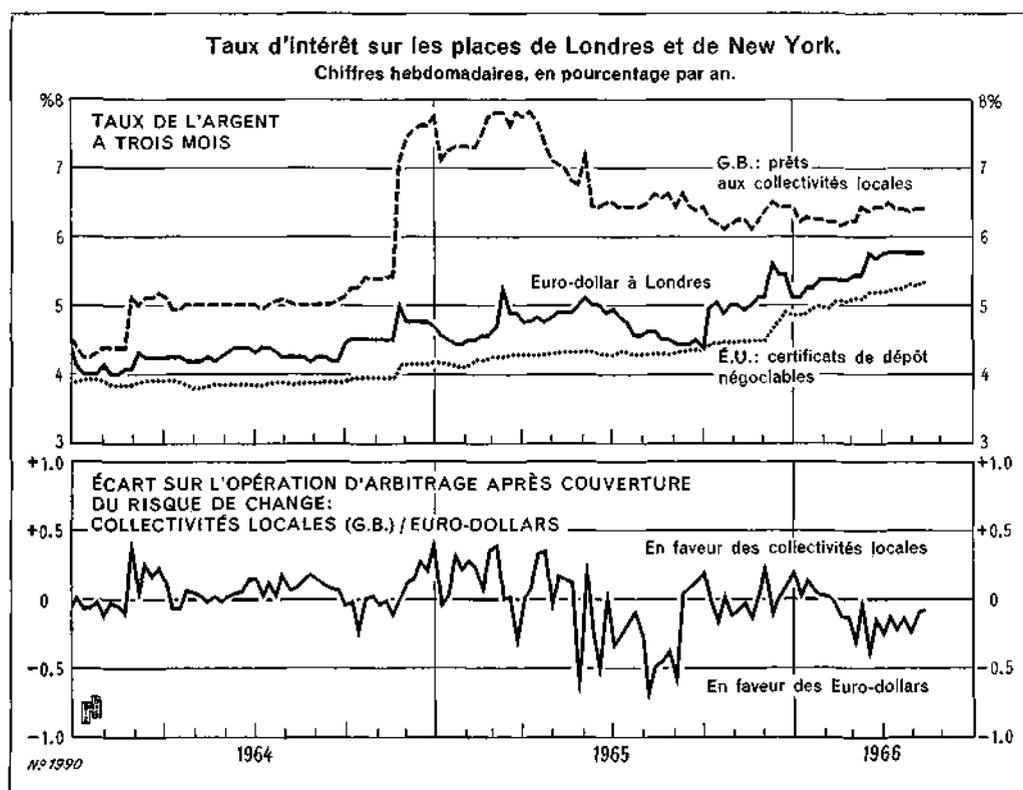
Du côté des utilisations, le changement le plus important a été la reprise des flux de fonds de la zone étudiée vers les Etats-Unis. Ce mouvement, dont l'ampleur a été de l'ordre de \$500 millions, a été dû en partie au dénouement d'opérations de fin d'année à l'intérieur de la zone considérée, en partie à un nouveau resserrement des conditions d'accès au crédit aux Etats-Unis. Au total, de décembre 1964 à mars 1966, c'est-à-dire, en gros, depuis l'entrée en application du programme de restrictions volontaire, les flux nets de dépôts en dollars de la zone étudiée vers les Etats-Unis et le Canada ont été, semble-t-il, de l'ordre de \$1,2 milliard.

### **Mouvements des taux d'intérêt.**

En 1965, le marché des Euro-monnaies a dû s'adapter à quelques modifications assez brutales des conditions de l'offre et de la demande. Dans l'ensemble, cette adaptation s'est faite sans trop d'à-coups. On a déjà mentionné le rôle joué dans ces ajustements par certaines interventions des autorités (qui s'inspiraient d'ailleurs à certains égards d'autres considérations). Ce rôle a été très appréciable, et les interventions ont incontestablement permis d'aplanir des fluctuations excessives, sans toutefois renverser la tendance fondamentale des taux d'intérêt, car des mouvements relativement limités de ceux-ci ont été suffisants pour maintenir l'équilibre du marché.

Pour des raisons de caractère saisonnier, les taux d'intérêt des dépôts en dollars se tiennent à un niveau peu élevé au début de l'année. En janvier et février

1965, le taux des dépôts en dollars à trois mois, qui s'était inscrit en recul après s'être tendu à la fin de 1964, était de  $4\frac{1}{2}\%$ , soit un demi-point environ au-dessus du niveau de la période correspondante de l'année précédente. La demande de dépôts en dollars a été soutenue pendant tout le mois de février, parce que des collectivités locales de Grande-Bretagne déployaient une grande activité sur le marché, et parce que le niveau auquel le cours de la livre était défendu par les autorités de Londres sur le marché des changes à terme permettait d'effectuer des conversions de dollars avec profit. Les répercussions des nouvelles mesures prises aux Etats-Unis ont commencé de se faire sentir au début de mars. Des fonds d'origine américaine, qui avaient été placés pour un mois juste à la veille de l'annonce des mesures, ont été retirés du marché. Le taux des dépôts en dollars à trois mois a momentanément poussé une pointe à  $5\frac{1}{4}\%$ . L'amélioration des rendements ayant attiré de nouveaux fonds vers le marché, ce taux s'est détendu aux environs de  $4\frac{7}{8}\%$  à la fin du mois. Le calme s'est ensuite établi jusque vers la fin mai. A cette époque, le retrait de dépôts en dollars à trois mois, qui avaient été placés sur le marché en prévision de mesures de contrôle aux Etats-Unis, l'a fait monter temporairement au-dessus de 5% pendant les premiers jours de juin.



Cette phase a été rapidement suivie, elle aussi, d'une période d'aisance caractérisée. Au cours de la seconde quinzaine de juillet, le taux des dépôts en dollars à trois mois avait fléchi à  $4\frac{1}{2}\%$  et il s'est tenu très près de ce niveau jusqu'au début d'octobre. Cette stabilité a été principalement due à l'entrée en jeu de trois facteurs. Les opérations de swap dollar/lire de l'Office des Changes Italien ont atteint, pendant le troisième trimestre de 1965, un volume considérable, et les apports de fonds au marché ont été sensiblement accrus de ce fait. D'autre part, l'amélioration saisonnière de la trésorerie des collectivités locales de Grande-Bretagne et, jusqu'à la fin juillet, la conclusion par ces dernières d'importants emprunts auprès du Public Works Loan Board, ont contribué à réduire l'étendue des appels adressés au marché de l'Euro-dollar. Le taux des dépôts à trois mois confiés aux collectivités locales a fléchi de  $7\frac{3}{4}\%$  au début d'avril à  $6\frac{1}{2}\%$  environ en juin. Enfin, la nouvelle tension du déport de la livre a fait apparaître un écart sensible de taux en faveur des dépôts en dollars à trois mois (en tenant compte des frais de couverture du risque de change à terme). L'existence de cet écart explique pourquoi les avoirs en dollars de banques exerçant leur activité en Grande-Bretagne ont augmenté de \$400 millions de plus que leurs engagements pendant les deuxième et troisième trimestres de l'an dernier.

En octobre, le marché s'est de nouveau resserré. A la suite des dispositions prises par les banques de certains pays pour préparer les règlements de fin d'année, le taux des dépôts en dollars à trois mois est passé de 4,5 à 5%. La tenue du marché s'est également ressentie de l'orientation à la hausse des taux servis par les banques des Etats-Unis sur les certificats de dépôt négociables, de l'arrêt de l'octroi de nouvelles facilités de swap dollar/lire par l'Office des Changes Italien et, avec la reprise de la livre sterling, de la disparition de l'écart de taux (une fois payés les frais de couverture à terme) entre les dépôts en dollars à trois mois et les dépôts auprès des collectivités locales de Grande-Bretagne.

Au début de décembre, l'augmentation du taux officiel de réescompte aux Etats-Unis et le relèvement des plafonds réglementaires des taux des dépôts à échéance fixe dans les banques américaines ont appuyé la tendance à la hausse des taux de l'Euro-dollar. En partie pour des raisons de caractère saisonnier, le taux des dépôts en dollars à trois mois a poussé une pointe à  $5\frac{5}{8}\%$ ; toutefois, même après le renversement des opérations effectuées en vue de la présentation des bilans sous un jour plus favorable, il se tenait encore à  $5\frac{1}{8}\%$  au début de janvier 1966, soit  $\frac{5}{8}$  de point environ de plus que douze mois auparavant. De surcroît, la période de détente saisonnière a été exceptionnellement courte. Peu avant le milieu de janvier, le taux des dépôts en dollars à trois mois s'est de nouveau tendu; il se tenait à  $5\frac{3}{4}\%$  vers le milieu d'avril 1966.

Bien que les dépôts en dollars et les certificats de dépôt négociables délivrés par les banques exerçant leur activité aux Etats-Unis ne soient pas strictement comparables, parce que le degré de liquidité de ces instruments et les risques courus par les porteurs ne sont pas les mêmes, l'écart entre leurs rendements fournit en général des indications assez satisfaisantes sur l'intensité du resserrement du marché des dépôts en dollars. Cet écart a accusé l'an dernier des fluctuations de grande amplitude.

Sous les premiers effets de l'exécution du programme de restrictions volontaire des sorties de capitaux des Etats-Unis, l'écart en faveur des dépôts en dollars à trois mois s'est élargi de  $\frac{3}{8}$  de point environ au début de 1965 à 1 point vers le milieu de mars. Il a ensuite fléchi à  $\frac{1}{2}$  point environ et s'est stabilisé à ce niveau jusqu'en juin. L'existence d'un écart relativement élevé explique peut-être pourquoi la position nette en dollars envers les Etats-Unis des banques européennes communiquant des renseignements s'est aggravée pendant le second trimestre de l'an dernier.

Le fléchissement du taux des dépôts en dollars pendant le troisième trimestre a provoqué un rétrécissement de l'écart en leur faveur à  $\frac{1}{4}$  de point pendant la seconde quinzaine de juillet et à  $\frac{1}{8}$  de point en septembre. En réponse à cet amenuisement, les banques d'Europe communiquant des renseignements ont enregistré une amélioration de \$290 millions de leur position nette en dollars envers les Etats-Unis. Ce mouvement s'est renversé au moment où, à la suite d'un nouveau resserrement du marché des dépôts en dollars, l'écart en faveur de cet instrument s'est élargi à  $\frac{1}{2}$  point en octobre et s'est tenu aux environs de ce niveau pendant le reste de l'année.

En raison de la demande émanant des banques exerçant leur activité aux Etats-Unis, le mouvement de hausse du taux des dépôts en dollars a suivi le rythme de celui du rendement des certificats de dépôt négociables délivrés par les banques américaines et l'écart entre les deux taux s'est maintenu à  $\frac{3}{8}$  de point. Durant la seconde quinzaine de mars, le taux des dépôts en dollars étant passé d'un peu moins de  $5\frac{1}{2}$  à  $5\frac{3}{4}\%$ , l'écart s'est élargi, dépassant  $\frac{1}{2}$  point. Dès lors, tandis que le taux des Euro-dollars cessait de progresser, le rendement des certificats de dépôt négociables a poursuivi son mouvement ascendant, et l'écart s'est de nouveau réduit progressivement pour tomber à un peu plus de  $\frac{1}{4}$  de point au début de juin.

## 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.

Conformément aux instructions qu'il avait reçues du Conseil à la fin de 1964, le Comité lui a soumis, dans le courant de l'année 1965, des propositions détaillées concernant les conditions dans lesquelles l'Accord pourrait demeurer en vigueur après le 31 décembre 1965. Ultérieurement, le Conseil a approuvé ces recommandations. On trouvera ci-après un exposé des modifications apportées à l'Accord et un compte rendu des opérations et de la gestion du Fonds européen jusqu'en mars 1966.

### **Prorogation de l'Accord.**

L'Accord a été prorogé pour une nouvelle période de trois ans se terminant le 31 décembre 1968. Toutefois, toute partie contractante aura la faculté de se retirer sous réserve d'un préavis d'un an. Un autre examen général sera effectué avant le 30 septembre 1968 afin de décider dans quelles conditions l'Accord pourra continuer à fonctionner au-delà du 31 décembre 1968.

En vue d'accélérer, en cas de nécessité, la procédure d'octroi de crédits, le pouvoir a été délégué au Comité directeur d'accorder des crédits à concurrence de \$50 millions\* dans chaque cas et pour une durée d'un an au maximum. Il appartient au Comité de décider, dans chaque cas, s'il y a lieu d'appliquer cette procédure spéciale ou de suivre la procédure normale, dans laquelle l'octroi de crédits résulte d'une décision prise par le Conseil à l'unanimité.

Un autre amendement apporté à l'Accord permet à l'Organisation de décider, si elle le juge souhaitable, qu'un pays membre, auquel un crédit est accordé par le Fonds, pourra ne pas être appelé à participer au versement de contributions au Fonds, si ce versement a pour unique objet de financer des tirages sur le crédit en question.

\* 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.

Ce droit d'ajournement limité diffère du droit d'ajournement général accordé à certains membres en considération de leur situation économique particulière (ce droit est actuellement applicable au Danemark, à la Grèce, à l'Islande, à la Norvège et à la Turquie), en ce qu'il s'applique seulement à la part des contributions qui, en l'absence de cette clause, devrait être demandée au pays pour financer les tirages sur le crédit qui lui est accordé. En outre, sa validité expire automatiquement dès le remboursement du crédit en question.

Si, après appel de toutes les contributions non différées, le Fonds a encore besoin de ressources, les contributions ayant fait l'objet d'un ajournement limité seront appelées avant celles qui sont couvertes par la clause d'ajournement général.

Selon les anciennes dispositions de l'Accord, les montants mis par un pays membre à la disposition d'un autre au titre d'un financement intérimaire et non remboursés à la fin du mois au cours duquel le tirage avait été effectué, devaient être inclus dans les règlements multilatéraux exécutés pour ce mois. Les nouvelles dispositions prévoient que les montants de financement intérimaire non remboursés n'auront à être inclus dans les règlements multilatéraux qu'à la fin du mois suivant.

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

*Fonds européen.* 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 avril 1965-mars 1966, avec l'indication des taux d'intérêt et des commissions de service.

A la fin du mois de mars 1965, les crédits en cours s'élevaient à un total de \$95 millions. Ce montant représentait la seconde tranche du troisième crédit, la totalité du quatrième crédit et la première tranche du sixième crédit accordés à la Turquie.

Le 30 juillet 1965, la seconde tranche d'un montant de \$25 millions de ce dernier crédit a été mise à la disposition de la Turquie, qui l'a tirée intégralement et en a affecté le produit au remboursement de la seconde tranche du troisième crédit, dont le montant était identique et qui venait à échéance à cette date. Le 29 octobre 1965, la Turquie a remboursé la première échéance d'un montant de \$10 millions du quatrième crédit, à raison de \$5 millions en espèces et de \$5 millions à l'aide du tirage effectué sur la troisième tranche du sixième crédit, qui avait été mis à sa disposition à cette date. Avec effet au 15 mars 1966, le Comité directeur a libéré la quatrième tranche d'un montant de \$15 millions du sixième

**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 1965</b>				
Turquie (3ème crédit; 2ème tranche) . . . . .	25,0	1er août 1962 au 31 juillet 1965	3,75	0,25
Turquie (4ème crédit; 1ère et 2ème échéances) . . . . .	25,0	15 mars 1963 jusqu'aux dates ci-dessous*	3,50	0,25
<b>Crédits disponibles au 31 mars 1966</b>				
Turquie (4ème crédit; reliquat) . . . . .	10,0	15 mars 1963 jusqu'aux dates ci-dessous*	3,50	0,25
	15,0	30 juin 1963 jusqu'aux dates ci-dessous*		
	20,0	31 mars 1965 jusqu'aux dates ci-dessous*		
Turquie (6ème crédit; de la 1ère à la 4ème tranche)	25,0	30 juillet 1965 jusqu'aux dates ci-dessous*	3,75	0,25
	5,0	29 octobre 1965 jusqu'aux dates ci-dessous*		
	15,0	15 mars 1966 jusqu'aux dates ci-dessous*		
Grèce . . . . .	30,0	8 février 1966 jusqu'aux dates ci-dessous*	3,875	0,25
<b>Crédit accordé et non encore disponible au 31 mars 1966</b>				
Turquie (6ème crédit; 5ème tranche) . . . . .	5,0	31 octobre 1966 jusqu'aux dates ci-dessous*	3,75	0,25

\* Remboursement du quatrième crédit accordé à la Turquie: 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 accordé à la Turquie: dix 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. Remboursement du crédit accordé à la Grèce: 5 millions le 7 février 1969, 10 millions le 7 février 1970 et 15 millions le 7 février 1971.

crédit; ce montant a été, lui aussi, tiré intégralement et a fourni à la Turquie les moyens nécessaires à l'amortissement de la seconde échéance du quatrième crédit, qui tombait à la même date et dont le montant était identique.

Le 1<sup>er</sup> février 1966, le Conseil a décidé d'octroyer un crédit de \$30 millions à la Grèce, avec effet au 8 février 1966. Ce crédit pourra faire l'objet de tirages sur une base renouvelable pendant trois ans, durée maximum prévue par l'Accord; un autre avantage particulier prévu par l'Accord a été accordé à la Grèce, qui bénéficie d'un délai supplémentaire de deux ans pour le remboursement: celui-ci s'effectuera à raison de \$5 millions à la fin de la troisième année, \$10 millions à la fin de la quatrième année et \$15 millions à la fin de la cinquième année. Le

17 février 1966, la Grèce a effectué un tirage de \$5 millions et, le 9 mars 1966, elle a tiré le reliquat, d'un montant de \$25 millions.

Entre juin 1959, époque à laquelle a été effectué le premier tirage, et mars 1966, vingt-cinq tirages d'un montant total de \$314,5 millions ont été effectués sur les divers crédits consentis par le Fonds; d'autre part, les remboursements ont atteint \$194,5 millions. Le montant net utilisé et non remboursé était donc de \$120 millions à la fin de mars 1966, dont \$90 millions dus par la Turquie et \$30 millions par la Grèce.

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 1964-66 au cours desquels des modifications sont intervenues, et à la date de valeur des opérations du mois de décembre pour les années précédentes.

Pendant la période sous revue, il n'a été procédé à aucun appel de capital; le montant des contributions versées s'est donc maintenu sans changement à \$38 millions.

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

A la date de valeur des règlements du mois	Turquie		Espagne		Islande		Grèce		Totaux		
	Disponible et non utilisé	Utilisé et non remboursé	Disponible et non utilisé	Utilisé et non remboursé	Disponible et non utilisé	Utilisé et non remboursé	Disponible et non utilisé	Utilisé et non remboursé	Disponible et non utilisé	Utilisé et non remboursé	Total des crédits accordés
en millions d'unités de compte											
1959											
décembre . . .	0,5	21,0	51,0	24,0	—	—	—	—	51,5	45,0	96,5
1960											
décembre . . .	15,0	21,5	76,0	24,0	5,0	7,0	—	—	96,0	52,5	148,5
1961											
décembre . . .	—	50,0	—	—	7,0	5,0	—	—	7,0	55,0	62,0
1962											
décembre . . .	—	80,0	—	—	5,0	—	—	—	5,0	80,0	85,0
1963											
décembre . . .	—	95,0	—	—	—	—	—	—	—	95,0	95,0
1964											
avril . . . . .	—	115,0	—	—	—	—	—	—	—	115,0	115,0
novembre . . . .	—	110,0	—	—	—	—	—	—	—	110,0	110,0
décembre . . . .	—	105,0	—	—	—	—	—	—	—	105,0	105,0
1965											
janvier . . . . .	—	100,0	—	—	—	—	—	—	—	100,0	100,0
février . . . . .	—	95,0	—	—	—	—	—	—	—	95,0	95,0
octobre . . . . .	—	90,0	—	—	—	—	—	—	—	90,0	90,0
1966											
février . . . . .	—	90,0	—	—	—	—	25,0	5,0	25,0	95,0	120,0
mars . . . . .	—	90,0	—	—	—	—	—	30,0	—	120,0	120,0

*Système multilatéral de règlements.* Il n'a été procédé à aucun tirage au titre du financement intérimaire au cours de l'année considérée. Les cours acheteurs et vendeurs, notifiés par les pays membres pour leur monnaie, n'ont subi aucun changement et aucun solde n'a été inclus dans le Système multilatéral de règlements.

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.

### **Fonctionnement de l'Accord Monétaire Européen.**

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; ces dernières années, il s'est réuni environ six fois par an. En décembre 1965, le Conseil a nommé de nouveau M. Hay Président du Comité pour une durée d'un an.

En sa qualité d'Agent, la Banque des Règlements Internationaux présente un rapport mensuel sur les opérations effectuées dans le cadre de l'Accord et sur les investissements du Fonds européen; elle fournit aussi chaque mois au Comité une documentation sur les marchés internationaux de l'or et des changes, ainsi que sur l'évolution de la position monétaire extérieure des pays membres de l'O.C.D.E.

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 1964, à \$130,6 millions, dont \$105 millions représentaient le montant non encore remboursé des tirages opérés sur les crédits accordés et \$25,6 millions le solde des créances à long terme sur la Norvège et la Turquie. Ce total a diminué de \$5 millions en janvier 1965, puis du même montant le mois suivant, avec le remboursement par la Turquie de la troisième et de la dernière échéance du crédit à court terme de \$20 millions qui lui avait été accordé en avril 1964. En octobre 1965, il a enregistré une nouvelle diminution de \$5 millions, résultat net du remboursement par la Turquie de la première échéance de \$10 millions sur le quatrième crédit et du tirage, par le même pays, de la troisième tranche de \$5 millions du sixième

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	
	Avants liquides	Compte auprès du Trésor américain	Capital non appelé des pays membres	Crédits et créances en cours		Capital	Compte de profits et pertes
en millions d'unités de compte							
A l'origine . . . . .	113,0	123,5	328,4	35,0	600,0	600,0	—
1959 décembre . . . . .	104,4	123,5	302,9	80,0	610,9	607,5	3,4
1960 décembre . . . . .	106,4	123,5	297,9	87,5	615,3	607,5	7,8
1961 décembre . . . . .	109,2	123,5	297,9	87,8	618,4	607,5	10,9
1962 décembre . . . . .	90,4	123,5	297,9	110,5	622,3	607,5	14,8
1963 décembre . . . . .	82,1	123,5	297,9	123,1	626,6	607,5	19,1
1964 décembre . . . . .	79,3	123,5	297,9	130,6	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
avril . . . . .	89,2	123,5	297,9	120,6	631,3	607,5	23,8
mai . . . . .	89,3	123,5	297,9	120,6	631,4	607,5	23,9
juin . . . . .	90,9	123,5	297,9	120,6	633,0	607,5	25,5
juillet . . . . .	90,8	123,5	297,9	120,6	632,8	607,5	25,3
août . . . . .	90,9	123,5	297,9	120,6	633,0	607,5	25,5
septembre . . . . .	91,0	123,5	297,9	120,6	633,1	607,5	25,6
octobre . . . . .	96,2	123,5	297,9	115,6	633,3	607,5	25,8
novembre . . . . .	96,3	123,5	297,9	115,6	633,4	607,5	25,9
décembre . . . . .	101,3	123,5	297,9	113,1	635,8	607,5	28,3
1966 janvier . . . . .	100,9	123,5	297,9	113,1	635,4	607,5	27,9
février . . . . .	96,0	123,5	297,9	118,1	635,5	607,5	28,0
mars . . . . .	71,1	123,5	297,9	143,1	635,6	607,5	28,1

crédit. En décembre 1965, le total des crédits et des créances en cours est tombé à \$113,1 millions par suite du cinquième versement effectué par la Norvège et la Turquie au titre de l'amortissement de leur dette à long terme. Après les tirages effectués par la Grèce sur son nouveau crédit, il a atteint le maximum de \$143,1 millions en mars 1966.

Les ressources liquides du Fonds, qui sont tombées en mars 1966 à \$71,1 millions, niveau le plus bas depuis novembre 1964, ont suffi à faire face à ces tirages.

Le versement des intérêts sur les contributions appelées a continué d'être effectué d'après la même méthode que les années précédentes, selon laquelle le montant cumulatif de l'intérêt versé à chaque pays représente 90% de la part du revenu net du Fonds à laquelle ce pays aurait droit si le Fonds était liquidé à la fin de la période au titre de laquelle l'intérêt est versé. Les deux distributions qui ont eu lieu, au titre du premier et du deuxième semestre de 1965, ont porté à \$5,3 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 1966, contrôlé par les vérificateurs aux comptes, figure à la fin du présent Rapport.

Son total au 31 mars 1966 s'élève à 7.881.659.477 francs\*; au 31 mars 1965, il était de 7.850.380.538 francs.

Ainsi qu'il est exposé sous section 2 ci-après, ces deux chiffres ne sont toutefois pas totalement comparables, le bilan au 31 mars 1965 ayant encore comporté deux parties. Tels qu'ils sont, ils font ressortir pour l'exercice une augmentation de 31.278.939 francs.

Le total de la première partie de la situation mensuelle s'est accru progressivement pour atteindre le 31 octobre 1965 8.496 millions, maximum enregistré au cours de l'exercice et également depuis la création de la Banque. Il a ensuite fléchi de mois en mois, revenant à fin janvier exactement au niveau de celui qu'il avait atteint au début de l'exercice, soit 7.850 millions. Le total de la situation mensuelle au 31 mars 1966 ne s'écartait pas sensiblement de ce chiffre.

Ainsi, bien que pendant l'exercice les variations aient été assez importantes, le total du bilan ne s'est guère modifié.

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.

Exercice clos le 31 mars	Total du bilan	Différences
1962	4.732**	+ 759
1963	4.950**	+ 218
1964	5.776**	+ 828
1965	7.850**	+ 2.072
1966	7.862	+ 32

\*\* Première partie.

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

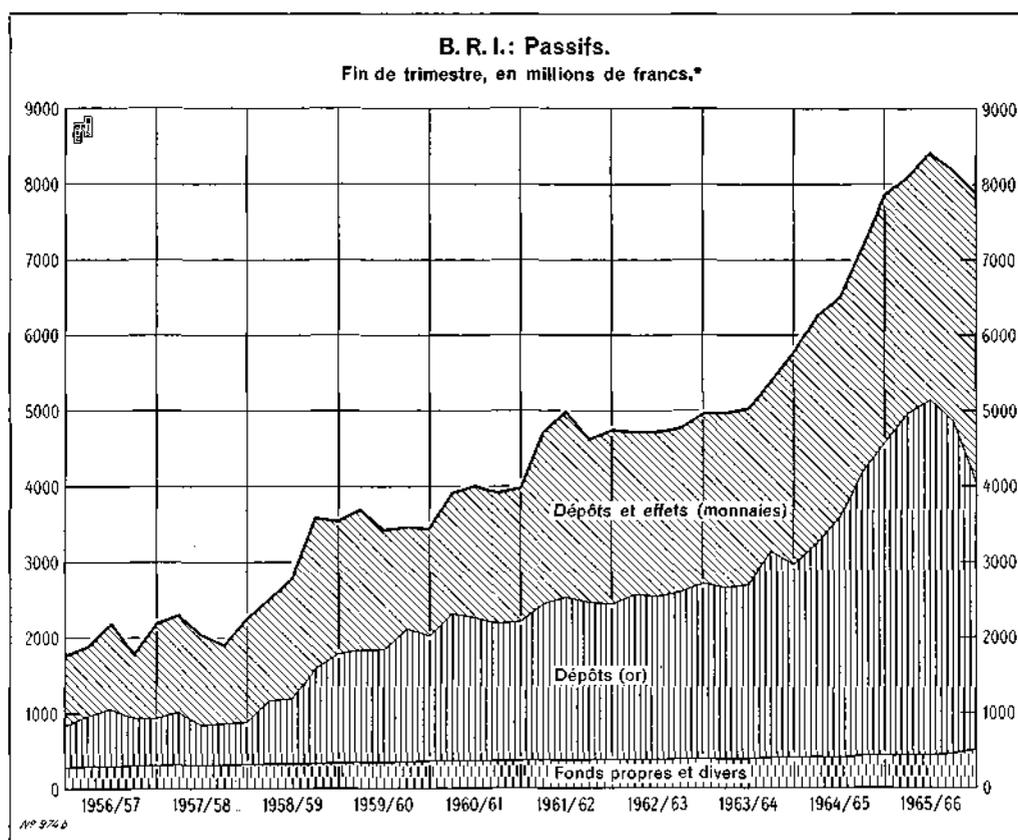
\* Sauf indications contraires, l'expression «francs», dans le texte ci-après, signifiera francs or. La méthode de conversion en francs or (unité de 0,29032258... gramme d'or fin - article 5 des Statuts) des diverses monnaies figurant au bilan est la même que les années précédentes: elle se fonde sur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

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 1965, 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 :

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

Postes	Exercice clos le 31 mars	
	1965	1966
	en millions de francs	
Or sous dossier . . . . .	1.383	1.145
Avoirs en banque . . . . .	39	32
Effets et autres titres sous dossier . . . . .	780	715
<b>Total hors bilan . . . . .</b>	<b>2.202</b>	<b>1.892</b>

**Composition des ressources (Passifs).**



\* Total de la première partie de la situation jusqu'au 31 décembre 1965 inclus; total de la situation ensuite.

Composition des ressources (Engagements).

*A. Fonds propres.*

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

Etant donné que le Fonds de réserve légale a atteint, pendant le courant de l'exercice précédent, son maximum statutaire de 10% du capital versé et que, depuis l'exercice 1939/40, le Fonds de réserve générale est demeuré inchangé, les réserves de la Banque, à 25,8 millions, n'ont également pas subi de modifications.

Il ressort des opérations de l'exercice (voir ci-après sous section 7, «Résultats financiers») que le solde du compte de Profits et Pertes, qui comprend le bénéfice net de l'exercice écoulé et le report de l'exercice précédent, s'établit à 32,3 millions au 31 mars 1966, contre 31,3 millions un an auparavant. La «Provision pour charges éventuelles» s'est accrue, du 31 mars 1965 au 31 mars 1966, de 214,5 à 216,2 millions; les raisons de cette faible augmentation par rapport aux exercices précédents sont expliquées en détail sous section 2. Le poste «Divers» se réduit, entre ces deux dates, de 36,9 à 33,3 millions.

A fin mars 1966, le chiffre des fonds propres de la Banque (poste «Divers» inclus) était le même que celui enregistré un an auparavant, soit 433 millions, et correspondait à environ 6% des fonds empruntés (7.449 millions) et à un peu moins de 5,5% du total du bilan (7.882 millions). Si l'on tenait compte du capital non versé (375 millions), ces pourcentages se trouveraient portés à 10% approximativement.

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					
1962 . . . . .	379	4.353	4.732*	8,5	8,-
1963 . . . . .	389	4.561	4.950*	8,5	8,-
1964 . . . . .	408	5.370	5.778*	7,5	7,-
1965 . . . . .	433	7.417	7.850*	6,-	5,5
1966 . . . . .	433	7.449	7.882	6,-	5,5

\* Première partie du bilan.

*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.**

(non compris les créances des gouvernements au titre du Compte de Trust des Annuités)

Origine	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1965	1966	
	en millions de francs		
Banques centrales . . . . .	6.034	6.104	+ 70
Autres déposants . . . . .	919	901	- 18
Effets . . . . .	464	362	- 102
<b>Total . . . . .</b>	<b>7.417</b>	<b>7.367</b>	<b>- 50</b>

L'augmentation des dépôts des banques centrales a été très faible, de même la diminution des dépôts des autres déposants, soit de l'ordre de 1% et 2% respectivement. Au contraire, le poste « Effets », qui correspond aux effets émis en monnaies par la Banque et vendus à des banques commerciales, a varié assez fortement, sa réduction se montant à 22%.

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

(non compris les créances des gouvernements au titre du Compte de Trust des Annuités)

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
	1965	1966		1965	1966		1965	1966	
	en millions de francs								
A vue . . . . .	3.051	2.484	- 567	67	184	+ 117	-	-	-
A 3 mois au maximum . . . . .	982	591	- 391	2.129	2.616	+ 697	330	346	+ 16
De 3 à 6 mois . . . . .	-	102	+ 102	446	380	- 66	89	16	- 72
De 6 à 9 mois . . . . .	72	272	+ 200	51	17	- 34	46	-	- 46
De 9 à 12 mois . . . . .	28	90	+ 62	57	45	- 12	-	-	-
A plus d'un an . . . . .	-	-	-	70	24	- 46	-	-	-
<b>Total . . . . .</b>	<b>4.133</b>	<b>3.539</b>	<b>- 594</b>	<b>2.820</b>	<b>3.466</b>	<b>+ 646</b>	<b>464</b>	<b>362</b>	<b>- 102</b>

Au cours de l'exercice, les dépôts en or ont diminué de 14%, tandis que ceux en monnaies ont augmenté de 23%. En ce qui concerne les dépôts en or, les fonds à vue et à trois mois au maximum ont subi des diminutions, tandis que les ressources d'une durée plus longue – trois à douze mois – enregistrent des accroissements. Ce sont des variations en sens inverse qui se sont manifestées dans les dépôts en monnaies.

Cette évolution divergente traduit dans une certaine mesure le resserrement de l'ensemble des marchés; en effet, si les déposants se sont montrés disposés à fixer des dépôts en or pour des périodes plus longues, ils ont préféré améliorer leur liquidité en monnaies soit en réduisant la durée de leurs dépôts à l'occasion de renouvellements, soit en ne confiant à la Banque que des fonds ne dépassant en général pas trois mois.

Au début de l'exercice, les dépôts en or constituaient 56% du total des ressources et les dépôts en monnaies 38%; au 31 mars 1966, les pourcentages de ces deux catégories de dépôts, soit 48% et 47%, s'étaient pratiquement rejoints, les effets constituant le solde de 5%.

En ce qui concerne les dépôts en or, dont la diminution est presque entièrement attribuable à celle des dépôts à vue, leur total a varié assez fortement en cours d'exercice, de même que leur répartition selon la durée; ces fluctuations ont souvent été très brusques; c'est ainsi que de fin novembre à fin décembre 1965 les dépôts à vue revenaient de 3.143 à 2.051 millions, alors que les dépôts à terme passaient de 1.533 à 2.359 millions; au mois de janvier 1966, des mouvements inverses se produisaient. En effet, comme au cours des années précédentes, des opérations de conversion de dépôts à vue en dépôts à terme ont eu lieu à l'initiative de la Banque, à diverses reprises et pour de courtes périodes. Ces conversions ont permis à la Banque de traiter des achats d'or à terme, de rendre possible des interventions rapides sur le marché monétaire et de jouer un rôle actif dans le cadre de la coopération entre banques centrales.

Quant aux dépôts en monnaies, leurs mouvements au cours de l'exercice ont été moins accentués: les dépôts à vue sont demeurés à peu près stables, sauf à la fin de l'exercice, où l'augmentation proportionnellement très forte enregistrée a un caractère essentiellement transitoire; l'accroissement des dépôts à trois mois au maximum, qui est intervenu pour plus des trois quarts au cours des deux derniers mois, correspond sensiblement à celui de l'ensemble des dépôts en monnaies.

#### 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.

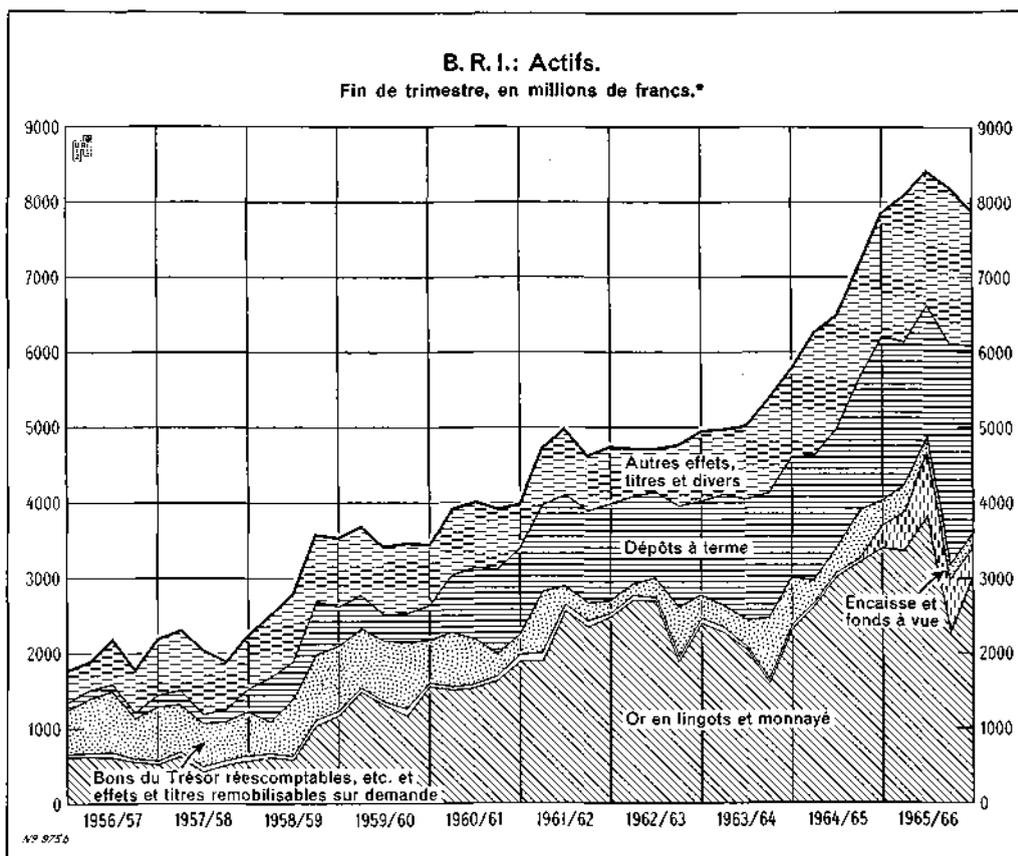
(non compris la Créance au titre de la Convention du 29 novembre 1965 avec la République fédérale d'Allemagne)

Nature	Exercice clos le 31 mars		Différences		
	1965	1966	en millions de francs		
<b>Encaisse</b>					
Or . . . . .	3.398		3.025		- 373
Monnaies . . . . .	300	3.698	381	3.406	+ 81 - 292
<b>Placements</b>					
Or . . . . .	416		423		+ 7
Monnaies . . . . .	3.667	4.083	3.924	4.347	+ 257 + 264
<b>Total</b>					
Or . . . . .	3.814		3.448		- 366
Monnaies . . . . .	3.967	7.781	4.305	7.753	+ 338 - 28

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	Soide net		
en millions de francs						
1965 mars . . . . .	3.398	416	4.133	- 319	+ 651	332
juin . . . . .	3.355	409 (min.)	4.526	- 762	+ 1.081	319 (min.)
juillet . . . . .	3.852 (max.)	410	4.542	- 280	+ 604	324
août . . . . .	3.737	415	4.762 (max.)	- 610	+ 938	328
décembre . . . . .	2.283 (min.)	419	4.410	-1.708 (min.)	+2.048 (max.)	340
1966 mars . . . . .	3.025	423 (max.)	3.539 (min.)	- 91 (max.)	+ 439 (min.)	348 (max.)



\* Total de la première partie de la situation jusqu'au 31 décembre 1965 inclus; total de la situation ensuite.

Tandis que les placements en or sont restés pratiquement inchangés au cours de l'exercice, l'encaisse-or a enregistré de très forts mouvements, pour terminer au 31 mars 1966 à un chiffre inférieur de 373 millions à celui du début de l'exercice. Cette réduction, de 11 %, provient de la diminution des dépôts en or, soit 594 millions, compensée en partie par la réduction du solde net (or à recevoir) des opérations à terme, soit 212 millions.

Ce solde net est demeuré constamment positif pendant l'exercice écoulé et, comme l'encaisse-or a subi de très vives fluctuations, particulièrement au cours des périodes à cheval sur les deux fins de semestre, c'est-à-dire à des moments où le volume des opérations à terme sur or a été très important. Au 31 décembre 1965 par exemple, à un minimum de l'encaisse de 2.283 millions correspondait un solde net de 2.048 millions – maximum encore jamais atteint; dès le 31 janvier 1966, un dégonflement des opérations à terme inversait la situation, avec un chiffre de 3.300 millions pour l'encaisse et de 662 millions pour le solde net.

La répartition des avoirs 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 essentiellement d'or en barres) viennent d'être commentés.

Au début de l'exercice, le chiffre du poste «Espèces en caisse et avoirs à vue», soit 300 millions, s'établissait déjà à un niveau relativement élevé, ceci à la suite d'opérations de swaps qui avaient procuré à la Banque un montant important de fonds à vue. Toujours en relation avec des opérations de cette nature, le chiffre de ce poste a continué à connaître de très forts mouvements, atteignant 794 millions le 31 mai 1965, redescendant à 521 millions le 31 juillet 1965, remontant à 840 millions le 30 novembre 1965 (maximum atteint) et revenant le 31 mars 1966 à 381 millions, chiffre qui reste encore supérieur de 81 millions à celui du début de l'exercice.

L'ensemble des encaisses-or et monnaies représentait, au 31 mars 1966, 43 % du total du bilan, contre, un an auparavant, 47 % du total de la première partie du bilan.

Le chiffre du portefeuille de «Bons du Trésor réescomptables», après avoir atteint 290 millions (maximum) le 30 avril 1965, est descendu progressivement à 67 millions (minimum) le 30 novembre 1965; c'est à ce niveau qu'il s'établissait en fin d'exercice. Cette importante diminution provient à peu près entièrement

de la liquidation de swaps qui avaient été traités dans le cadre d'opérations entre banques centrales.

Le portefeuille d'«Effets et titres remobilisables sur demande» est passé de 63 à 124 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, au début de l'exercice, de 4.031 millions et représentait 51% de la première partie du bilan; le 31 mars 1966, les chiffres correspondants étaient de 3.598 millions et de 46% (du total du bilan). Durant cette même période, le pourcentage des dépôts à vue figurant au passif était revenu de 40% à celui du 31 mars 1964, soit 34%. Le coefficient de liquidité de la Banque s'est donc légèrement amélioré.

#### *B. Avoirs et placements à terme.*

Comme au cours des dernières années, une fraction très notable des avoirs en monnaies obtenus par voie de swaps or contre monnaies ou au moyen de ventes d'or par la Banque a été investie sous forme de dépôts à terme et avances et d'autres effets et titres; ces postes ont fluctué en conséquence, d'autant plus vivement que les opérations précitées de swap et de ventes d'or ont atteint à diverses reprises des volumes importants pendant l'exercice écoulé.

Le chiffre du poste «Dépôts à terme et avances», qui était de 2.191 millions au début de l'exercice, a fléchi à 1.783 millions le 31 mai 1965. Après diverses variations, il est remonté à 2.127 millions le 30 novembre 1965, puis a subi une hausse très vigoureuse qui l'a porté à son maximum de 2.935 millions le 31 décembre 1965. Après une forte chute qui l'a ramené à 2.072 millions à fin janvier 1966, il a récupéré au cours de février et mars la moitié de cette diminution pour terminer au niveau encore élevé de 2.507 millions, c'est-à-dire à 316 millions au-dessus de celui d'un an auparavant.

Le total du poste «Autres effets et titres» a parfois varié parallèlement, mais toujours dans une mesure nettement moindre. De 1.559 millions au début de l'exercice, il a monté progressivement à 1.865 millions le 30 juin 1965 et est revenu de la même manière à 1.536 millions le 31 octobre 1965. Il a ensuite poussé une pointe à 2.015 millions le 31 décembre 1965, pour revenir à 1.648 millions en fin d'exercice. Dans ce chiffre figuraient 420 millions de placements en or, contre 413 millions au début de l'exercice.

Le tableau de la page suivante donne la répartition par durée du total des placements à terme au début et à la fin des deux derniers exercices.

**B. R. I.: Dépôts à terme et avances, autres effets et titres.**

Echéances	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1965	1966	
	en millions de francs		
A 3 mois au maximum . . . . .	2.795	3.062	+ 267
De 3 à 6 mois . . . . .	639	576	- 63
De 6 à 9 mois . . . . .	63	228	+ 165
De 9 à 12 mois . . . . .	111	147	+ 36
A plus d'un an . . . . .	142	142	-
<b>Total . . . . .</b>	<b>3.750</b>	<b>4.165</b>	<b>+ 405</b>

L'augmentation de 405 millions s'est répartie par moitié entre les placements allant jusqu'à six mois et ceux dont la durée est supérieure. Il en est résulté que, par rapport aux totaux du tableau ci-dessus, le pourcentage des investissements à plus de six mois est passé de 8% au 31 mars 1965 à 12% au 31 mars 1966.

\* \* \*

A part une augmentation dans les dépôts en monnaies et une diminution dans ceux en poids d'or, la structure des dépôts confiés à la Banque n'a pas subi de changements notables au cours de l'exercice écoulé.

La caractéristique essentielle doit plutôt en être recherchée dans le volume de nouveau croissant des opérations de swap or contre monnaies ou monnaies contre monnaies, qui ont été conclues avec diverses banques centrales; ces swaps ont permis à la Banque

- de participer, quasi instantanément et pour des montants appréciables, à des opérations de crédits traitées dans le cadre de la coopération entre autorités monétaires,
- de contribuer à atténuer les déséquilibres que des rapatriements de fonds importants par des banques commerciales auraient pu provoquer, en remettant ces fonds sur les marchés à certaines époques de l'année,
- d'éviter aux banques centrales d'avoir à procéder à certaines conversions de dollars contre or auprès du Trésor fédéral des Etats-Unis.

Ces interventions ont montré une fois de plus le rôle que la Banque est en mesure de jouer dans des domaines aussi distincts grâce d'une part à la situation qu'elle occupe au sein des autorités monétaires, d'autre part à sa qualité d'intermédiaire entre celles-ci et le marché.

Cette activité a eu une influence sur le volume total des opérations de la Banque, qui a atteint un nouveau record en s'élevant à 86 milliards pour 1965/66, contre 72 milliards pour 1964/65, 59 milliards pour 1963/64 et 39 milliards pour 1962/63.

Le bénéfice net de l'exercice écoulé s'est établi au même niveau élevé que celui de l'exercice précédent.

## 2. Les actifs et les passifs de la Banque liés à l'exécution des Accords de La Haye de 1930 (Plan Young).

La seconde partie du bilan ainsi que les notes s'y rapportant ont été supprimées, les problèmes affectant les éléments d'actif et de passif qui y étaient enregistrés ayant été résolus.

Cette seconde partie du bilan se présentait comme suit:

**B. R. I.: Exécution des Accords de La Haye de 1930.**  
(détail des éléments d'actif et de passif)

Actif	Passif
en millions de francs	
Avoirs à la Deutsche Reichsbank . . . . . 41,00	Dépôts des gouvernements créanciers au «Compte de Trust des Annuités»
Avoirs à la Deutsche Golddiskontbank . . . . . 70,14	France . . . . . 83,07
Titres de l'administration allemande des chemins de fer . . . . . 73,25	Angleterre . . . . . 32,46
Titres de l'administration allemande des postes . . 36,63 221,0	Italie . . . . . 16,96
Titres du gouvernement allemand . . . . . 76,2	Belgique . . . . . 9,17
Total . . . . . 297,2	Yougoslavie . . . . . 6,67
	Roumanie . . . . . 1,60
	Japon . . . . . 1,05
	Portugal . . . . . 1,05
	Grèce . . . . . 0,55
	Pologne . . . . . 0,03 152,6
	Dépôt du gouvernement allemand . . . . . 78,3
	228,9
	Fonds propres de la B. R. I. . . . . 68,3
	Total . . . . . 297,2

L'origine et la nature de ces éléments d'actif et de passif, ainsi que les arrangements transitoires pris à leur sujet, ont fait l'objet d'exposés détaillés dans les XVIIe, XXe et XXIIIe Rapports annuels de la Banque. Il suffira de rappeler que les placements avaient été faits et les dépôts constitués dans le cadre des Accords de La Haye du 20 janvier 1930 (Plan Young) et que la situation avait été cristallisée par le Moratoire Hoover de 1931.

Les placements étaient arrivés à échéance durant les années 1945 et 1946. Lors de la Conférence de Londres sur les dettes extérieures allemandes, le gouvernement de la République fédérale d'Allemagne et la Banque n'avaient pu s'entendre sur le montant dû à ce titre et avaient finalement décidé, par Convention du 9 janvier 1953, de renvoyer à 1966 le règlement de cette question. En contrepartie, le gouvernement de la République fédérale d'Allemagne avait accepté de reprendre dès le 1<sup>er</sup> janvier 1953 le service des intérêts, qui avait été interrompu en 1945, et de payer à ce titre une annuité de 5,6 millions de francs suisses jusqu'au 31 mars 1966.

En fait, cet arrangement transitoire rétablissait la situation créée par le Moratoire Hoover de 1931. Il était acceptable pour la Banque, les dépôts des gouvernements ne pouvant être retirés que le 1<sup>er</sup> avril 1966 au plus tôt et dans la mesure où les placements correspondants de la Banque seraient remboursés.

Dès 1964, le gouvernement de la République fédérale d'Allemagne et la Banque ont entamé de nouvelles négociations. Se fondant essentiellement sur le Plan Young, la Banque a fait valoir qu'elle avait droit au remboursement de ses créances à leur valeur-or. Le gouvernement de la République fédérale d'Allemagne a répondu que le droit commun en vigueur en Allemagne s'appliquait et qu'au surplus, même si les créances de la Banque bénéficiaient d'un statut particulier, elles ne pouvaient être exemptées des abattements acceptés dans l'Accord de Londres du 27 février 1953 sur les dettes extérieures allemandes.

Toute entente s'étant révélée impossible sur les problèmes de droit, il a été estimé opportun de chercher une solution de compromis. Après de longues négociations, la Banque a accepté l'abattement de 40% imposé par l'Accord de Londres en matière de clauses-or et un abattement supplémentaire de 10% pour rendre possible le compromis. Au surplus, le gouvernement de la République fédérale d'Allemagne a renoncé au remboursement du dépôt lui revenant et la Banque aux intérêts non payés entre 1945 et 1952.

Le gouvernement de la République fédérale d'Allemagne et la Banque ont confirmé leur accord dans une convention signée le 29 novembre 1965. Cette convention, après avoir été ratifiée par le Parlement fédéral allemand au début du mois d'avril 1966, est entrée en vigueur le 14 mai 1966. La somme due à la Banque par le gouvernement de la République fédérale d'Allemagne a été fixée à 156,24 millions de deutsche marks. Grâce au concours de la Deutsche Bundesbank, qui a accepté de faire l'avance des fonds contre cession de la créance de la Banque, le paiement de cette somme a été effectué au mois d'avril 1966.

Les dépôts des gouvernements créanciers au «Compte de Trust des Annuités» ont été réglés le 13 avril 1966, la Banque ayant mis à la disposition de ces

gouvernements une somme de 108 millions de deutsche marks. Ce règlement ayant éteint, à l'égard de la Banque, tous les droits, quelle que soit leur nature, attachés à ces dépôts, le «Compte de Trust des Annuités» a été clôturé.

Quant aux fonds investis par la Banque et qui s'élevaient à 68,3 millions de francs, ils sont également définitivement réglés, la Banque ayant encaissé à ce titre une somme de 48.240.000 deutsche marks, montant correspondant à 36,7 millions de francs. Après utilisation de la dernière annuité payée par l'Allemagne au titre des intérêts courants et de profits obtenus grâce au concours de la Deutsche Bundesbank, la perte comptable a été réduite de 31,6 à 13,3 millions de francs. Ce montant a été couvert par prélèvement sur la «Provision pour charges éventuelles»; en dépit de ce prélèvement, la provision a pu, ainsi qu'il ressort des comptes figurant en fin du rapport, être légèrement renforcée, son solde ayant été porté de 214,5 à 216,2 millions de francs.

Les paiements n'ayant pu être faits qu'au mois d'avril 1966, le bilan de l'exercice mentionne la créance de la Banque sur la République fédérale d'Allemagne au titre de la Convention du 29 novembre 1965 et le montant dû par la Banque aux gouvernements créanciers au «Compte de Trust des Annuités». Dès le 30 avril 1966, ces deux postes ont disparu de la situation des comptes.

Si l'on tient compte de toutes les circonstances, notamment des mesures prises en Allemagne après 1945 dans le domaine monétaire et du crédit et des concessions faites dans l'Accord de Londres de 1953, l'arrangement passé avec la République fédérale d'Allemagne peut être considéré comme raisonnable. Il a l'avantage de mettre fin à une situation remontant à 1931.

### **3. La Banque comme Mandataire (Trustee) et Agent financier d'emprunts publics internationaux.**

Conformément aux accords en vigueur, la Banque a continué d'assumer, 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 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 1965/66 a été clos pour l'Emprunt Dawes le 15 avril 1966 et pour l'Emprunt Young le 1<sup>er</sup> juin 1966. Les intérêts au titre de l'exercice 1965/66 se montent à l'équivalent d'environ 12,1 millions de francs pour l'Emprunt Dawes

**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 1964/65	1965/66	
<b>Obligations de conversion</b>					
américaine . . .	\$	44.103.000	11.144.000	1.940.000	31.019.000
belge . . . . .	£	583.100	106.100	17.500	459.500
britannique . . .	£	8.277.200	1.503.100	249.300	6.524.800
française . . . .	£	1.927.400	345.800	57.700	1.523.900
néerlandaise . .	£	1.322.500	221.400	40.700	1.060.400
suédoise . . . .	KRS	14.209.000	2.379.000	403.000	11.427.000
suisse . . . . .	£	1.130.500	201.300	34.000	895.200
suisse . . . . .	FS	8.251.000	1.349.000	232.000	6.670.000
<b>Obligations de consolidation</b>					
américaine . . .	\$	8.206.000	1.652.000	234.000	6.320.000
belge . . . . .	£	157.700	32.900	4.800	120.000
britannique . . .	£	2.232.000	458.600	67.100	1.706.300
française . . . .	£	498.300	103.500	15.200	379.600
néerlandaise . .	£	291.200	52.800	8.600	229.800
suisse . . . . .	£	115.000	23.200	3.400	88.400
suisse . . . . .	FS	415.000	79.000	11.000	325.000

**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 1964/65	1965/66	
<b>Obligations de conversion</b>					
allemande . . . .	DM	14.469.000	1.165.000	198.000	13.106.000
américaine . . .	\$	55.442.000	4.542.000	784.000	50.116.000
belge . . . . .	FB	202.759.000	16.582.000	2.789.000	183.387.000
britannique . . .	£	17.702.900	1.434.800	241.500	16.026.600
française . . . .	FF	445.125.000	36.063.000	6.097.000	402.965.000
néerlandaise . .	Fl.	52.436.000	4.162.000	713.000	47.561.000
suédoise . . . .	KRS	92.763.000	7.555.000	1.289.000	83.939.000
suisse . . . . .	FS	58.380.000	4.767.000	799.000	52.814.000
<b>Obligations de consolidation</b>					
allemande . . . .	DM	413.000	34.000	5.000	374.000
américaine . . .	\$	8.999.000	738.000	117.000	8.144.000
belge . . . . .	FB	45.659.000	3.791.000	611.000	41.257.000
britannique . . .	£	4.223.900	348.200	54.300	3.821.400
française . . . .	FF	98.078.000	7.908.000	1.252.000	88.918.000
néerlandaise . .	Fl.	8.479.000	687.000	113.000	7.679.000
suédoise . . . .	KRS	6.014.000	497.000	83.000	5.434.000
suisse . . . . .	FS	1.405.000	115.000	18.000	1.272.000

\* Valeur nominale établie le 1er mai 1966 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.

et à l'équivalent d'environ 36,2 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 1965/66 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			
		Obligations certifiées	Obligations rachetées ou sorties au tirage en vue de leur amortissement au titre des exercices		Solde
			1959 à 1964	1965	
américaine . . .	\$	1.667.000	386.000	73.000	1.208.000
anglo-néerlandaise	£	856.600	193.000	38.200	625.400
suisse . . . . .	FS	7.102.000	1.354.000	256.000	5.492.000

#### 4. 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.

La Banque a continué à exercer les fonctions de Tiers convenu à l'égard des emprunts de la Haute Autorité de la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier qui sont garantis en conformité avec les dispositions du Contrat de nantissement qu'elle a conclu le 28 novembre 1954 avec ladite Haute Autorité.

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 1966 atteignent l'équivalent d'environ 254 millions de francs, de sorte que le montant total restant dû se trouve ramené à l'équivalent d'environ 563 millions de francs. Les modalités de ces emprunts sont indiquées dans le tableau ci-dessous.

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.

**Emprunts de la Haute Autorité de la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier, garantis conformément au Contrat de nantissement.**

Séries de titres garantie 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 1966	Taux d'intérêt %	Année de la dernière échéance
1 <sup>re</sup>	1954	Etats-Unis	Gouvernement des Etats-Unis	\$ 100.000.000	72.900.000	3%	1979
2 <sup>e</sup>	1955	Belgique	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Bruxelles	FB 200.000.000	154.400.000	3½%	1982
3 <sup>e</sup>	1955	Allemagne	Rheinische Girozentrale und Provinzialbank, Düsseldorf	DM 25.000.000	17.863.500	3½%	1981
			Landesbank für Westfalen Girozentrale, Münster	DM 25.000.000	17.863.500	3½%	1981
4 <sup>e</sup>	1955	Luxembourg	Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg	FB 20.000.000 FLUX 5.000.000	15.440.000 —	3½%	1982 —
5 <sup>e</sup>	1956	Sarre	Landesbank und Girozentrale Saar, Sarrebruck	DM 2.977.450 <sup>1</sup>	2.072.305	4½%	1977
6 <sup>e</sup>	1956	Suisse	Emission publique	FS 50.000.000	35.000.000	4½%	1974
7 <sup>e</sup>	1957	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	17.400.000	5½%	1975
10 <sup>e</sup>	1957	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	88.366.603	5½%	1982
11 <sup>e</sup>	1958	Etats-Unis	Emission publique	\$ 35.000.000	30.400.000	5	1978
13 <sup>e</sup>	1960	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	25.000.000	5½%	1980
15 <sup>e</sup>	1961	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	97.277.858	5½%	1986
16 <sup>e</sup>	1961	Pays-Bas	Emission publique	Fl. 50.000.000	50.000.000	4½%	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 8<sup>e</sup>, 9<sup>e</sup>, 12<sup>e</sup> et 14<sup>e</sup> séries ont été entièrement remboursés.

Au cours de l'exercice 1965/66, la Banque a reçu des bénéficiaires de ces prêts et réparti entre les Agents-payeurs, au titre des intérêts, l'équivalent d'environ 29 millions de francs et, au titre de l'amortissement, l'équivalent d'environ 40 millions de francs.

La Haute Autorité a également contracté des emprunts qui ne sont pas garantis conformément au Contrat de nantissement. La Banque n'assume aucune fonction à l'égard de ces emprunts.

### **5. La Banque comme Agent de l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques (Accord Monétaire Européen).**

Ainsi qu'il a été exposé au chapitre V de la Deuxième Partie du présent Rapport, 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 370.808 francs pour les douze mois se terminant en mars 1966; 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 1966.

### **6. 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 Banque a également continué d'assumer 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 Banque des données statistiques relatives aux différents moyens utilisés pour financer les excédents ou les déficits de leurs comptes extérieurs. Ces données, qui constituent la base essentielle d'une surveillance multilatérale de la création de liquidités internationales, 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. L'utilité de cette coopération a été confirmée au cours de l'exercice écoulé.

La Banque a continué d'être associée aux travaux poursuivis par les suppléants du Groupe des Dix ainsi que par leurs groupes d'études sur le problème des liquidités internationales, sur la création d'instruments de réserve et le processus d'ajustement.

Le développement de la coopération entre banques centrales a également renforcé les relations entre la Banque, 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.

## **7. Résultats financiers.**

Les comptes du trente-sixième exercice social clos le 31 mars 1966 ont fait apparaître un excédent de 38.578.751 francs. Les comptes de l'exercice 1964/65 faisaient apparaître un excédent de 34.519.144 francs.

Sur l'excédent de l'exercice, le Conseil d'administration a décidé qu'il était nécessaire de transférer 1.000.000 de francs à la provision pour frais d'administration exceptionnels et 15.000.000 de francs à la provision pour charges éventuelles; le bénéfice net de l'exercice atteint ainsi 22.578.751 francs. Après addition du solde de 9.764.036 francs reporté de l'exercice précédent, le montant disponible s'élève à 32.342.787 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 cumulatif non déclaré. Cette somme, qui a été fixée à 15.000.000 de francs, représentera une distribution extraordinaire de 75 francs par action. Dans ces conditions, la distribution totale atteindra cette année la somme de 112,50 francs, payable le 1<sup>er</sup> juillet 1966, à raison de 160,75 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 9.842.787 francs.

A la suite de la distribution visée ci-dessus, le montant du dividende cumulatif non déclaré sera ramené de 129,47 à 54,47 francs par action.

Les comptes de la Banque ont été dûment vérifiés par Messieurs Price Waterhouse & Co., Zurich. Le bilan, le compte de profits et pertes et le rapport des commissaires-vérificateurs sont reproduits à la fin du présent Rapport.

## **8. Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction.**

M. Per Åsbrink, 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 1966, a été réélu, à la séance du 14 mars 1966, pour une nouvelle période de trois ans qui prendra fin le 31 mars 1969.

Le mandat de membre du Conseil de M. Henri Deroy venant à expiration le 31 mars 1966, M. Brunet, Gouverneur de la Banque de France, l'a nommé de nouveau à ce poste en mars 1966, conformément à l'article 28(2) des Statuts, pour une période de trois ans qui prendra fin le 31 mars 1969.

Le mandat de membre du Conseil de M. M. J. Babington Smith venant à expiration le 6 mai 1966, Lord Cromer, Gouverneur de la Banque d'Angleterre, l'a nommé de nouveau à ce poste en avril 1966 conformément à l'article 28 (2) des Statuts, pour une période de trois ans qui prendra fin le 6 mai 1969.

La Banque déplore le décès soudain, le 25 mai 1966, de M. Georges Royot, Directeur Adjoint, qui venait de prendre sa retraite. A la séance du Conseil tenue le 14 mars 1966, le Président avait, au nom du Conseil, exprimé à M. Royot sa reconnaissance pour les précieux et fidèles services rendus depuis la fondation de la Banque.

## CONCLUSION

Il est généralement admis que la politique économique doit assurer une progression simultanée vers quatre objectifs, tout en cherchant à les concilier : plein emploi, croissance suffisante, stabilité des prix, équilibre des balances de paiements. Dans un domaine où les actes comptent plus que les paroles, force est de constater que la progression s'est effectuée l'an dernier de façon irrégulière et que la conciliation des objectifs a été erratique. A quelques rares exceptions près, la principale difficulté à laquelle les pays d'Europe Occidentale et les Etats-Unis se sont heurtés, a eu pour origine un excès de demande en raison de la haute conjoncture en général et des dépenses du secteur public en particulier. Si des restrictions monétaires ont été imposées dans la très grande majorité des cas pour atténuer les pressions, l'évolution des finances publiques a, en général, agi en sens contraire. Aussi les prix ont-ils fait preuve d'instabilité — dans le sens de la hausse — et les taux d'intérêt se sont-ils très sensiblement raffermis. Dans ces conditions, les forces du marché n'ont pas contribué à la correction des déséquilibres des paiements internationaux.

Le changement le plus remarquable survenu depuis un an réside dans le fait qu'à l'exemple de la plupart des pays d'Europe, les Etats-Unis subissent maintenant les tensions de la demande. Bien que ces dernières ne soient pas extrêmes, leur apparition au cours des derniers mois compromet la croissance équilibrée que l'économie avait connue depuis plusieurs années. La cause immédiate de ce revirement doit être recherchée dans l'effort de guerre au Viet-nam, qui a exercé une influence, à la fois psychologique et directe, sur d'autres composantes de la demande globale, les dépenses d'investissements des entreprises en particulier. Les tensions se sont manifestées dans l'évolution des prix et dans celle des importations, dont l'ampleur par rapport à la production totale a dépassé le niveau normal. Quelques mesures ont été prises en vue d'accroître les recettes fiscales, mais jusqu'ici, pour modérer la cadence d'expansion, l'effort principal a porté sur les restrictions monétaires. Les majorations de salaires ont pu heureusement être maintenues dans des limites raisonnables, à quelques exceptions près, et rares sont les conventions collectives qui, dans des branches importantes d'activité, viendront à expiration cette année.

Le degré de rigueur que doit revêtir la politique économique dans les conditions actuelles est matière à quelque controverse et, tout récemment, un recul des ventes d'automobiles est venu appuyer la thèse de ceux qui pensent devoir encore conserver un jugement réservé. Un facteur plus fondamental se trouve constitué

par l'évolution des dépenses à caractère militaire et, si celles-ci doivent continuer d'augmenter, la politique financière et budgétaire devra nécessairement prendre une forme plus restrictive. L'expérience de l'année écoulée montre une fois de plus que les procédures d'aménagement de la politique fiscale et financière sont aux États-Unis trop lourdes pour permettre l'application sans à-coup des politiques économiques nouvelles. L'octroi aux autorités gouvernementales de certains pouvoirs leur donnant liberté d'accroître ou d'abaisser les impôts par étapes progressives et modérées apporterait une contribution utile à la conduite d'une économie aussi puissante et aussi dynamique que celle des États-Unis.

En Grande-Bretagne, l'exercice budgétaire s'est terminé, comme il avait commencé, dans un climat de fort excédent des demandes. Les impôts ont été relevés il y a un an, mais l'amélioration des rentrées fiscales a été compensée, et au-delà, par l'accroissement des dépenses du secteur public. Au surplus, les procédures de négociations de salaires ont abouti à des règlements qui ont engendré à la fois l'inflation des coûts et celle de la demande. Aussi les prix ont-ils monté, et la situation sur le marché du travail s'est-elle encore tendue. L'excès de demandes s'est également dirigé vers les sources d'approvisionnement extérieures; il est frappant de constater que, malgré l'application de la taxe complémentaire, les importations des quatre premiers mois de 1966 sont de 7% supérieures à celles de la période correspondante de 1964. L'expansion des crédits bancaires au secteur privé a été efficacement plafonnée mais la contraction qui aurait pu être ainsi exercée sur la liquidité de l'économie a été émoussée dans la mesure où le déficit du secteur public s'est trouvé financé par des moyens monétaires.

En conséquence, dans le projet de budget de mai 1966, le gouvernement a modifié sa politique financière dans le sens d'une contraction marquée de la demande totale. Les dispositions de la loi de finances prévoient un supplément de recettes important grâce à l'introduction d'impôts nouveaux, et une diminution appréciable du déficit du budget. Les recettes nouvelles ayant leur source dans l'application d'un système de prélèvements et de rétrocessions calculés en fonction des effectifs de main-d'œuvre, le degré de restriction qui pourra être obtenu en dernière analyse est difficile à mesurer. Elles devraient, cependant, produire des effets non négligeables dans les mois à venir. La nécessité la plus impérieuse reste toujours de freiner sérieusement les hausses de salaires.

Dans les pays occidentaux du continent européen, France et Italie exceptées, l'année écoulée a été également caractérisée par l'existence d'un excès de demande. L'utilisation des ressources a été dans l'ensemble poussée au voisinage du point de rupture; des pressions se sont maintenues sur les salaires et les prix, provoquant une détérioration de la balance des paiements courants. La cadence d'accroissement de la production a en conséquence, eu tendance à se ralentir. Bien que les autorités

se soient inquiétées des pressions inflationnistes, elles n'en ont pas pour autant coordonné leurs moyens de combat. La politique monétaire est devenue restrictive et même parfois sévère, alors que les dépenses du secteur public augmentaient vigoureusement sans la contrepartie d'un relèvement suffisant des revenus fiscaux.

L'évolution de la situation économique en République fédérale d'Allemagne a joué un rôle décisif en raison de ses répercussions sur les pays environnants. Or ce champion de la stabilité des prix et de la monnaie a révélé quelques contradictions dans la poursuite de ses objectifs économiques. Courageusement la banque centrale colmatait les fissures alors que déferlait le flot des dépenses publiques. Prix, taux d'intérêt et importations augmentaient résorbant ainsi le déséquilibre inflationniste entre offre et demande. L'économie de la République fédérale d'Allemagne bénéficierait grandement d'une pause; celle-ci est peut-être en vue après l'adoption, pour l'année en cours, d'un budget plus restrictif.

Les événements de 1965 mettent en relief la nécessité de réaliser un équilibre plus satisfaisant entre les priorités réservées aux divers objectifs de politique économique. A l'intérieur, la stabilité des prix a occupé un rang trop modeste par rapport à l'expansion. Un tel phénomène a des causes diverses, mais il s'est surtout manifesté parce que les opérations du secteur public ont trop vivement stimulé l'économie.

De même, en ce qui concerne les paiements internationaux, une révision des listes de priorités s'impose car les exigences du processus d'ajustement occupent un rang trop peu élevé, en vigueur et en importance, dans l'ensemble des mesures de politique générale. Les déficits de paiements de la Grande-Bretagne et des Etats-Unis ont été sensiblement réduits l'an dernier, mais l'amélioration a été, en grande partie, obtenue grâce à l'emploi de moyens faisant plutôt ressortir l'étendue du déséquilibre de base. Le Royaume-Uni est devenu encore plus assujéti aux mesures de contrôle direct, cependant qu'aux Etats-Unis l'espoir que des méthodes similaires n'auraient qu'un temps est en train de s'évanouir. Au minimum, les deux pays se doivent d'éviter que des demandes excessives provoquent un accroissement des importations et d'établir, dans leur économie, une marge permettant le développement des ventes à l'étranger. Quant aux pays du continent européen, leur inclination à recourir à des moyens d'action monétaires pour modérer l'expansion a contribué à l'escalade des taux d'intérêt et rendu un ajustement en profondeur plus difficile.

S'il ne suffit pas de prévisions optimistes pour rétablir l'équilibre des paiements dans le monde, il y a aussi besoin de plus que les projets dits de «contingency planning» pour faire face aux difficultés véritables du système monétaire international. Avec, comme toile de fond, le déficit extérieur des pays à devises de réserves, la réticence des uns et des autres, à s'attaquer aux questions fondamentales, donne

aux présentes discussions un caractère quelque peu irréel. Au nombre de ces questions, figurent la détermination du volume de réserves globales jugé indispensable pour le bon fonctionnement d'un système reposant sur des taux de change fixes et la cadence souhaitable d'accroissement des réserves appartenant en propre aux banques centrales. Un autre problème concerne l'étendue des responsabilités à mettre à la charge des participants pour leur imposer les mesures d'ajustement exigées par les déséquilibres de leurs paiements extérieurs et les limites à apporter aux mécanismes de concours officiels destinés à financer lesdits déséquilibres.

Enfin, un sujet particulièrement délicat est celui qui a trait au rôle incombant à l'or dans le mécanisme des règlements internationaux et les relations à maintenir entre ce métal et les autres composantes des réserves monétaires.

Le Directeur Général

GABRIEL FERRAS

**BILAN ET COMPTE DE PROFITS ET PERTES**

**AU 31 MARS 1966**

# BILAN AU

ACTIF

EN FRANCS OR (UNITÉS DE 0,290 322 59 ...)

		%
<b>Or en lingots et monnayé</b> ... ..	3.024.558.382	38,4
<b>Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue</b> ... ..	381.147.346	4,8
<b>Bons du Trésor réescomptables</b> ... ..	67.838.731	0,9
<b>Effets et titres remobilisables sur demande</b> ... ..	124.196.192	1,6
<b>Dépôts à terme et avances</b>		
A 3 mois au maximum ... ..	1.825.362.434	23,2
» 3 » » » (or) ... ..	3.405.483	0,0
De 3 à 6 mois ... ..	360.014.631	4,6
De 6 à 9 mois ... ..	171.113.012	2,2
De 9 à 12 mois ... ..	60.388.108	0,8
A plus d'un an ... ..	<u>86.657.010</u>	1,1
	2.506.940.658	
<b>Autres effets et titres</b>		
<b>Or</b>		
A 3 mois au maximum ... ..	276.207.297	3,5
De 3 à 6 mois ... ..	95.109.928	1,2
De 6 à 9 mois ... ..	22.970.765	0,3
De 9 à 12 mois ... ..	25.823.197	0,3
<b>Monnaies</b>		
A 3 mois au maximum ... ..	957.310.025	12,1
De 3 à 6 mois ... ..	120.716.573	1,5
De 6 à 9 mois ... ..	33.827.742	0,4
De 9 à 12 mois ... ..	60.265.042	0,8
A plus d'un an ... ..	<u>55.934.218</u>	0,7
	1.648.164.787	
<b>Actifs divers</b> ... ..	10.047.644	0,1
<b>Immeubles et installations</b> ... ..	1	0,0
<b>Créance au titre de la Convention du 29 novembre 1965 avec la République fédérale d'Allemagne</b> ... ..	<u>118.785.836</u>	1,5
	<u><u>7.881.659.477</u></u>	<u>100</u>
<b>COMPTES D'ORDRE</b>		
a) Opérations à terme sur or:		
Solde net: or à recevoir (monnaies à livrer) ... ..	439.151.937	
b) Fonds, effets et autres titres gérés ou détenus par la Banque pour le compte de tiers:		
Or sous dossier ... ..	1.144.784.581	
Avoirs en banque ... ..	32.286.355	
Effets et autres titres sous dossier ... ..	715.291.607	

31 MARS 1966

GRAMME D'OR FIN — ART. 5 DES STATUTS)

PASSIF

		<u>%</u>
<b>Capital</b>		
Autorisé et émis 200.000 actions de 2.500 frs. or chacune	<u>500.000.000</u>	
libérées de 25% ... ..	125.000.000	1,6
<b>Réserves</b>		
Fonds de Réserve Légale ... ..	12.500.000	
Fonds de Réserve Générale ... ..	<u>13.342.650</u>	
	25.842.650	0,3
<b>Dépôts (or)</b>		
<b>Banques centrales</b>		
De 9 à 12 mois ... ..	89.569.609	1,1
De 6 à 9 mois ... ..	203.431.495	2,6
De 3 à 6 mois ... ..	84.327.314	1,1
A 3 mois au maximum ... ..	522.623.119	6,6
A vue ... ..	<u>2.161.939.549</u>	27,4
<b>Autres déposants</b>		
De 6 à 9 mois ... ..	68.933.832	0,9
De 3 à 6 mois ... ..	17.262.531	0,2
A 3 mois au maximum ... ..	68.913.385	0,9
A vue ... ..	<u>322.269.421</u>	4,1
	3.539.270.254	
<b>Dépôts (monnaies)</b>		
<b>Banques centrales</b>		
A plus d'un an ... ..	23.901.465	0,3
De 9 à 12 mois ... ..	45.071.843	0,6
De 6 à 9 mois ... ..	16.723.036	0,2
De 3 à 6 mois ... ..	379.104.496	4,8
A 3 mois au maximum ... ..	2.412.129.286	30,6
A vue ... ..	<u>165.546.961</u>	2,1
<b>Autres déposants</b>		
De 3 à 6 mois ... ..	708.993	0,0
A 3 mois au maximum ... ..	404.447.395	5,1
A vue ... ..	<u>18.397.808</u>	0,2
	3.466.031.283	
<b>Effets</b>		
De 3 à 6 mois ... ..	15.960.999	0,2
A 3 mois au maximum ... ..	<u>345.682.788</u>	4,4
	361.543.787	
<b>Divers</b> ... ..	33.332.516	0,4
<b>Compte de profits et pertes</b> ... ..	32.342.787	0,4
<b>Provision pour charges éventuelles</b> ... ..	216.200.000	2,8
<b>Créances des Gouvernements au titre du Compte de Trust des</b>		
Annuités ... ..	<u>82.096.200</u>	1,1
	<u>7.881.659.477</u>	<u>100</u>

**RAPPORT DES COMMISSAIRES-VÉRIFICATEURS A MESSIEURS LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET AUX ACTIONNAIRES DE LA BANQUE DES RÉGLEMENTS INTERNATIONAUX A BÂLE.**

A notre avis, le Bilan qui précède et le Compte de Profits et Pertes annexé donnent une vue exacte et correcte de la situation des affaires de la Banque au 31 mars 1966 et de ses bénéfices pour l'exercice clos à cette date.

Nous avons obtenu toutes les informations et explications que nous avons jugées nécessaires. A notre avis, la Banque a tenu ses comptes d'une manière appropriée et le Bilan et le Compte de Profits et Pertes sont en concordance avec les livres et avec les informations et explications susvisées.

Zürich, le 4 mai 1966.

PRICE WATERHOUSE & Co.

## COMPTE DE PROFITS ET PERTES

### pour l'exercice social clos le 31 Mars 1966

		<u>Francs or</u>
Revenu net provenant de l'utilisation des fonds propres de la Banque et des dépôts qui lui ont été confiés, à l'exclusion de la dernière annuité reçue au titre de l'Accord sur les dettes extérieures allemandes ... ..		46.311.387
Commission en qualité de Mandataire (Trustee), etc. ... ..		<u>698.390</u>
		47.009.777
<b>Frais d'administration:</b>		
Conseil d'administration — Indemnités et frais de voyage	355.216	
Direction et personnel — traitements, contributions pour pensions et frais de voyage ... ..	7.006.473	
Loyer, assurance, chauffage, électricité ... ..	60.161	
Aménagement et réparation des immeubles, entretien du matériel ... ..	287.093	
Fournitures de bureau, livres, périodiques, agence d'informations, frais d'impression ... ..	405.306	
Téléphone, télégraphe et frais postaux ... ..	205.248	
Rémunération d'experts (commissaires-vérificateurs, interprètes, économistes, etc.) ... ..	66.308	
Imposition cantonale ... ..	35.281	
Divers ... ..	<u>380.748</u>	
	8.801.834	
<b>Moins: Montants récupérables pour frais de la Banque en tant qu'Agent de l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (Accord Monétaire Européen) ... ..</b>	<u>370.808</u>	<u>8.431.026</u>
		38.578.751
<b>Le Conseil d'administration a décidé qu'il est nécessaire de verser:</b>		
à la provision pour frais d'administration exceptionnels	1.000.000	
à la provision pour charges éventuelles ... ..	<u>15.000.000</u>	<u>16.000.000</u>
<b>BÉNÉFICE NET de l'exercice clos le 31 mars 1966 ... ..</b>		<u>22.578.751</u>
à ajouter: Solde reporté de l'exercice précédent ... ..		<u>9.764.036</u>
<b>Montant disponible ... ..</b>		<u>32.342.787</u>
que le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale annuelle convoquée pour le 13 juin 1966 d'affecter comme suit:		
Dividende de 37,50 francs or, augmenté d'un montant de 75,— francs or, dont l'effet est de porter à 112,50 francs or la répartition par action et de réduire le montant du dividende cumulé non déclaré de 129,47 francs or à 54,47 francs or par action ... ..		22.500.000
Report à nouveau ... ..		<u>9.842.787</u>
		<u>32.342.787</u>

### Évolution de la provision pour charges éventuelles au cours de l'exercice social clos le 31 mars 1966

		<u>Francs or</u>
Solde au 1er avril 1965 ... ..		214.500.000
moins: perte sur les placements effectués en Allemagne en application des Accords de La Haye de 1930 ... ..		<u>13.300.000</u>
		201.200.000
à ajouter: transfert du compte de profits et pertes ... ..		<u>15.000.000</u>
<b>Solde au 31 mars 1966, selon bilan ... ..</b>		<u>216.200.000</u>

## 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  
Sir Maurice 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

---

Jan Knap	Directeur Adjoint
----------	-------------------