

**BANQUE DES
RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX**

TRENTE-SEPTIÈME RAPPORT ANNUEL
1^{ER} AVRIL 1966 — 31 MARS 1967

BÂLE

12 JUIN 1967

TABLE DES MATIÈRES.

	Page
Introduction	1
 Première Partie - Tendances actuelles de l'activité et des politiques économiques 1966-67	 3
<p><i>Etats-Unis (p. 4); République fédérale d'Allemagne (p. 11); Grande-Bretagne (p. 16); France (p. 22); Pays-Bas (p. 25); Belgique (p. 27); Suisse (p. 28); Suède (p. 30); Canada (p. 31); Italie (p. 34); Japon (p. 36); Europe de l'Est (p. 37); évolution des réserves monétaires globales (p. 40).</i></p>	
 Deuxième Partie - Examen de l'évolution économique et monétaire	 51
I. Évolution et politique du crédit	51
<p><i>Crédits bancaires et formation de moyens liquides (p. 52); mouvements comparés des taux d'intérêt (p. 55); marchés nationaux et marché international des capitaux (p. 60); évolution du crédit dans les différents pays: Etats-Unis (p. 65), Canada (p. 70), Grande-Bretagne (p. 73), République fédérale d'Allemagne (p. 78), Pays-Bas (p. 82), Belgique (p. 85), France (p. 87), Italie (p. 90), Suisse (p. 92), Autriche (p. 94), Danemark (p. 96), Norvège (p. 97), Suède (p. 98), Finlande (p. 100), Espagne (p. 101), Japon (p. 102).</i></p>	
II. Echanges et paiements internationaux	105
<p><i>Evolution des échanges de services (p. 108): transports (p. 109), revenus des placements (p. 111), tourisme (p. 113), remises (p. 114), transactions de gouvernement à gouvernement (p. 114); évolution des balances de paiements: Etats-Unis (p. 115), Canada (p. 119), pays d'Europe occidentale (p. 121), Grande-Bretagne (p. 123), République fédérale d'Allemagne (p. 126), Italie (p. 129), France (p. 131), Union Economique Belgo-Luxembourgeoise (p. 133), Pays-Bas (p. 134), Autriche (p. 135), Suisse (p. 136), Danemark (p. 137), Finlande (p. 138), Norvège (p. 139), Suède (p. 139), Espagne (p. 140), Japon (p. 141); politique commerciale (p. 143).</i></p>	
III. Or, réserves monétaires et changes	145
<p><i>Production et marchés de l'or; encaisses-or (p. 145); Fonds Monétaire International (p. 153); réserves officielles et autres mouvements monétaires: Etats-Unis (p. 156), Grande-Bretagne (p. 159), pays continentaux d'Europe occidentale (p. 162), République fédérale d'Allemagne (p. 165), France (p. 166), Italie (p. 166), Pays-Bas (p. 169), Belgique (p. 169), Autriche (p. 170), Suisse (p. 170), Suède (p. 171), Finlande (p. 171), Espagne (p. 171), Canada (p. 172), Japon (p. 173); marché des changes (p. 173): livre sterling (p. 174), franc suisse (p. 176), deutsche mark (p. 177), franc français (p. 178), lire italienne (p. 178); autres événements dans le domaine des changes (p. 179).</i></p>	

	Page
IV. Le marché des Euro-Monnaies	181
<i>Répartition géographique des positions en dollars envers l'étranger des banques d'Europe (p. 183), dimensions nettes du marché de l'Euro-dollar (p. 186), variations des positions en monnaies étrangères des banques des divers pays (p. 188), mouvements des taux d'intérêt (p. 190).</i>	
V. Accord Monétaire Européen	199
<i>Modification de l'Accord (p. 199); opérations effectuées au titre de l'Accord: Fonds Européen (p. 200), Système Multilatéral de Règlements (p. 202); fonctionnement de l'Accord Monétaire Européen (p. 203).</i>	
Troisième Partie - Opérations de la Banque	205
<i>Activité du Département bancaire (p. 205): composition des ressources (p. 206), utilisation des ressources (p. 209); la Banque comme Mandataire (Trustee) et Agent financier d'emprunts publics internationaux (p. 214); 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. 216); la Banque comme Agent de l'O.C.D.E. (Accord Monétaire Européen) (p. 218); développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales (p. 218); bénéfices nets et répartition (p. 219); modifications dans la composition du Conseil d'administration (p. 221).</i>	
Conclusion	223

* * *

Bilan au 31 mars 1967 et compte de Profits et Pertes de l'exercice clos le 31 mars 1967.

LISTE DES TABLEAUX ET DES GRAPHIQUES.

(Les graphiques sont indiqués par un astérisque.)

	Page
Première Partie - Tendances actuelles de l'activité et des politiques économiques 1966-67.	
Etats-Unis:	
Modifications des composantes de la demande	5
Excédents de réserves et réserves empruntées des banques membres du Système de Réserve Fédérale*	8
Production industrielle*	10
Produit national brut et ses composantes	14
Taux d'intérêt*	19
Budget de la Grande-Bretagne	21
Economies de l'Europe orientale: Revenu national, production industrielle et agricole	38
Fluctuations des réserves monétaires globales	42
Origines des augmentations de réserves globales	47
Deuxième Partie - Examen de l'évolution économique et monétaire.	
I. Évolution et politique du crédit.	
Système bancaire: Evolution de la situation monétaire	53
Mouvements comparés des taux d'intérêt	56
Taux d'intérêt*	57
Taux d'escompte officiels	58
Marchés nationaux des capitaux: Montant net des émissions	61
Emissions étrangères et émissions internationales d'obligations	64
Etats-Unis: Apport total des ressources aux marchés du crédit	66
Epargne nationale brute et investissements bruts	71
Grande-Bretagne: Epargne et investissement en capitaux fixes	75
Allemagne Fédérale: Indices représentatifs de l'évolution de la situation monétaire*	79
II. Echanges et paiements internationaux.	
Commerce international	105
Commerce extérieur*	107
Europe occidentale, Amérique du Nord et Japon:	
Balance des transactions invisibles	109
Montant total des transactions invisibles	110
Revenu de placements à l'étranger	111
Balances des paiements:	
Etats-Unis	116
Canada	120
Pays d'Europe occidentale	122
Grande-Bretagne	124

	Page
Balances des paiements (suite):	
Allemagne	127
Italie	130
France	132
Pays-Bas	134
Espagne	141
Japon	142

III. Or, réserves monétaires et changes.

Production mondiale d'or	145
Origines et utilisations de l'or	146
Origines et utilisations de l'or*	148
Cours de l'or*	149
Argent-métal: offre mondiale et utilisations	150
Encaisses-or dans le monde	151
Fonds Monétaire International: Tirages et rachats de monnaies	153
Etats-Unis: Mouvements monétaires avec l'étranger	156
Royaume-Uni: Mouvements monétaires avec l'étranger	160
Pays d'Europe continentale, Canada et Japon:	
Positions monétaires extérieures	163
République fédérale d'Allemagne: Mouvements monétaires avec l'étranger	165
Italie: Mouvements monétaires avec l'étranger	167
Cours du change de la livre par rapport au dollar*	174
Cours du dollar des Etats-Unis sur les marchés des changes d'Europe*	177

IV. Le marché des Euro-Monnaies.

Variations des positions extérieures des banques en monnaies étrangères	182
Positions en dollars des banques des pays d'Europe envers des non-résidents	184
Dimensions nettes du marché de l'Euro-dollar - Estimation	186
Positions en monnaies étrangères des banques d'Europe envers des non-résidents	188
Taux d'intérêt sur les places de Londres et de New York, et écarts sur l'opération d'arbitrage à Londres*	191
Engagements et avoirs à court terme de banques commerciales en certaines monnaies étrangères envers des non-résidents	193
Engagements et avoirs à court terme de banques commerciales en certaines monnaies étrangères envers des non-résidents, non compris les positions envers les pays d'émission des monnaies en cause	196

V. Accord Monétaire Européen.

Fonds Européen:	
Crédits accordés	201
Utilisation des crédits consentis	202
Situation des comptes	204

Troisième partie - Opérations de la Banque.

	Page
Evolution du total du bilan	205
Comptes d'ordre	206
Passifs*	206
Composition des ressources	207
Ressources d'après leur origine	208
Ressources d'après leur nature et leur durée	208
Encaisse et placements totaux	209
Position-or	210
Actifs*	211
Dépôts à terme et avances, autres effets et titres	213
Emprunt extérieur allemand 1924 (<i>Emprunt Dawes</i>)	215
Emprunt international 1930 du gouvernement allemand (<i>Emprunt Young</i>)	215
Emprunt international de la République fédérale d'Autriche 1930	216
Emprunts garantis de la Haute Autorité de la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier	217

TRENTE-SEPTIÈME RAPPORT ANNUEL

soumis à

l'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE

de la

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

tenue à

Bâle, le 12 juin 1967.

Messieurs,

J'ai l'honneur de vous soumettre le Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif au trente-septième exercice, commencé le 1^{er} avril 1966 et clos le 31 mars 1967.

Après déduction des montants transférés aux provisions, le bénéfice net s'élève à 32.074.487 francs or contre 22.578.751 francs or pour l'exercice précédent. Après addition au bénéfice net du solde de 9.842.787 francs or reporté de l'exercice précédent, le montant disponible s'élève à 41.917.274 francs or.

Le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale la distribution, comme l'an dernier, d'un dividende de 112,50 francs or par action, la somme totale nécessaire à cette fin s'établissant à 22.500.000 francs or. Le dividende comprendra à raison de 37,50 francs or le dividende cumulatif annuel de 6%, à raison de 54,47 francs or le reliquat du dividende cumulatif non déclaré, et à raison de 20,53 francs or un dividende supplémentaire, non cumulatif, de 3,28%. Si les autres recommandations du Conseil d'administration sont acceptées, un montant de 9.409.310 francs or sera transféré au Fonds de réserve générale et un montant de 10.007.964 francs or sera transféré à un Fonds spécial de réserve de dividendes.

La Première Partie du présent Rapport traite des tendances générales de la politique économique en Europe et aux Etats-Unis en 1966 et durant les premiers mois de 1967, et examine l'évolution des réserves globales au cours des douze dernières années.

La Deuxième Partie passe en revue l'évolution en ce qui concerne le crédit, les paiements extérieurs et les réserves internationales, ainsi que les marchés des changes et des Euro-monnaies; elle rend également compte, de façon succincte, du fonctionnement de l'Accord Monétaire Européen.

La Troisième Partie traite des activités de la Banque et donne en détail les résultats des opérations de l'exercice, ainsi qu'une analyse du bilan au 31 mars 1967. Elle contient également un exposé des fonctions exercées par la Banque 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 enfin 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 ACTUELLES DE L'ACTIVITÉ ET DES POLITIQUES ÉCONOMIQUES

1966-67.

La situation économique de plusieurs grands pays industriels s'est sensiblement modifiée pendant les douze mois écoulés. Au début de 1966, l'excédent de la demande exerçait de fortes pressions inflationnistes sur les prix et sur le marché du travail et si les mesures prises par les autorités tendaient à freiner le boom, elles n'avaient cependant pas encore revêtu une intensité suffisante ou n'avaient pas eu le temps de donner des résultats. Les effets des restrictions sont devenus de plus en plus évidents par la suite; aux environs du premier trimestre de 1967, la situation était caractérisée tantôt par un ralentissement plus ou moins accentué de l'activité, tantôt par une légère récession.

Les Etats-Unis, la République fédérale d'Allemagne et la Grande-Bretagne ont fourni les traits dominants du tableau d'ensemble de l'économie mondiale, ne serait-ce qu'en raison de leur importance, et aussi parce que le changement d'orientation de la demande globale enregistré dans ces pays a été vite ressenti en dehors de leurs frontières. Dans les autres pays d'Europe occidentale, la situation a évolué plus ou moins parallèlement.

Les seules exceptions à ce renversement de tendance de la demande ont été l'Italie et le Japon, qui avaient dû mettre en route des programmes de stabilisation en 1963-64 et enregistraient, au début de 1966, un mouvement d'expansion équilibré; celui-ci s'est poursuivi sans à-coups jusqu'ici.

Les douze mois écoulés ont été également caractérisés par des modifications étendues de la situation des balances des paiements, celles des grands pays en particulier. Les excédents très confortables de la France ont fait place à des déficits et les surplus de l'Italie ont très sensiblement diminué. De déficitaire, la balance des paiements de la Grande-Bretagne est devenue légèrement excédentaire, et celle de la République fédérale d'Allemagne a fait apparaître des excédents appréciables. Aux Etats-Unis, le resserrement monétaire des douze mois écoulés a provoqué un renversement d'une ampleur exceptionnelle des flux de capitaux; la situation fondamentale de la balance des paiements s'est toutefois aggravée.

Des fluctuations des positions financières extérieures sont préférables certes à des excédents et à des déficits prolongés; mais l'objectif de l'équilibre paraît aussi éloigné que jamais et peu nombreux sont les pays où les perspectives de retour à un équilibre approximatif sont favorables.

Etats-Unis.

Aggraver ou ne pas aggraver la fiscalité? Telle a été la question. La réponse imprécise qui lui a été apportée explique dans une large mesure l'évolution de l'économie des Etats-Unis au cours des dix-huit mois passés. L'hésitation des autorités a permis aux forces de la demande de s'intensifier; d'autre part, il a été fait presque exclusivement appel à la politique monétaire pour obtenir l'effet de contraction désiré.

La question s'est posée après l'annonce, faite par le Président le 28 juillet 1965, du renforcement des effectifs au Viêt-nam et de l'accélération de la mobilisation des recrues. Cette décision impliquait, de toute évidence, une forte augmentation des dépenses militaires exerçant un effet de multiplicateur sur le niveau général d'activité, en raison de leurs répercussions sur les principales composantes des dépenses du secteur privé. L'impulsion nouvelle donnée à la demande globale, au moment où cette dernière faisait déjà preuve d'une expansion vigoureuse et où l'économie était sur le point d'atteindre le plein emploi, n'a pas manqué de donner naissance à des pressions inflationnistes sur les prix et sur le marché du travail. En quelques semaines, les effets de l'intensification de l'effort de guerre au Viêt-nam ont pu être décelés sur les différents marchés et, dès le dernier trimestre de 1965, l'économie entrait dans une phase de boom caractérisé.

La feuille de température de l'économie américaine (voir tableau ci-après) montre que les dépenses nationales brutes augmentaient à la cadence de \$12,9 milliards en moyenne pendant les deuxième et troisième trimestre de 1965. A ce rythme, l'économie américaine poursuivait le mouvement d'expansion équilibrée des années précédentes, dans un climat de stabilité raisonnable des prix et de relèvements modérés des salaires. Ce rythme est passé brusquement à \$17,4 milliards au cours des deux trimestres suivants. Les dépenses militaires ont progressé rapidement et, circonstance aggravante, l'économie recevait des commandes dont la livraison devait entraîner, par la suite, une augmentation encore plus accentuée de ces dépenses. A côté de ce stimulant direct, l'intensification de l'effort de guerre a contribué, par ses répercussions sur le plan psychologique, à provoquer, pendant ce bref intervalle, une augmentation trimestrielle de \$1,8 à \$3,4 milliards des dépenses d'installations et d'équipement des entreprises, et de \$8,1 à \$10,3 milliards des dépenses de consommation des particuliers.

Etats-Unis: Modifications des composantes de la demande, 1965-67.

Composantes	Fluctuations trimestrielles moyennes			
	2ème et 3ème trim. 1965	4ème trim. 1965 et 1er trim. 1966	2ème à 4ème trim. 1966	1967 1er trim.
	en milliards de dollars, chiffres corrigés des variations saisonnières			
Dépenses de consommation des particuliers	+ 8,1	+ 10,3	+ 6,2	+ 5,8
Biens durables	+ 0,8	+ 1,8	- 0,2	- 1,2
Autres biens	+ 7,3	+ 8,5	+ 6,4	+ 7,1
Achats de biens et de services par le gouvernement fédéral	+ 3,0	+ 3,7	+ 5,3	+ 6,0
Défense nationale	+ 1,2	+ 2,0	+ 3,6	+ 4,2
Autres achats	+ 1,8	+ 1,7	+ 1,7	+ 3,8
Investissements en capitaux fixes du secteur privé (chiffres bruts)	+ 1,8	+ 3,8	- 0,7	+ 0,2
Maisons d'habitation	-	+ 0,4	- 2,2	+ 0,2
Installations à usage industriel et commercial et équipement	+ 1,8	+ 3,4	+ 1,5	-
Fluctuations de la valeur des stocks des entreprises	- 0,4	+ 0,1	+ 2,5	- 10,8
Exportations de biens et de services (chiffres nets)	+ 0,4	- 0,5	- 0,6	+ 1,3
Dépenses nationales (chiffres bruts)	+ 12,9	+ 17,4	+ 12,7	+ 4,4

La tendance au fléchissement de la valeur des stocks donne une idée des pressions exercées sur les ressources disponibles. Comme les stocks de matières premières et de produits en cours de fabrication ont dû augmenter dans les industries travaillant pour la défense nationale, les achats devaient excéder la production courante pour les biens de consommation et d'équipement. Au cours des six mois qui ont suivi septembre 1965, la production dans le groupe d'industries fabriquant des biens d'équipement ou travaillant pour la défense nationale s'est accrue à une cadence annuelle de 23%. Des pressions s'exerçaient non seulement sur le potentiel productif disponible, mais sur le marché du travail, le pourcentage des chômeurs ayant fléchi à 4% en janvier pour s'inscrire en nouveau recul par la suite. Les prix ont amorcé un mouvement de hausse accéléré qui devait se poursuivre pendant le reste de l'année 1966. Le climat d'expansion dans la stabilité avait fait place à une atmosphère de boom inflationniste.

Dans une atmosphère de discussions publiques nombreuses concernant les avantages et inconvénients d'une possible action fiscale, le gouvernement faisait preuve d'hésitation pendant toute l'année 1966 pour décider s'il y avait lieu ou non de freiner la demande des particuliers par l'aggravation de la fiscalité. En mars 1966, il introduisait cependant une série de dispositions annulant des dégrèvements d'impôts indirects accordés en janvier, et il accroissait le montant de la retenue à la source de l'impôt sur le revenu. En avril, le gouvernement

demandait aux entreprises de réviser en baisse leurs programmes de dépenses en capital. Le crédit d'impôt de 7% pour les achats de machines et d'équipement et le régime des provisions d'amortissement accéléré pour les constructions nouvelles étaient abolis en septembre.

Les autorités de Réserve Fédérale, qui s'étaient fait une idée plus précise des exigences de la situation en constatant que les appels au crédit devenaient excessifs et que d'autres indices d'un emballement de la demande se manifestaient, ont rapidement orienté leur politique monétaire dans un sens restrictif. En décembre 1965, le taux officiel d'escompte avait été porté de 4 à 4½% et les plafonds des taux d'intérêt créditeurs fixés par la Réglementation Q avaient été relevés de 4-4½ à 5½% pour les dépôts à trente jours et plus. Ces mesures, qui avaient soulevé des controverses dans les milieux de Washington, n'ont pas été suivies immédiatement par d'autres dispositions restrictives. En revanche, les répercussions des restrictions monétaires sont apparues progressivement sur les marchés financiers, et ont abouti, vers la fin de l'été 1966, à un resserrement caractérisé, au cours duquel les taux d'intérêt ont atteint des niveaux qui n'avaient pas été notés depuis des dizaines d'années.

Pendant la phase de renforcement des mesures monétaires, les demandes de crédit à court terme du monde des affaires sont demeurées actives, en partie parce que les emprunteurs prenaient des précautions pour couvrir des besoins futurs. Toutefois, dans le courant de 1966, la mise en œuvre des moyens d'action de la politique monétaire a permis d'obtenir l'effet de contraction désiré sur la demande totale. Le fléchissement accentué du pourcentage d'accroissement de la demande pendant le deuxième trimestre de 1966 était dû à la pause qui s'était naturellement instaurée après la vague d'achats des six mois précédents. La plus grande modération de la demande, et le fléchissement effectif de celle-ci vers la fin de 1966 et pendant le premier trimestre de 1967, sont toutefois l'aboutissement des restrictions monétaires. En raison de l'aggravation des conditions d'accès au crédit hypothécaire et de l'augmentation de son coût, la construction de maisons d'habitation s'est inscrite en vif recul; les ventes de véhicules automobiles de tourisme ont fléchi; enfin le rythme d'augmentation des dépenses d'investissement des entreprises s'est sensiblement ralenti. Tous ces phénomènes illustrent les moyens par lesquels il était possible de dégager, à l'intérieur de l'économie, une marge destinée à faire face à l'accroissement des dépenses militaires, et d'obtenir en même temps un relâchement des tensions inflationnistes. En fait, vers la fin de 1966, le ralentissement de la demande a provoqué une accumulation involontaire de stocks d'un volume considérable.

Comme on pouvait s'y attendre, l'existence d'un excédent de demande a exercé une pression à la hausse sur les prix. D'octobre 1965 à octobre 1966, ces

derniers ont monté de 3,7% à la consommation, et de plus de 3% pour les prix de gros. Exprimé en termes réels, le produit national brut s'est accru de 5,4% en 1966, et à prix courants de 8,6%. D'autre part, après avoir été scrupuleusement observées pendant plusieurs années, les directives officielles en matière de salaires ont été abandonnées à partir du milieu de 1966. Malgré des signes de détente sur le marché du travail, les taux de rémunération prévus dans les conventions collectives ont été révisés en hausse et le mouvement s'est poursuivi en 1967.

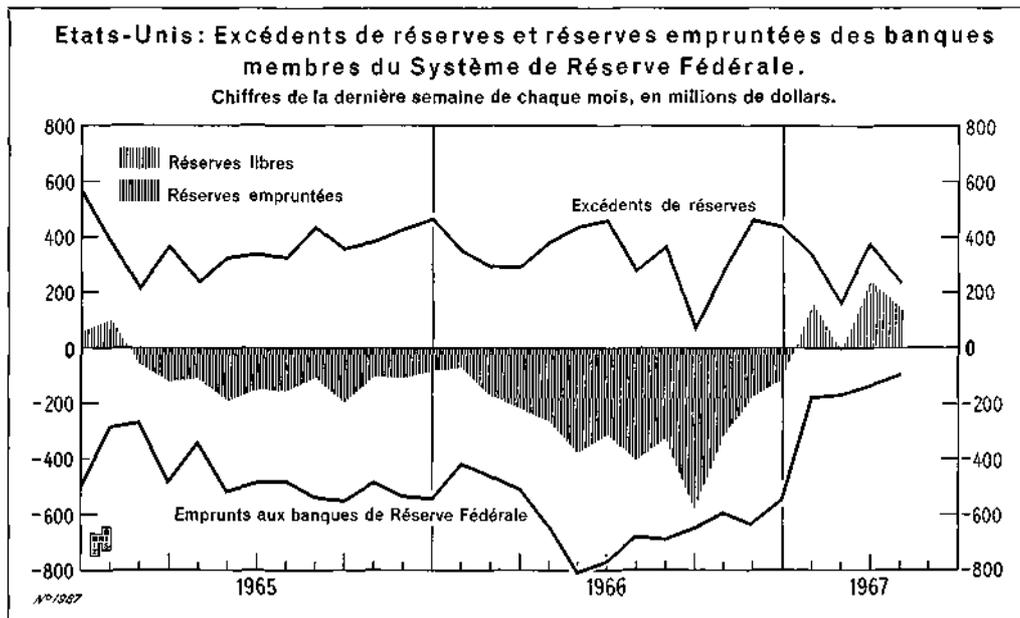
Les forces agissant à l'intérieur de l'économie des Etats-Unis ont également provoqué une aggravation significative de la situation de la balance des paiements. Les dépenses militaires à l'étranger ont — conséquence directe du conflit au Viêt-nam — progressé à un rythme annuel de \$1 milliard du milieu de 1965 au dernier trimestre de 1966. En outre, la recrudescence d'activité de la demande s'est répercutée sur les importations qui se sont accrues de 19% en 1966. La progression la plus importante a été notée au cours des trois premiers trimestres et a porté essentiellement sur les articles manufacturés (biens de consommation et d'équipement) au fur et à mesure que l'appareil productif était utilisé à la limite de ses possibilités et que les délais de livraison avaient tendance à s'allonger. En fait, les achats à l'étranger de biens d'équipement se sont accrus de 65%. En dépit des progrès satisfaisants des exportations, l'excédent de la balance commerciale, non comprises les exportations financées par le gouvernement, est tombé à \$730 millions en 1966, soit un recul de \$1,3 milliard par rapport à 1965. Avec le ralentissement de la demande vers la fin de 1966, le rythme d'accroissement des importations a commencé à fléchir et il était très réduit pendant les premiers mois de 1967. Comme les exportations ont continué de se développer, la tendance à l'aggravation de la balance commerciale a été en partie renversée.

L'aggravation de la situation de la balance commerciale et l'accroissement des dépenses militaires à l'étranger ont été compensés en partie l'an dernier par une amélioration significative de la balance des mouvements de capitaux à long terme, en raison principalement du niveau élevé des taux d'intérêt aux Etats-Unis et de l'exécution du programme de restrictions volontaire des exportations de capitaux. Aussi a-t-on enregistré un afflux de \$2 milliards de fonds à long terme d'origine étrangère, alors qu'en 1965 la balance avait été pratiquement en équilibre. Dans cet afflux était incorporé un mouvement de conversion de titres de créance à échéance rapprochée, en certificats de dépôt ou obligations du gouvernement américain à plus long terme, en grande partie du fait d'organismes internationaux et d'autorités monétaires étrangères. D'autre part, les sorties de capitaux privés à long terme des Etats-Unis ont fléchi de quelque \$900 millions, par rapport aux \$4,4 milliards environ en 1965. Les entreprises américaines ont réussi à financer un pourcentage plus élevé de leurs investissements à l'étranger en émettant des titres

nouveaux en Europe, et les entrées de capitaux à long terme correspondant à ces émissions ont compensé en partie les \$3,4 milliards de sorties représentant des investissements directs. En raison des fortes demandes de crédit aux Etats-Unis, les prêts à long terme des banques américaines en faveur de non-résidents ont un peu diminué, et les achats nets de valeurs étrangères par des résidents américains ont légèrement fléchi.

Sous l'influence de tous ces facteurs, le déficit de la balance des paiements des Etats-Unis (calculé sur la base de la liquidité extérieure) est passé de \$1,3 milliard en 1965 à \$1,4 milliard l'an dernier. L'aggravation aurait été toutefois plus accentuée si des organismes publics étrangers n'avaient pas arbitré des avoirs liquides en dollars contre des avoirs moins liquides. Le règlement anticipé de commandes de matériel militaire par la République fédérale d'Allemagne a provoqué également un afflux de ressources officielles vers les Etats-Unis, et les remboursements anticipés de dettes extérieures de la France, de l'Italie et de la République fédérale d'Allemagne ont atteint \$400 millions au total.

Vers la fin de 1966, les pressions exercées sur l'économie des Etats-Unis par les demandes de caractère inflationniste s'étaient manifestement atténuées. Après avoir entrepris en automne de faire baisser la tension sur les marchés financiers, les autorités de Réserve Fédérale se sont franchement orientées, en décembre, vers une politique d'aisance monétaire en intervenant de façon massive. Les réserves «libres» des banques adhérentes ont de nouveau augmenté en



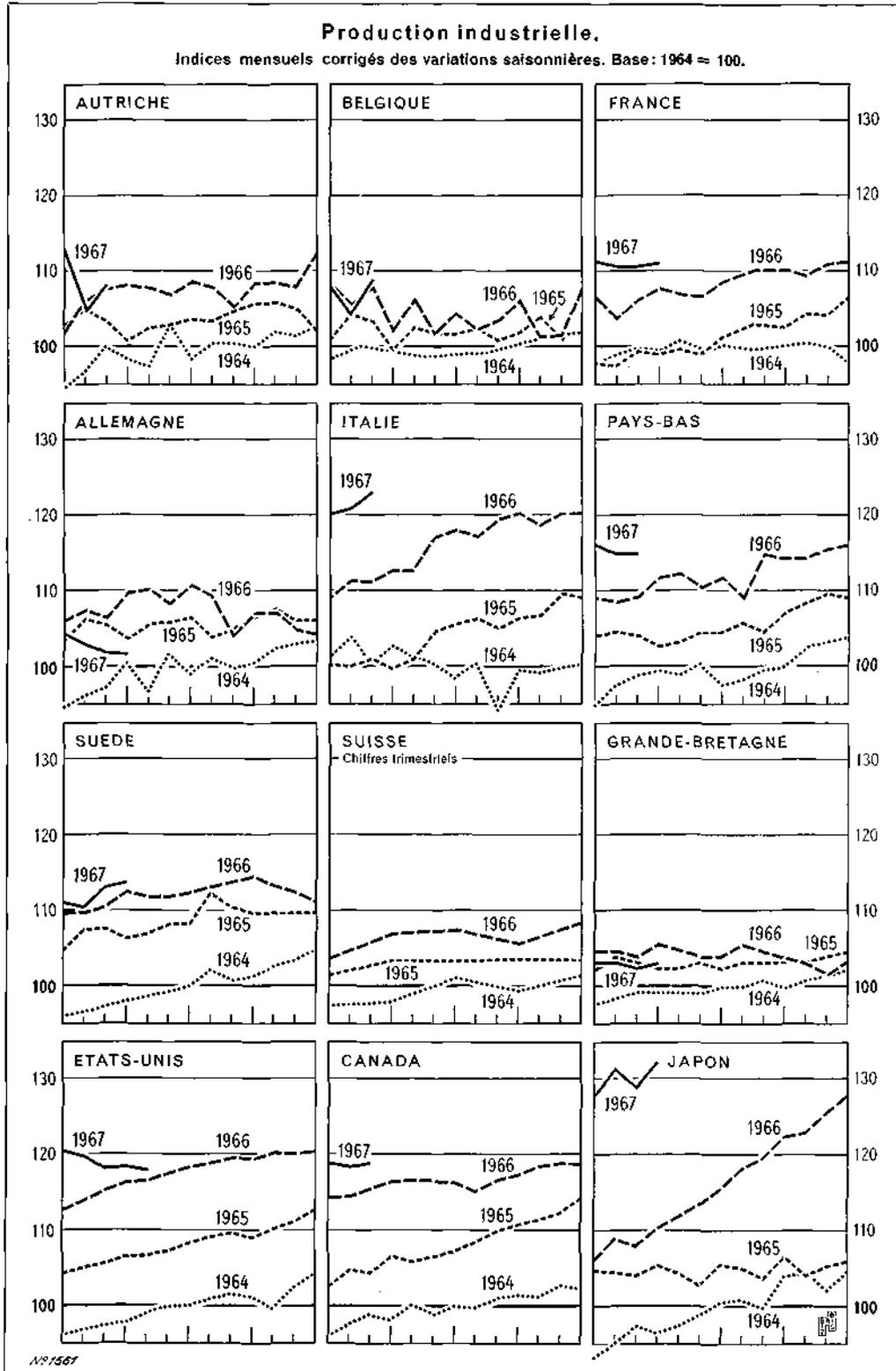
novembre et décembre et, juste avant la fin de l'année, les autorités ont rapporté la directive qu'elles avaient adressée aux banques pour les inciter à limiter les avances à la clientèle industrielle et commerciale. La politique d'aisance monétaire a été poursuivie au début de 1967. En mars, le pourcentage des réserves obligatoires en contrepartie de dépôts a été abaissé de 4 à 3%, en totalité pour les dépôts d'épargne et en partie pour les dépôts à échéance fixe; au début d'avril, le taux officiel d'escompte a été ramené de 4½ à 4%. En raison de la détente des taux d'intérêt, les dispositions du programme de limitation des sorties de capitaux au titre de 1967 ont été renforcées en décembre. La taxe d'égalisation des taux d'intérêt a été relevée à compter de janvier 1967, et le supplément de taux à payer porté de 1 à 1½%; par ailleurs, la durée d'application de la taxe a été prorogée de deux ans.

Au moment de la présentation du budget fédéral en janvier, le gouvernement des Etats-Unis a dû — et c'était une tâche difficile — porter un jugement sur l'intensité de l'action à impartir à la politique fiscale. D'une part, en effet, la demande avait momentanément cessé d'augmenter, et aucun nouveau coup de frein ne s'imposait dans l'immédiat. D'autre part, tout laissait prévoir que l'exécution du budget ferait apparaître un déficit considérable. En outre, le rétablissement d'une plus large aisance monétaire était de nature à provoquer une reprise d'activité dans certaines branches (construction de logements par exemple); les salaires étaient orientés à la hausse, et une nouvelle augmentation des dépenses militaires était dans le domaine des possibilités. En fin de compte, les autorités ont estimé qu'une recrudescence de la demande se manifesterait vraisemblablement à partir du second semestre de 1967, de sorte qu'une aggravation de la fiscalité était requise. Les projets prévoyaient l'application d'une taxe complémentaire de 6% pour l'impôt sur le revenu des particuliers et des sociétés, à compter du 1^{er} juillet, et un relèvement, à partir du 1^{er} janvier 1968, des contributions de Sécurité sociale. Toutefois, en raison du flottement de la demande globale au printemps 1967, les autorités ont remis en vigueur le crédit d'impôt de 7% pour les investissements sous forme de machines et d'équipement, et rétabli le système des provisions d'amortissement accéléré pour la construction de nouveaux bâtiments à usage industriel et commercial. Des ressources du budget fédéral, précédemment immobilisées, ont été débloquées pour financer la construction de routes et autres projets. L'attitude du Congrès envers les projets d'aggravation de la fiscalité demeure incertaine.

En résumé, la situation économique des Etats-Unis donne lieu, dans l'ensemble, à un refrain familier: la période de surchauffe a pris fin, mais la menace de relèvements inflationnistes des salaires subsiste; de même, le déficit des paiements extérieurs se prolonge.

Production industrielle.

Indices mensuels corrigés des variations saisonnières. Base: 1964 = 100.



République fédérale d'Allemagne.

L'évolution de la situation économique en République fédérale d'Allemagne présente des traits communs avec celle notée aux Etats-Unis, en ce sens que les autorités ont surtout fait appel à un resserrement monétaire sévère pour combattre une expansion de caractère inflationniste. Le processus s'est toutefois déroulé sur une période plus longue en République fédérale; dans les deux pays, les autorités ont réussi à reprendre en main la situation créée par l'excédent de demande. A noter toutefois qu'en Allemagne fédérale la nécessité d'augmenter les dépenses militaires n'existait pas, si bien que la politique économique devait être plus délibérément orientée vers l'encouragement de la reprise.

Dès 1964, l'économie allemande avait atteint, du fait du développement de l'activité, un stade de suremplei et elle subissait des tensions inflationnistes. Comme l'exécution du budget exerçait, de son côté, un effet d'expansion très marqué, la Bundesbank était seule à même de faire marcher les freins. Au cours d'une première étape, les pourcentages de réserves obligatoires ont été relevés, en été 1964; par la suite, les autorités ont progressivement accentué le resserrement monétaire en utilisant tous les moyens dont elles pouvaient disposer. La position de liquidité des banques s'est donc fortement tendue, les crédits bancaires et l'offre de fonds à long terme se sont raréfiés, et les taux d'intérêt ont atteint des niveaux à peu près prohibitifs. Etant donné que les dépenses publiques continuaient au début de 1966 à exercer des effets expansionnistes, il a fallu un certain temps pour que les mesures restrictives de la Bundesbank fassent elles-mêmes sentir leur influence. En fait, leurs incidences sont devenues évidentes au printemps de 1966, et le mouvement d'expansion, d'abord arrêté, a bientôt fait place à un recul.

Le renversement de tendance s'est traduit par un fléchissement des commandes nouvelles en provenance du marché intérieur. Après avoir atteint un niveau record en mars et avril, le volume de ces commandes faisait apparaître une diminution de 10% environ vers la fin de 1966. Le fléchissement de la valeur des contrats de construction a été encore plus accentué (17 1/2% pendant la même période). La production industrielle s'est également inscrite en recul. Toutefois, comme le volume des commandes en cours d'exécution était considérable au printemps 1966, le fléchissement a été de 4 1/2% seulement du mois d'avril à la fin de l'année; il s'est accéléré dès que le volant des commandes s'est atténué.

Le changement d'orientation cyclique s'est également manifesté sur le marché du travail, encore que le chômage n'ait commencé à augmenter qu'en automne. Au mois de février 1967, le nombre des chômeurs était monté à 674.000, contre 236.000 seulement pendant le mois correspondant de l'an dernier. En outre, l'adoption d'horaires réduits, à peu près totalement inconnus pendant des années, a eu

tendance à se généraliser et, de septembre 1966 à janvier 1967, les effectifs de main-d'œuvre étrangère ont diminué de presque 20%. Ce dernier phénomène revêt en partie un caractère saisonnier; il est, toutefois, prévu qu'un pourcentage important de travailleurs retournés dans leur pays d'origine n'obtiendront pas le renouvellement de leurs contrats. Autre indice montrant l'inflexion de la conjoncture: le nombre des offres d'emploi non satisfaites a enregistré un recul exceptionnellement brutal de mars 1966 à février dernier (275.000 contre 622.000).

Du côté de la demande, la cause principale du renversement de tendance a été le ralentissement des investissements dans les secteurs public et privé de l'économie qui a touché le plus durement les industries de biens d'équipement et la construction. D'après les données de la comptabilité nationale, la valeur des investissements bruts en capitaux fixes, aux prix du marché, a fléchi, pendant le second semestre de 1966, de 1,1% par rapport à la période correspondante de l'année précédente, alors qu'elle s'était accrue de 7,4% de janvier à juin. L'écart a été plus marqué pour les achats de biens d'équipement: au cours du premier semestre de 1966, ceux-ci faisaient ressortir une augmentation de 4,6% par rapport à la période correspondante de 1965; pendant le second, ils se sont inscrits en recul de 5%. De son côté, la demande des ménages a commencé à plafonner en été, et le pourcentage d'accroissement des dépenses de consommation des particuliers a fléchi — parallèlement à la diminution de la masse des revenus distribués — de 9%, pendant le premier semestre, à 4%, pendant le dernier trimestre de 1966, par rapport aux périodes correspondantes de 1965.

Le mouvement de hausse des prix a commencé à se ralentir au milieu de 1966. Après avoir progressé en 1965 à une cadence soutenue, encore accélérée au cours des premiers mois de 1966, les prix des produits industriels font preuve d'une assez grande stabilité depuis l'été dernier. Le coût de la vie, en revanche, a continué à s'élever jusqu'à une date récente, en raison principalement de l'augmentation continue des loyers et d'une nouvelle poussée de hausse des prix des denrées alimentaires; sa progression a été toutefois plus lente qu'auparavant. La hausse des salaires, qui atteignait antérieurement 9% par an en moyenne, ne s'est ralentie que vers la fin de 1966.

Les impulsions déflationnistes à l'intérieur de l'économie ont été contrecarrées, il est vrai, pour une faible partie seulement, par l'évolution du commerce extérieur. Alors que les délais de livraison se raccourcissaient, les industriels allemands intensifiaient leurs efforts d'exportation vers les débouchés où la demande continuait à faire preuve d'activité. Ainsi les ventes à l'exportation ont-elles augmenté en 1966 de 12,5%. En même temps - et pour des raisons d'ordre cyclique - les importations ont d'abord plafonné, puis diminué. Du fait de la divergence entre ces

mouvements, les déficits très considérables de la balance des opérations courantes pendant la période janvier-juin 1966 ont fait place à des excédents d'un montant encore plus élevé pendant le reste de l'année. Pour l'ensemble de 1966, l'excédent de paiements courants a été de DM 400 millions contre un déficit de DM 6,1 milliards l'année précédente. L'effet de ce renversement sur la position de liquidité de l'économie allemande a été toutefois compensé, à concurrence de DM 2,8 milliards, au total, par une diminution des entrées nettes de capitaux étrangers (opérations spéciales du gouvernement non comprises) et par une modification des termes de paiements.

Alors que les tendances au ralentissement de l'activité devenaient plus prononcées, la Bundesbank devait toutefois tenir compte, d'une part, de la persistance du mouvement de hausse des salaires, et, d'autre part, du fait que l'évolution de la situation des finances publiques — principal facteur d'expansion pendant la précédente phase ascendante du cycle — était encore incertaine. Aussi a-t-elle continué à appliquer, à l'origine, une politique monétaire restrictive, en évitant cependant de contrecarrer l'incidence, sur la position de liquidité des banques, de l'accroissement des excédents extérieurs.

Vers la fin de 1966, la situation se présentait sous un tout autre aspect; les salaires et les prix avaient virtuellement cessé d'augmenter, le problème des finances publiques était sur le point de recevoir une solution et, par-dessus tout, le chômage s'aggravait. En présence de ces phénomènes, la Bundesbank a profondément modifié sa politique. A partir de décembre 1966, la réglementation des réserves obligatoires a été aménagée et les pourcentages de celles-ci ont été réduits en trois étapes. Le taux officiel de réescompte a été progressivement abaissé et la Bundesbank a procédé à une réduction correspondante de ses taux de cession d'effets négociables sur le marché monétaire. Les taux d'intérêt se sont détendus, bien que les effets de l'assouplissement des conditions d'octroi du crédit sur ceux-ci aient été limités par des sorties de fonds. La détente a été plus accentuée pour les prêts à court terme que pour les obligations à plus longue échéance dont les taux de rendement avoisinent encore 7%. Les demandes de crédit n'ont pas encore répondu à ces mesures d'assouplissement et jusqu'ici, seul le secteur public a mis à profit l'élargissement du potentiel de prêt des banques.

Les pouvoirs publics, de leur côté, ont dû tenir compte du changement d'orientation de la conjoncture dans la conduite de leur politique financière. En automne 1966, au moment de la préparation du budget de 1967, ils s'étaient surtout attachés à réaliser l'équilibre. L'exécution de programmes d'investissements préétablis et des engagements en matière de dépenses courantes laissaient entrevoir, en 1967, un accroissement automatique de charges dont la couverture paraissait

**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									
Allemagne fédérale	1964	5,4	- 1,2	12,0	13,0	8,4	10,4	10,9	6,6
	1965	6,1	6,6	8,9	8,7	- 0,6	7,1	14,8	4,8
	1966	3,2	0,3	0,5	0,0	2,6	10,3	2,1	2,6
Autriche	1964	3,9	6,3	9,0	9,4	7,2	7,7	7,7	6,8
	1965	5,1	- 1,1	4,7	4,8	4,0	6,5	9,2	2,4
	1966	5,1	4,5	7,3	.	.	6,3	10,4	4,3
Belgique	1964	4,1	4,2	12,9	5,3	46,2	12,7	11,2	6,6
	1965	3,5	5,2	1,2	1,6	0,1	8,8	7,7	3,3
	1966	3,0	4,0	4,0	6,0	- 2,5	7,0	9,5	3,5
Danemark ¹	1964	6,6	8,0	19,2	17,4	28,3	8,8	19,9	8,0
	1965	4,6	3,7	6,9	7,0	6,3	8,0	7,1	4,6
	1966	4,1	4,3	4,6	4,8	3,8	2,7	5,7	2,4
Finlande	1964	5,9	6,7	3,3	7,6	- 9,3	5,7	19,1	6,7
	1965	4,7	3,6	8,5	8,1	10,0	4,6	6,5	5,5
	1966	4,0	4,0	2,0	2,5	1,0	5,0	3,0	2,0
France	1964	4,7	4,8	10,1	7,8	16,9	7,7	12,4	5,9
	1965	3,9	3,9	5,2	1,8	14,9	11,3	3,6	4,2
	1966	4,7	3,3	7,4	10,4	0,0	7,1	11,1	4,8
Italie	1964	2,5	3,4	- 6,5	- 11,9	6,0	11,6	- 5,1	2,8
	1965	2,2	3,6	- 8,4	- 9,6	- 6,0	20,8	1,9	3,5
	1966	5,7	3,6	3,7	6,1	- 0,9	12,5	13,4	5,5
Pays-Bas	1964	6,1	2,8	16,9	14,7	28,8	12,1	14,3	9,3
	1965	7,8	0,9	5,1	3,6	12,1	9,1	7,3	5,4
	1966	3,9	2,6	7,6	7,5	8,1	5,5	8,0	4,3
Norvège ¹	1964	4,0	4,6	1,5	1,0	4,5	10,7	8,1	4,9
	1965	3,2	8,8	8,7	9,6	3,6	7,3	9,6	5,7
	1966	4,6	3,8	4,8	5,6	- 0,6	7,6	7,9	4,3
Suède ¹	1964	5,3	5,1	7,0	5,8	11,1	10,6	10,0	7,6
	1965	4,4	6,5	4,0	4,1	3,7	4,0	11,0	3,5
	1966	1,5	4,4	3,5	6,0	- 4,0	5,1	2,9	2,6
Suisse	1964	4,8	4,1	8,9	8,4	10,6	6,8	8,7	5,1
	1965	3,5	0,8	- 1,4	- 1,3	- 2,1	12,0	3,1	4,2
	1966	2,2	5,8	- 0,7	- 0,4	- 1,8	5,8	4,1	2,3
Total pour les pays ci-dessus	1964	4,7	2,7	8,4	7,3	12,8	10,0	9,9	6,0
	1965	4,5	4,7	4,1	4,3	3,4	10,0	8,4	4,3
	1966	4,0	3,0	3,3	4,1	1,1	8,1	6,9	3,8
Royaume-Uni . . .	1964	3,8	1,9	17,0	14,7	26,8	3,9	8,6	5,8
	1965	1,7	3,5	3,5	3,8	2,4	5,3	2,0	2,2
	1966	1,6	3,2	0,8	1,8	- 2,9	3,0	2,6	1,4
Etats-Unis	1964	5,8	1,1	5,3 ²	8,9	- 0,8	13,4	5,3	5,3
	1965	6,0	2,1	8,0 ²	11,3	- 2,0	2,5	10,7	5,9
	1966	4,9	8,4	5,1 ²	9,7	- 10,2	10,2	17,4	5,4

¹ 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. ² Investissements du secteur privé et constructions nouvelles à usage civil réalisées par le secteur public.

impossible eu égard, d'une part, aux prévisions de recettes et, d'autre part, au resserrement des marchés financiers. Les pouvoirs publics devaient par conséquent s'efforcer de réduire les dépenses et d'accroître les recettes.

Le projet de budget dressé en septembre prévoyait encore un accroissement de plus de 7% des dépenses du gouvernement fédéral, de sorte que des aménagements fiscaux avaient été décidés pour comprimer le déficit, à concurrence de DM 3,5 milliards, et le ramener ainsi à DM 500 millions. Comme le recul d'activité se faisait sentir et exerçait des répercussions défavorables sur le rendement des impôts, le déséquilibre budgétaire avait tendance à augmenter au moment même où le mouvement de récession limitait la possibilité du recours à une action déflationniste. Le nouveau projet de budget, remanié à diverses reprises jusqu'à fin janvier, prévoit une augmentation de recettes, principalement grâce à un relèvement des taxes sur la consommation, à la suppression d'avantages fiscaux, et à une accélération du recouvrement des impôts. Du côté des dépenses, les subventions et les dépenses à caractère social sont réduites; en outre, des charges budgétaires sont transférées à d'autres organismes et l'exécution de certains projets de dépenses est différée.

Le déficit, tel qu'il figure dans le projet de budget, n'est pas très considérable, mais les prévisions ne tiennent pas compte de l'éventualité de nouvelles baisses dans le rendement des impôts pour des raisons d'ordre cyclique. En abandonnant l'intention précédemment exprimée de réaliser un équilibre approximatif du budget, le gouvernement de la République fédérale s'est orienté, pour la première fois depuis de nombreuses années, vers une politique fiscale destinée à influencer l'évolution de la conjoncture ce qui, dans les conditions actuelles, implique l'apparition systématique d'un déficit.

Cette politique s'est aussi manifestée, en janvier 1967, par la présentation d'un budget supplémentaire éventuel prévoyant DM 2,5 milliards, au maximum, de dépenses financées par le crédit bancaire. Sur ce montant, DM 850 millions ont été affectés en mars, principalement à la couverture de dépenses supplémentaires d'investissement des administrations des chemins de fer fédéraux et des postes, ainsi qu'à la construction de routes. En outre, pour encourager les investissements dans le secteur privé, l'industrie pourra, pendant neuf mois, bénéficier d'un régime de provisions spéciales d'amortissement.

Vers la fin du printemps 1967, les encouragements de caractère fiscal et financier étaient de date trop récente pour produire des effets. D'autre part, le rétablissement d'une plus large aisance monétaire n'avait pas encore exercé une pression suffisante sur les taux d'intérêt à long terme pour favoriser une reprise générale des investissements. Cependant, les exportations demeuraient un facteur

de développement de l'activité et la récession ne s'aggravait pas. Il est donc raisonnable de prévoir qu'un mouvement de reprise interviendra dans un avenir pas trop éloigné. Les autorités ont, de toute façon, annoncé leur intention, en cas de besoin, de procurer de nouveaux stimulants à l'économie plus tard en cours d'année.

Grande-Bretagne.

Après plus de deux années de résultats décevants, l'expérience tentée en Grande-Bretagne pour mettre en application les thèses nouvelles selon lesquelles une expansion forcée de l'économie contribuerait, à elle seule, à corriger finalement un déficit extérieur, a été abandonnée en juillet dernier.

Les mesures restrictives d'ordre monétaire et financier appliquées à la fin de 1964 et en 1965 avaient freiné la cadence réelle de l'expansion, mais elles n'avaient pas fait baisser la pression d'une demande excessive dont l'intensité subsistait au cours du premier trimestre de 1966. A cette époque, contrairement à ce qui s'était passé en 1965, la balance des paiements ne s'améliorait plus. Pour faire face à cette situation, le projet de budget de mai 1966 avait prévu l'application de nouveaux impôts devant fournir, pour l'exercice financier 1966-67, £386 millions de recettes supplémentaires, et une nouvelle action directe sur le déficit extérieur grâce à la mise en route d'un programme de limitations volontaire des sorties de capitaux à destination des pays les plus développés de la zone sterling, et à une compression des dépenses du gouvernement à l'étranger.

Plus de 80% des recettes supplémentaires devaient provenir de l'introduction d'une taxe sélective sur l'emploi. Comme il fallait du temps pour arrêter les modalités d'application de cette mesure, la taxe n'a commencé à produire des effets qu'en septembre; autant dire qu'elle n'a pas eu de répercussions immédiates sur le niveau de la demande interne. Aussi le potentiel productif a-t-il continué à être utilisé au maximum pendant le deuxième trimestre de 1966. Après une recrudescence des achats, à la veille du dépôt du projet de budget, les dépenses de consommation des particuliers ont quelque peu fléchi; elles furent toutefois maintenues en partie à cause de l'existence d'une politique des revenus et des prix qui s'est révélée plus efficace pour empêcher les hausses de ceux-ci que pour faire obstacle aux majorations de salaires. A la suite d'importantes émissions de valeurs mobilières pendant le premier semestre, les investissements du secteur privé sont restés d'un niveau élevé, et les dépenses ordinaires et en capital du budget ont continué à progresser à un rythme soutenu. En fin de compte, le montant global des dépenses finales avait légèrement fléchi en termes réels, mais le marché du travail

demeurait très tendu avec un taux de chômage de 1,2% du total de la main-d'œuvre employée (chiffre inférieur à celui de l'année précédente), et une tendance à l'augmentation du nombre des offres d'emploi non satisfaites. D'autre part, s'il est vrai que la grève dans la marine marchande en mai et juin avait provoqué des bouleversements dans les comptes extérieurs, les indices recueillis montraient que le déficit de la balance commerciale avait tendance à s'aggraver.

En addition à ces facteurs défavorables d'origine intérieure, la tenue de la livre sur le marché des changes se ressentait de la montée des taux d'intérêt aux Etats-Unis, qui avait provoqué d'importantes sorties de capitaux de Londres pendant le premier semestre de 1966. Tous ces éléments ont donné naissance à un mouvement de défiance envers la livre, et une crise caractérisée se produisit en juillet. La défense immédiate de la monnaie n'a pu être assurée que par l'utilisation massive de crédits consentis par des institutions monétaires étrangères.

En présence de cette crise, la priorité absolue devait être donnée à une politique tendant de façon décidée à l'ajustement des comptes extérieurs, ce qui impliquait, plus que jamais, une compression massive des demandes internes. Les dispositions annoncées le 20 juillet comprenaient, d'une part, une réduction de plus de £500 millions des prévisions de dépenses à l'intérieur et, d'autre part, une action directe en vue de réduire les dépenses à l'étranger de quelque £150 millions. Les demandes des particuliers devaient être réduites de £350 millions grâce à un renforcement des restrictions frappant les ventes à crédit, à un relèvement des impôts indirects et de la surtaxe, à une augmentation des tarifs postaux, et à une nouvelle limitation, par voie directe, de la construction de bâtiments ne présentant pas un caractère essentiel. Le renforcement des restrictions de change devait permettre de réaliser une économie de £50 millions en devises. Les dépenses publiques devaient également être réduites de £150 millions grâce à une diminution des investissements (entreprises nationalisées en premier lieu), et de £100 millions au moins pour les dépenses du gouvernement à l'étranger. Ces deux dernières mesures ne devaient entrer en application qu'en 1967-68.

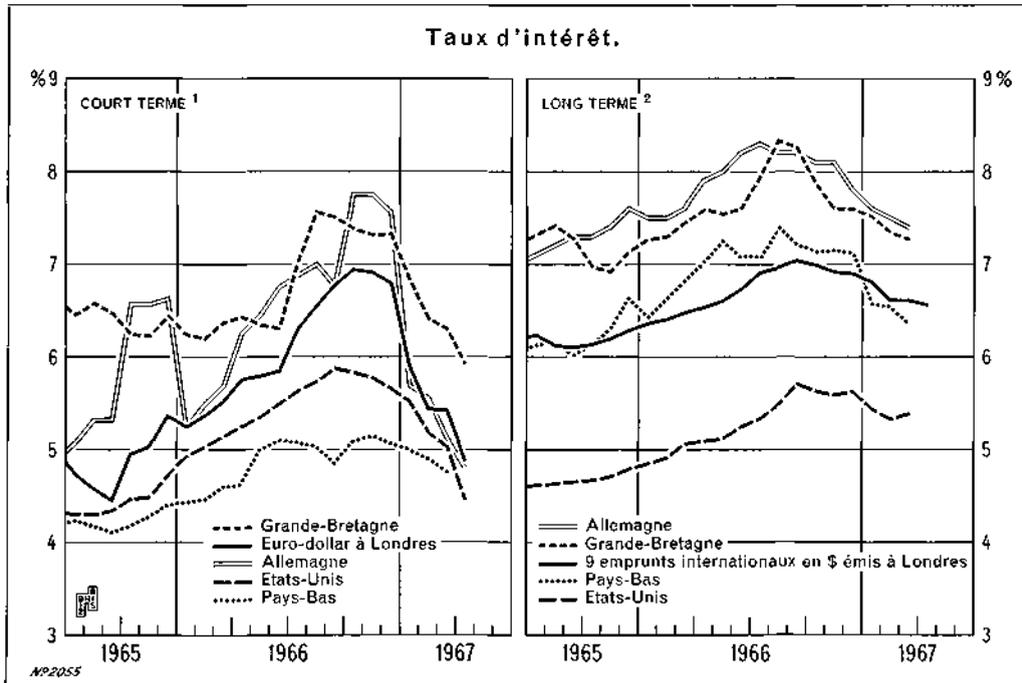
En outre, un blocage total des revenus distribués et des prix a été instauré jusqu'à la fin de 1966 et des restrictions sévères devaient s'appliquer pendant les six mois suivants. Cette action directe, combinée avec les dispositions de caractère fiscal et financier, a été complétée par de nouvelles mesures monétaires. Peu de temps avant l'annonce du programme, le taux officiel de l'escompte avait été porté à 7% et la Banque d'Angleterre avait adressé aux banques un appel de versement en comptes spéciaux. Presque simultanément les autorités annonçaient que le système de plafonnement des encours des banques ne serait pas assoupli pour atténuer la pression attendue, un peu plus tard en cours d'année, sur les

trésoreries des entreprises. En plus des incidences futures du paiement de la taxe sélective sur l'emploi, l'étendue et la rigueur de ce programme donnaient une idée de la résolution des autorités.

L'application du programme a rapidement affecté les dépenses du secteur privé. Au cours du second semestre de 1966, les dépenses de consommation s'étaient inscrites en recul de 2½% sur le premier, malgré un affaiblissement du pourcentage de l'épargne par rapport aux revenus disponibles. Les mesures nouvelles ont frappé tout particulièrement les ventes de biens durables, les cessions de voitures de tourisme neuves diminuant d'un tiers environ. Les investissements dans le secteur privé se sont progressivement réduits vers la fin de 1966. Ces facteurs étaient cependant quelque peu compensés par l'augmentation des dépenses du secteur public et par le développement des ventes à l'étranger. Bien que l'indice de la production industrielle ait assez fortement fléchi à partir du mois d'août, la production totale de biens et de services a plafonné sans accuser de recul significatif.

Le fléchissement de la demande a porté un coup sensible à la confiance des milieux d'affaires, alors que les précédentes mesures restrictives n'avaient pas réussi à ébranler l'optimisme. Une fois les programmes d'investissement révisés en baisse, les demandes de moyens financiers diminuèrent rapidement. De nombreux projets d'émission de valeurs mobilières dont la réalisation menaçait de provoquer un engorgement du marché financier ont été abandonnés ou remis à plus tard et les taux d'intérêt à long terme ont commencé à se détendre. La demande de concours bancaires est devenue beaucoup moins active et les établissements de crédit, qui prévoyaient des difficultés pour respecter les plafonds fixés à l'expansion de leurs encours, ont constaté qu'ils disposaient d'une marge suffisante pour faire face aux besoins des emprunteurs prioritaires.

Au lieu de thésauriser de la main-d'œuvre comme elles le faisaient précédemment, les entreprises ont cette fois réduit plus rapidement leurs effectifs pour tenir compte du fléchissement de la production. A la fin de l'année, le chômage affectait près de 450.000 travailleurs, représentant 1,9% de la main-d'œuvre employée. Le nombre des offres d'emploi non satisfaites a enregistré un fléchissement comparable. Le changement de climat sur le marché du travail a assuré l'efficacité d'une politique de blocage des revenus à laquelle de nombreux observateurs croyaient à l'origine pouvoir reprocher un manque de réalisme. Après avoir progressé à une cadence annuelle de 8% de janvier à juin, les taux de salaires horaires dans l'industrie ont accusé peu de changements depuis juillet 1966. Les demandes de réduction des horaires normaux de travail sont devenues moins pressantes. Les prix de détail ont progressé de 2,6% pendant les six premiers mois de 1966, et de 1,0% seulement pendant le second semestre; encore ce dernier



¹ Grande-Bretagne: dépôts à trois mois confiés aux collectivités locales; Allemagne: avances à trois mois sur le marché monétaire; Etats-Unis: certificats de dépôt à trois mois (marché secondaire); Pays-Bas: Bons du Trésor à trois mois.
² Allemagne: obligations de sociétés industrielles; Grande-Bretagne: obligations et titres d'emprunt à 20 ans; Pays-Bas: trois obligations du secteur privé (4½%-4¼%); Etats-Unis: obligations de sociétés industrielles.

mouvement reflète-t-il, dans une large mesure, le relèvement de certaines taxes et le jeu de facteurs saisonniers.

La diminution des tensions qui pesaient sur l'économie de la Grande-Bretagne a été suivie à très bref délai d'un redressement de la balance des paiements. Pour l'ensemble de 1966, le déficit des transactions courantes a été ramené à £61 millions, soit près de la moitié de celui de l'année précédente. L'amélioration a été due en totalité à l'importance de l'excédent - £135 millions après ajustement pour éliminer les variations saisonnières - du dernier trimestre. Ce résultat s'explique certes par l'entrée en jeu d'un nombre exceptionnel de facteurs spéciaux. Néanmoins, le développement vigoureux des exportations à la fin de 1966, et le recul des importations de produits non affectés par l'abrogation de la taxe complémentaire, en novembre, soulignent clairement le ralentissement de la demande interne. Le poste des mouvements de capitaux à long terme a également fait ressortir une amélioration (£111 millions) assez uniformément répartie sur l'ensemble de l'année, et presque entièrement due aux capitaux privés. Au total, le déficit de la balance de base s'est établi l'an dernier à £189 millions, contre £348 millions en 1965; au cours du quatrième trimestre, l'excédent global de paiements a été de £121 millions, malgré la reprise du service des emprunts contractés aux Etats-Unis et au Canada immédiatement après la seconde guerre mondiale.

Sur le marché des changes, la livre a subi des pressions pendant un certain temps encore. Aussi a-t-il fallu utiliser de nouveau, en août, l'aide étrangère à court terme. Un revirement de tendance s'est manifesté vers la fin septembre et, en octobre, les autorités ont commencé à rembourser les crédits des banques centrales. La détente sur le marché monétaire des Etats-Unis en décembre, combinée avec le raffermissement de la confiance envers la livre a provoqué un retour massif de fonds à court terme vers Londres. D'autre part, pendant le premier trimestre de 1967, les excédents de paiements ont atteint un montant plus élevé que le jeu des facteurs saisonniers ne permettait à lui seul de l'expliquer. Les autorités ont donc pu procéder à d'importants achats de devises, et la presque totalité de l'aide à court terme accordée par l'étranger se trouvait remboursée à fin mars.

De 1964 à nos jours, le tableau d'ensemble peut être brossé à grands traits comme suit : les pressions exercées sur la livre avaient leur origine dans les déficits de la balance des paiements, pendant les années 1964-66, et dans des retraits de fonds dus à un mouvement de défiance. Le financement de ces déficits a été assuré grâce à des emprunts à moyen terme (£900 millions) auprès du F.M.I. et du gouvernement suisse, à l'incorporation dans les réserves d'une somme de £316 millions représentant le produit de la mobilisation du portefeuille de valeurs américaines appartenant au Trésor, et à des tirages massifs sur des lignes de crédit ouvertes à l'étranger. A fin mars 1967, les avoirs étrangers en sterling à Londres avaient été en majeure partie reconstitués, et l'aide à court terme avait été à peu près complètement remboursée. Les engagements en cours, à moyen terme, de la Grande-Bretagne, augmentés du produit de la mobilisation du portefeuille de valeurs américaines du Trésor, correspondaient, en gros, sous réserve d'une légère compensation récemment opérée à la suite de l'apparition d'excédents, au montant des déficits extérieurs précédemment enregistrés.

Le 25 mai, la Grande-Bretagne a remboursé au F.M.I. \$405 millions sur le tirage de \$1 milliard effectué en décembre 1964. Le montant remboursé a représenté la totalité des crédits accordés au Fonds, dans le cadre des Accords Généraux d'Emprunt, à l'occasion du tirage de la Grande-Bretagne en 1964. Le crédit de \$80 millions, accordé par la Suisse au Royaume-Uni en décembre 1964, a été également remboursé.

Vers la fin de 1966, l'économie de la Grande-Bretagne avait amorti les premiers chocs impliqués par les mesures de juillet. La production industrielle s'est stabilisée à partir de novembre. De même, le rythme d'aggravation du chômage et du fléchissement du nombre des offres d'emploi non satisfaites a diminué vers la fin de l'année. Le ralentissement des dépenses de consommation paraissait toucher à son terme, et il fallait s'attendre à une certaine hausse des salaires. Les investissements

dans le secteur privé continuaient à s'inscrire en recul, mais ils étaient quelque peu encouragés par l'octroi et le paiement accéléré de subventions pour achats d'équipement au cours des deux années à venir. Les taux d'intérêt étaient bien inférieurs aux maxima antérieurement atteints et, à la suite de la détente sur les marchés monétaires étrangers, la Banque d'Angleterre a, au milieu de mars, abaissé son taux d'escompte à 6%. D'autre part, bien que le programme de juillet eût laissé prévoir une réduction des dépenses du secteur public au cours du prochain exercice financier, les estimations gouvernementales montraient que les investissements du secteur public continueraient à jouer en faveur de l'expansion. En dépit de la reprise de la livre pendant le premier trimestre, il importait au plus haut point de ne pas compromettre l'amélioration des comptes extérieurs.

Le projet de budget d'avril dernier a été dressé en partant de l'hypothèse qu'au cours de l'année civile 1967 la production de marchandises et de services augmentera de 3%, c'est-à-dire d'un pourcentage comparable à celui du renforcement du potentiel productif du pays. Comme les perspectives se conciliaient avec les objectifs de la politique économique générale, les auteurs du projet se sont bornés à apporter au régime fiscal des aménagements d'une portée très limitée.

Le projet de budget prévoit une augmentation des recettes de £1.425 millions et un accroissement des dépenses de £1.526 millions. Les prêts du Fonds consolidé, en faveur, en particulier, des entreprises nationalisées, augmenteront de £102 millions,

Budget de la Grande-Bretagne.

Postes	Exercices			
	1965-66	1966-67		1967-68
	Résultats	Prévisions ¹	Résultats ²	Prévisions ¹
en millions de £ sterling				
Recettes				
Impôts	8.324	9.626	9.371	10.679
Autres recettes	821	893	908	1.025
Total des recettes	9.145	10.519	10.279	11.704
Dépenses				
De fonctionnement des services	7.140	8.023	8.108	9.507
Incomitant au Fonds consolidé	1.316	1.449	1.433	1.560
Total des dépenses	8.456	9.472	9.541	11.067
Excédent	689	1.047	738	637
Prêts accordés par le Fonds consolidé (chiffres nets)	- 1.265	- 1.334	- 1.478	- 1.580
Déficit du budget général (-)	- 576	- 287	- 740	- 943

¹ Après les modifications apportées au projet. ² Chiffres provisoires.

de sorte que le déficit du budget général sera de £943 millions contre £740 millions pendant l'exercice précédent. Combiné avec l'étendue du déficit, l'accroissement des engagements de dépenses n'était pas exempt de risques; il exigeait des mesures de modération pour se prémunir contre une recrudescence possible de forces d'inflation émanant du secteur privé de l'économie.

Des emprunts d'une telle ampleur pour financer le déficit pourraient provoquer, au point de vue monétaire, une création excessive de liquidités. Pour faire face à ce danger, le projet de budget prévoit un aménagement des conditions d'émission de certaines catégories de valeurs du Trésor non négociables, ceci afin d'encourager l'épargne. Le plafonnement des encours a été supprimé pour les «clearing banks» et les banques écossaises, mais un contrôle sera exercé sur ces établissements grâce à une utilisation plus souple de la procédure des versements en comptes spéciaux. La limitation des encours par action directe est maintenue pour l'instant en ce qui concerne les autres banques et les organismes de financement des ventes à crédit.

La modération continuera de s'imposer en matière de prix et de revenus, bien que les critères observés lors de l'instruction des demandes de relèvement seront peut-être prochainement assouplis. Le gouvernement conserve les pouvoirs de contrôle qu'il tient de la loi pour retarder les hausses, mais il espère qu'à la suite du fléchissement des pressions exercées par la demande, le besoin d'interventions des pouvoirs publics se fera moins sentir.

Les deux années écoulées ont été marquées par la résistance que l'économie britannique a offerte aux premières mesures de restriction et par l'intensité que les interventions ont dû finalement revêtir pour créer des conditions propices à un redressement des comptes extérieurs. Cette situation tient au fait qu'à côté de relèvements excessifs de salaires un autre facteur fondamental est entré en jeu: il s'agit de l'effet expansionniste des dépenses publiques, dépenses peut-être souhaitables en elles-mêmes, mais dont l'ampleur n'était pas ajustée en fonction des mouvements à court terme de la demande. Le poids de l'ajustement est par conséquent retombé en majeure partie sur les investissements du secteur privé. A la longue le desserrement des contraintes imposées par la situation des finances extérieures est directement lié à ces investissements; il importe donc de veiller à ce que, lorsque les dépenses du secteur privé s'inscriront en reprise, les demandes émanant du secteur public puissent être allégées en conséquence.

France.

Favorisée par une politique économique orientée vers l'expansion, la reprise amorcée au printemps 1965 s'est poursuivie à une cadence accélérée jusqu'à la fin de l'été 1966. Depuis lors, le mouvement de croissance s'est ralenti, en raison

principalement d'une diminution des demandes de biens de consommation, et d'un fléchissement des ventes à l'étranger, surtout en République fédérale d'Allemagne et en Grande-Bretagne. Au printemps 1967, et à l'exemple de ce qui se passe dans d'autres pays du continent, la conjoncture était indécise. Quoi qu'il en soit, le produit national brut a augmenté de 4,8% en 1966, contre 4,2% pendant l'année précédente, et la production industrielle s'est accrue, d'une année à l'autre, de plus de 6%.

Les principaux facteurs d'expansion ont été une augmentation à la fois rapide et soutenue des dépenses d'investissement du secteur public, et une recrudescence satisfaisante des investissements productifs dans le secteur privé, encouragée par l'autorisation donnée en février 1966 aux entreprises de déduire, de leurs bénéfices imposables, 10% de la valeur de certains investissements à effectuer avant la fin de l'année. Contrairement à ce qui s'était passé en 1965, la demande de logements émanant des particuliers a donné des signes d'essoufflement, provoquant un fléchissement d'activité dans la construction.

En raison du maintien en vigueur de dispositions importantes du programme de stabilisation de 1963 (rigueur budgétaire, interdiction de relever les prix), le mouvement de croissance n'a pas été suivi de l'apparition de tensions inflationnistes significatives. A la vérité, la montée de 2,8% des prix de détail et la stabilité à peu près complète des prix au stade du gros ont été comparables à celles de 1965, et même plus satisfaisantes. En même temps, le rythme des augmentations de salaires s'est quelque peu ralenti. Mis à part le contrôle direct des prix et l'application d'une politique des revenus dans le secteur public, d'autres facteurs (intensification de la concurrence étrangère encouragée dans une certaine mesure par la levée de restrictions à l'importation, détente progressive sur le marché du travail) sont également entrés en jeu.

Pour l'ensemble de 1966, la balance des paiements a fait apparaître des excédents, mais un renversement est intervenu en cours d'année. En effet, à partir de l'automne, les excédents, d'un ordre de grandeur comparable à ceux des périodes précédentes, enregistrés au cours du premier semestre, ont été remplacés par des déficits. L'aggravation est intervenue en majeure partie dans la balance des paiements de base; elle a affecté les postes des transactions courantes et ceux des mouvements de capitaux à long terme. Avec la poursuite du développement de l'activité, les importations ont continué à progresser, cependant que les exportations avaient tendance à plafonner en raison de l'évolution économique dans les pays voisins. Les recettes nettes au titre des échanges invisibles ont été plus faibles, et l'afflux de capitaux à long terme a accusé une forte réduction par rapport aux années précédentes, en raison du resserrement du crédit et de la montée des taux d'intérêt à l'étranger.

Le volume de la quasi-monnaie et de l'épargne liquide a continué de progresser à un rythme élevé. En revanche, l'expansion de la masse monétaire a été modérée et, contrairement aux années précédentes, son pourcentage d'augmentation n'a pas dépassé celui de l'accroissement du produit national brut aux prix du marché. A la suite du renversement de la balance des paiements, les apports de moyens liquides à l'économie formant la contrepartie des excédents extérieurs ont progressivement diminué en cours d'année, faisant même place, à partir de l'automne, à une absorption de liquidités. Au cours de l'année 1966, la collecte de ressources d'épargne par le Trésor a été largement suffisante pour couvrir le déficit d'exécution du budget (FF 2 milliards environ) et même pour permettre une certaine absorption de moyens liquides. Dans ces conditions, les crédits bancaires à l'économie, qui ont progressé de 15 % en 1966, sont devenus l'unique source de liquidités. Cette évolution, combinée avec le ralentissement de l'activité, a conduit la Banque de France à lever complètement les restrictions de crédit en février 1967.

Les autorités ont profité du climat d'équilibre économique pour progresser dans la voie des réformes dans le domaine financier. La liberté des relations financières entre la France et les pays étrangers a été rétablie le 31 janvier 1967. Elle impliquait l'abolition de toute la réglementation des changes, le retour à un régime de pleine convertibilité du franc, et une liberté complète d'importation et d'exportation de tous les moyens de paiement, des valeurs mobilières et de l'or. En outre, les autorités ont introduit un système souple de réserves obligatoires destiné à remplacer le « coefficient de trésorerie », et les banques et organismes collecteurs de l'épargne ont vu leur champ d'action élargi. Bien que certaines transactions – investissements directs pour compte étranger, émission de valeurs mobilières étrangères en France – demeurent soumises à contrôles, ces mesures de libération doivent être considérées comme un changement en profondeur qui devrait avoir des effets durables sur l'économie du pays.

Si la libération des relations financières avec l'étranger offre – tel est d'ailleurs le but de ces mesures – un champ d'action plus vaste à l'initiative privée, elle implique, du même coup, moins de latitude pour les pouvoirs publics dans la conduite de la politique économique générale. Les autorités monétaires ont déjà dû tenir compte de l'influence accrue des fluctuations de taux d'intérêt sur les places étrangères. La portée de leurs interventions sur le marché monétaire a dû être élargie et, pour la première fois, elles ont vendu des titres sur le marché, afin de maintenir les taux à des niveaux permettant d'éviter d'importants transferts de fonds vers l'étranger. La nécessité d'appliquer, au point de vue budgétaire, une politique saine et d'éviter des relèvements accélérés de salaires et de prix se fera désormais sentir plus impérieusement.

Pays-Bas.

Les relèvements inconsidérés de salaires accordés fin 1963 avaient précipité l'économie néerlandaise dans un boom sans mesure et obligé la banque centrale à appliquer une politique de resserrement monétaire pour reprendre la situation en main. En 1965, le mouvement d'expansion, exprimé en termes réels, et le volume de la demande nominale étaient bien inférieurs à ceux de l'année précédente; toutefois le recul tenait beaucoup plus à des limitations imposées par la pénurie de ressources physiques qu'aux effets des mesures prises sur les forces du marché. L'économie néerlandaise a par conséquent abordé l'année 1966 dans un climat de suremplei et de fortes tensions inflationnistes.

De ce fait la politique monétaire est demeurée restrictive. Il a été décidé également que le volume des prêts à longue échéance devrait être aligné sur celui des apports de ressources nouvelles à long terme. La politique du gouvernement, dont l'application avait eu précédemment des effets expansionnistes, a été quelque peu modifiée. Une aggravation de la fiscalité, combinée avec d'autres mesures financières, a été décidée afin de ramener le déficit du budget de 1966 à un niveau très sensiblement inférieur à celui de l'année précédente. Les autorités prévoient qu'à la suite de leur action le mouvement de croissance en 1966 serait assez équilibré et qu'un excédent de paiements pourrait être dégagé.

En fait, au début de 1966 les phénomènes observés laissent au contraire prévoir une intensification des pressions inflationnistes: pendant les quatre premiers mois, l'expansion des encours des banques atteignait une cadence deux fois plus rapide que les mesures de restriction ne l'avaient prévue. De surcroît, il était apparu au printemps que les dépenses budgétaires (portant principalement sur les transferts et sur les traitements) augmentaient plus qu'il n'avait été estimé, et qu'il fallait s'attendre à un déficit supérieur à celui de 1965. En même temps, le mouvement de hausse des prix s'accélérait et le déficit de la balance commerciale accusait une aggravation très marquée.

De nouveaux correctifs par conséquent s'imposaient. Le 2 mai 1966, la banque centrale a relevé le taux officiel de l'escompte et abaissé le taux maximum d'expansion annuelle du crédit bancaire à court terme. En vertu d'un nouveau programme dressé par le gouvernement, les augmentations de salaires en 1966 ont été limitées à 7% et les prix ont été en général bloqués aux niveaux de fin mai. L'exécution d'un certain nombre de projets d'investissement de l'Etat a été retardée et le recrutement de nouveaux fonctionnaires a été interdit. Enfin les financements réalisés par la Banque des Communes Néerlandaises, dont la procédure avait été mise au point en 1965 pour alléger le marché des capitaux, ont été limités à la couverture de besoins réellement urgents.

Ces mesures ont donné d'assez bons résultats, bien que le déficit du Trésor soit demeuré considérable. Entre avril et décembre, les banques ont résorbé l'excédent de leurs encours à échéance rapprochée par rapport à la norme établie. La directive concernant l'octroi de crédits à long terme a été observée, avec cette conséquence, toutefois, que les banques se sont détournées des investissements de portefeuille et que, de ce fait, les apports de fonds au marché des obligations ont été réduits. Sur le marché des capitaux, les tensions se sont intensifiées, et les taux d'intérêt ont atteint 7% pour les nouveaux emprunts d'Etat et près de 8% pour les emprunts hypothécaires, en raison de la persistance des demandes. L'étroitesse extrême du marché a conduit le secteur public de l'économie à couvrir ses besoins en faisant plus largement appel aux ressources à court terme. A partir du second semestre, en revanche, les taux du marché financier se sont stabilisés et ont même légèrement fléchi en fin d'année.

Les tensions sur le marché des capitaux, le ralentissement de la demande étrangère et une certaine réduction des projets d'investissement du secteur public, ont exercé une action retardatrice sur le développement de l'activité économique. La production industrielle s'est accrue plus lentement après le mois d'août, les nouvelles commandes adressées à l'industrie de transformation des métaux se sont stabilisées et, par-dessus tout, les tensions sur le marché du travail ont diminué. Le nombre des offres d'emploi non satisfaites (corrigé des variations saisonnières) est tombé de 85.000 à la fin du printemps 1966 à 47.000 en mars 1967. Pendant la même période, le pourcentage des sans travail est passé d'un peu plus de 1% à 2,5% des effectifs disponibles.

Au cours de l'année 1966, le produit national brut exprimé en termes réels s'est accru de 4,3%, contre 5,4% en 1965, mais, comme les excédents de la balance des paiements faisaient place à des déficits, les pourcentages d'augmentation des dépenses nationales exprimées en termes réels ont varié en sens opposé. A l'origine de la progression de ces dépenses, on relevait une augmentation vigoureuse des investissements productifs du secteur public et du secteur privé et des dépenses de consommation de l'Etat. En revanche, les pourcentages d'accroissement des dépenses de consommation des ménages, des dépenses d'acquisition de maisons et des ventes à l'étranger ont diminué. Quoi qu'il en soit, l'année 1966 a été caractérisée par une inflation plus accentuée des prix. Les prix des biens de consommation ont augmenté de 6% (en partie à la suite du relèvement de certains impôts indirects) contre 5% en 1965. Les prix des biens d'investissement ont monté de 5,5%, contre 4% au cours de l'année précédente.

Comme il a déjà été indiqué, les pressions inflationnistes avaient atteint leur maximum d'intensité pendant le premier semestre de 1966; elles se sont très sensiblement atténuées au cours du second. Pendant les premiers mois de 1967, les

prix ont fait preuve d'une assez grande stabilité et l'activité économique en général n'accusait que de très légers progrès. L'accroissement des importations avait perdu de sa vigueur depuis plus de six mois, et la balance des paiements était presque en équilibre. Les pourcentages maximums de relèvement des salaires ont été fixés à 4% pour le premier semestre de 1967, et à 1,5% pour le second.

Au début de l'année, on estimait que les perspectives de l'économie néerlandaise étaient assez encourageantes. Toutefois, des phénomènes plus récents ont permis de déceler un nouveau fléchissement de l'activité économique. En particulier, le chômage a continué de s'aggraver, atteignant un niveau élevé dans les régions qui souffrent de faiblesses structurelles. Dès janvier et février, le gouvernement a décidé d'accorder une aide spéciale à ces zones en y encourageant les investissements et en débloquant des ressources en vue d'y créer des emplois. D'autre part, la politique monétaire a été assouplie. En mars, le taux officiel de l'escompte a été abaissé, et les autorités ont annoncé que les banques dépassant le plafond fixé à l'expansion de leurs encours, ne seraient pas tenues de constituer des dépôts de pénalisation auprès de la banque centrale.

Belgique.

Le renversement de la conjoncture survenu l'an dernier dans la plupart des pays industriels a été particulièrement accentué en Belgique. Le mouvement de reprise s'était sensiblement accéléré pendant les premiers mois de 1966 et, bien que l'appareil productif ne fût pas utilisé au maximum de ses possibilités, cette expansion avait provoqué une recrudescence de tensions inflationnistes. Aussi les autorités ont-elles appliqué de nouvelles mesures de stabilisation en avril et en mai (effort tendant à ralentir le rythme d'augmentation des dépenses publiques, blocage des prix des biens et services pendant trois mois). Le taux officiel de l'escompte a été relevé en juin.

Ces mesures, somme toute assez modérées, ont sans doute donné quelques résultats, mais elles ont probablement joué un rôle secondaire dans le mouvement de recul de l'activité qui s'est amorcé au cours de l'été 1966 et qui se poursuivait encore au printemps de 1967. D'autres facteurs, diminution des exportations, insuffisance des demandes émanant du secteur privé, par exemple, sont surtout entrés en jeu.

Comme dans les pays voisins, le recul des exportations a été principalement noté dans les livraisons destinées à la République fédérale d'Allemagne. Le fléchissement est à l'origine de l'apparition d'un déficit des paiements courants; il explique aussi dans une très large mesure pourquoi la balance générale des paiements a fait

apparaître un déficit de FB 5,9 milliards l'an dernier, contre un excédent de FB 8,5 milliards en 1965.

Tous ces facteurs de freinage ont fait qu'après un mouvement d'expansion au début de 1966, la production industrielle a donné des signes de faiblesse, et qu'en décembre dernier, elle a été ramenée au même niveau que celui existant douze mois auparavant. Le potentiel de production non utilisé est assez considérable, et le chômage a augmenté. Le volume du produit national brut, exprimé en termes réels, s'est accru en 1966 de 3,5% environ, soit un peu plus qu'en 1965, en raison principalement de l'expansion de l'activité pendant le premier trimestre.

Le ralentissement de la demande a contribué à atténuer des pressions sur les prix qui revêtaient, au début de 1966, une assez grande intensité. En décembre 1966, l'indice des prix de détail se tenait aux environs du même niveau qu'au mois de juin précédent. Pour l'ensemble de l'année, la progression a été de 3,2%, contre 4,1% en 1965. Depuis janvier 1967, les prix sont complètement libres sous réserve de l'obligation pour les entreprises de communiquer au préalable les relèvements projetés. Si les tensions sur les prix se sont atténuées en 1966, les salaires ont continué à progresser à un rythme accéléré malgré la détente constatée sur le marché du travail. Les gains horaires bruts se sont accrus de 10% l'an dernier, contre 7,6% en 1965.

En raison de la persistance de tensions inflationnistes ayant, cette fois, leur origine dans une poussée à la hausse des coûts de production, les autorités belges n'ont apporté que de légers assouplissements à leur politique monétaire. Le taux officiel de réescompte a été abaissé en février, en mars et en mai 1967, en partie pour des raisons d'ordre externe, mais les plafonds fixés en avril 1966 à l'expansion des encours des banques étaient maintenus pour le premier semestre de cette année. Aux termes d'une loi nouvelle portant octroi au gouvernement de pouvoirs spéciaux pour ranimer l'activité économique et réaliser l'équilibre du budget, diverses mesures ont été prises en avril 1967. Elles visent à encourager les investissements, grâce à la création d'un Fonds de développement économique et de réorganisation des structures régionales, qui a reçu une dotation de FB 5 milliards, et grâce à l'octroi d'avantages fiscaux aux nouveaux investissements. Elles prévoient une aggravation de la fiscalité, dont le rendement escompté, pour 1967, est de FB 1,5 milliard.

Suisse.

Les autorités suisses ont réussi l'an dernier à combiner le plein emploi avec l'équilibre de la balance des paiements, mais la cadence plutôt élevée d'augmentation des prix est demeurée une source d'inquiétude. Le rythme d'accroissement du

produit national brut, exprimé en termes réels, a fléchi, en effet, de 4,2 à 2,3%, et de 7,8 à 7,2% aux prix courants l'an dernier. A la fin de 1966, l'indice des prix à la consommation accusait une augmentation de 4,6% par rapport à la période correspondante de l'année précédente.

Les mesures de lutte contre l'inflation introduites en 1964 ont été incontestablement efficaces pour freiner l'expansion de la demande émanant du secteur privé. Le volume global des investissements, qui avait progressé à une cadence de 8,9% en 1964 (à prix constants), a fléchi de 3,5% en 1965, et a enregistré un nouveau recul de 0,9% l'an dernier. Des mesures ont été prises pour corriger l'excédent chronique des demandes émanant du secteur du bâtiment, et la consommation des particuliers a continué à s'accroître d'un pourcentage inférieur à celui des dépenses nationales brutes.

L'effet de freinage des diverses mesures de lutte contre l'inflation a été toutefois assez largement compensé par l'accroissement persistant des dépenses publiques courantes, et par le développement accéléré des exportations. En 1966, les dépenses de consommation de l'Etat ont en effet progressé de 11,5%, à prix courants, et les exportations de 9,8%.

L'autre raison pour laquelle les mesures de politique économique n'ont pas remporté plus de succès sur le front des prix tient au fait que l'inflation a été avant tout provoquée par une poussée des coûts. La politique restrictive du gouvernement envers la main-d'œuvre étrangère a contribué à accroître la tension sur le marché du travail. La révision en hausse de la structure interne des taux d'intérêt, rendue inévitable par la montée des taux sur les places étrangères, a provoqué, en raison du niveau élevé des dettes hypothécaires dont l'économie suisse est grevée, un mouvement de hausse des loyers. Un autre facteur ayant agi de façon autonome sur les prix a été la parité de principe des revenus accordée aux agriculteurs par rapport aux gains réalisés dans l'industrie. Tant que les relèvements de salaires continueront à absorber en totalité les gains de productivité, et par conséquent à interdire toute possibilité de compensation sous forme d'un abaissement des prix industriels, la course salaires-prix se poursuivra; elle ne pourra être que difficilement combattue par application des méthodes classiques de freinage de la demande globale.

Mis à part les résultats décevants sur le front des prix, l'économie suisse a réalisé l'an dernier des performances impressionnantes. Le ralentissement du rythme d'accroissement du produit national brut a été en partie dû aux mesures prises par le gouvernement pour obtenir une nouvelle compression de 5% des effectifs de main-d'œuvre étrangère entre mars 1966 et janvier 1967. En fait, la cadence d'augmentation du produit national brut par travailleur employé (3,3% à l'heure actuelle) est presque aussi élevée que pendant les précédentes années

d'activité intense. Malgré un recul de 1,3% des effectifs au travail, la production industrielle du quatrième trimestre de 1966 s'inscrivait en augmentation de 4,4% par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Même après le fléchissement de pourcentage noté ces temps derniers, les investissements continuent d'absorber plus du quart du produit national brut, ce qui constitue un des niveaux les plus élevés existant dans les pays industrialisés. Au surplus, après cinq années de déficits, l'économie suisse a dégagé, en 1966, des excédents de paiements courants très appréciables.

Suède.

La demande globale qui se développait vigoureusement depuis 1963, a fléchi au cours de l'année 1966. Ce renversement a été dû aux répercussions des mesures restrictives introduites pendant l'année précédente, et aussi à l'affaiblissement des tensions dans certains pays étrangers, République fédérale d'Allemagne en particulier. De portée limitée, il contribuait simplement à modérer les tendances précédentes à la surchauffe; aussi aucun relâchement des pressions exercées sur la position de liquidité des banques ne s'est manifesté pendant le premier semestre de 1966; en juin, le taux officiel de l'escompte a été porté à 6% et le taux de pénalisation à 12%.

Le ralentissement de la demande s'est nettement manifesté dans les secteurs des ménages et des entreprises. La cadence d'augmentation des dépenses de consommation des particuliers représentait le tiers environ seulement de celle notée en 1965, en partie du fait de la prolongation des négociations salariales et des délais de paiement qui en ont résulté. Le resserrement du crédit, combiné avec le renforcement, au printemps 1966, du contrôle des industries du bâtiment, a provoqué un recul d'activité dans la construction de maisons. A la suite de la chute brutale du rythme d'accumulation des stocks, le volume des investissements dans le secteur privé s'est stabilisé, après avoir accusé une augmentation de 11% en 1965. Ce plafonnement s'explique en partie par l'affaiblissement de la rentabilité des entreprises et par l'amenuisement de leurs possibilités d'autofinancement; de même, les restrictions de crédit ont incontestablement exercé un effet de freinage.

Par comparaison avec le ralentissement du rythme d'augmentation des dépenses du secteur privé, les charges publiques ont accusé peu de changement. Les demandes directes de biens et services de la part du gouvernement central ont été un peu moins actives, en partie parce que l'exécution de certains programmes a été reportée sur les collectivités locales. En raison de mesures prises par ailleurs pour limiter l'expansion des investissements de ces collectivités, l'accroissement des

dépenses de l'ensemble du secteur public a été un peu plus lent qu'en 1965. A la suite de cette limitation et grâce à un accroissement accentué des recettes, la situation financière des collectivités locales s'est améliorée. En revanche, l'exécution du budget du gouvernement central, qui avait laissé des excédents en 1965, a fait apparaître un déficit de plus de KRS 1 milliard, en raison principalement de l'augmentation des prêts consentis par le Trésor, et d'un ralentissement de la cadence des recouvrements d'impôts.

Du fait de la diminution des tensions sur le marché du travail, le rythme de progression des charges salariales a été un peu plus lent, mais le ralentissement a eu peu d'effets immédiats sur les mouvements des prix. En ne tenant pas compte de l'incidence des impôts indirects et des subventions, les prix à la consommation ont augmenté de 5% environ, soit un peu plus qu'en 1965. Calculé aux prix du marché, le produit national brut a augmenté de 8,8%, mais de 3% environ seulement en termes réels.

Au cours du second semestre de 1966, le ralentissement d'activité s'étant confirmé, la banque centrale a apporté quelques assouplissements à sa politique monétaire. L'alignement de la politique du crédit sur les conditions du marché s'est poursuivi au début de 1967, et le taux de l'escompte a été abaissé à 5½% en février, puis à 5% en mars. Comme le rétablissement d'une plus large aisance monétaire avait essentiellement pour but d'encourager les investissements productifs, les autorités ont frappé d'une taxe spéciale certaines catégories de constructions non prioritaires; d'autre part, la taxe sur le chiffre d'affaires a été portée de 10 à 11% en mars, afin de freiner les dépenses de consommation des particuliers.

Cet ensemble de dispositions montre qu'il y a peu d'inquiétudes à l'égard d'un recul possible et significatif de l'activité; la demande est supposée devoir s'inscrire en reprise vers la fin de 1967, mais il n'est pas prévu que l'économie doive entrer cette année dans une nouvelle période de surchauffe. Dans ces conditions, la réduction du déficit de paiements courants, qui atteignait encore, en 1966, un montant considérable, et le freinage de la tendance à la hausse des prix continueront de compter au nombre des principaux objectifs de la politique économique.

Canada.

Après plusieurs années d'expansion accélérée, le relâchement de l'économie canadienne a été progressivement comblé. A la fin de 1965, la production brute était supérieure d'un tiers à celle de 1961, et le taux de chômage était tombé à 3½% des effectifs disponibles, c'est-à-dire au niveau le plus bas qui ait été enregistré

depuis 1956. Des indices incontestables d'inflation se manifestaient toutefois à cette époque; les dépenses du secteur public continuaient de progresser à une cadence accélérée, et les investissements en capitaux fixes des entreprises du secteur privé revêtaient des dimensions considérables. Pour comprimer l'excédent de la demande globale et atténuer les pressions sur les coûts de production et les prix, pour défendre en même temps l'équilibre des finances extérieures, la politique monétaire a revêtu progressivement un caractère restrictif.

Un net changement d'orientation dans le sens du resserrement apparut en mars 1966 dans le projet de budget: compression des programmes de construction du gouvernement, réduction massive du pourcentage maximum de certaines provisions pour amortissement, application d'une taxe de 5%, remboursable, sur les bénéfices réalisés par les sociétés après versement des impôts. Pour encourager les entreprises à remettre à plus tard leurs dépenses d'investissement, les autorités ont annoncé que la taxe sur les ventes de machines et de biens d'équipement serait réduite en avril 1967, et abolie un an après. Afin de freiner les dépenses de consommation, la quotité de l'impôt sur le revenu des particuliers a été relevée à partir de juin 1966, sauf pour les tranches inférieures, ce qui a eu pour effet de compenser les dégrèvements accordés en 1965. Les restrictions contenues dans le projet de budget ont été complétées un peu plus tard par d'autres mesures, y compris la suppression des encouragements accordés à la construction de maisons pendant les mois d'hiver. Aux termes du budget supplémentaire présenté en décembre, la taxe fédérale sur les ventes et la contribution pour la Sécurité sociale des personnes âgées ont été relevées.

A la suite de l'application de ces diverses mesures monétaires et financières, le boom des investissements a commencé à se modérer au cours du second semestre. L'augmentation de 16% des dépenses d'investissement des entreprises notée l'an dernier a été certes considérable, mais elle était inférieure aux prévisions d'investissement (23%) que faisait apparaître une enquête sur les intentions des entreprises effectuée vers le milieu de 1966. Les achats de biens et services du gouvernement se sont accrus, en revanche, de 19%, contre 11% en 1965. Malgré les mesures annoncées en mars, la situation budgétaire dressée à partir des données de la comptabilité nationale a fait apparaître une aggravation de \$Can. 444 millions. Les dépenses des gouvernements des provinces et des collectivités locales ont progressé, comme d'ordinaire, plus vite que leurs recettes.

Le resserrement caractérisé du crédit a eu, comme aux Etats-Unis, des répercussions d'intensité inégale sur les diverses branches de l'économie. Les restrictions ont touché avec une sévérité particulière les emprunteurs sur hypothèques. La raréfaction de l'offre de ressources sur le marché hypothécaire avait déjà

provoqué un ralentissement du rythme de la construction de maisons vers la fin de 1965; ce mouvement s'est accentué l'an dernier. Les restrictions de crédit et l'aggravation de la fiscalité ont également contribué à freiner les ventes de véhicules de tourisme et d'autres biens de consommation durables; par ailleurs, le recul brutal des cours de bourse a eu des répercussions défavorables sur le comportement des acheteurs.

Le fléchissement des pressions de la demande en été et au début de l'automne a permis à la Banque du Canada de s'orienter vers une politique de plus large aisance monétaire. L'activité économique s'est inscrite une fois de plus en reprise pendant le dernier trimestre de 1966, mais les menaces de surchauffe ne paraissaient pas se préciser. En fait, l'enquête sur les intentions d'investissement en 1967 a montré que les projets de dépenses pour la construction d'installations et l'achat d'équipement étaient du même ordre de grandeur qu'en 1966. La Banque du Canada a élargi les possibilités d'accès au crédit et son action a été facilitée par les mesures prises dans le même sens aux Etats-Unis. A la fin de 1966 et au début de 1967, le gouvernement a annoncé une série de dispositions destinées à encourager l'activité dans la construction de maisons; en avril, un certain nombre de mesures fiscales contrecarrant les investissements des entreprises ont été éliminées. L'augmentation des dépenses publiques devrait constituer, pour le niveau général d'activité, un stimulant très appréciable.

Si la pression de la demande s'est atténuée pendant le second semestre de 1966, les prix et les salaires ont vivement progressé. L'augmentation de 11% du produit national brut en 1966 s'explique, à concurrence des deux cinquièmes environ, par le mouvement de hausse des prix. Des tensions sur le marché du travail se sont manifestées au moment du renouvellement d'un grand nombre de conventions collectives, et l'augmentation de 6,9% des salaires et des appointements (agriculture non comprise) a été bien supérieure à celle de la productivité. En 1967, un objectif important de la politique économique sera d'arrêter le mouvement de hausse des salaires et des prix tout en maintenant un taux satisfaisant de croissance afin de créer des emplois en faveur d'une main-d'œuvre dont les effectifs augmentent rapidement.

Malgré la vigueur du mouvement d'expansion, la situation de la balance commerciale du Canada s'est améliorée en 1966. Du côté des mouvements de capitaux, les apports de fonds de l'étranger en vue d'investissements directs ont fortement progressé et les émissions de nouvelles valeurs canadiennes aux Etats-Unis se sont développées. En revanche, les résidents canadiens ont procédé à d'importants achats nets d'actions de sociétés américaines, et le système bancaire canadien a transféré des fonds à l'étranger pour des montants considérables.

Italie.

Après avoir surmonté un grave mouvement de récession en 1964, l'économie italienne a, contrairement à la tendance au recul observée en Europe occidentale, réussi à enregistrer un taux de croissance de 5,5% du produit national brut, exprimé en termes réels, et continué à dégager des excédents de paiements courants, cependant que les prix faisaient preuve d'un degré élevé de stabilité.

D'abord indécis au printemps de 1965, le mouvement de reprise a été amorcé aux premiers stades par une augmentation des dépenses publiques et une vigoureuse progression des ventes à l'étranger. L'assouplissement des conditions d'accès au crédit et les encouragements de caractère fiscal n'avaient guère contribué à stimuler la demande de biens d'investissement émanant du secteur privé. Au cours de 1966, en revanche, le mouvement de reprise a reposé sur des assises beaucoup plus larges. Les ventes à l'étranger sont demeurées un facteur d'expansion mais, à la suite de la reconstitution progressive des marges bénéficiaires des entreprises et de l'utilisation accrue du potentiel de production encore disponible, les investissements du secteur privé ont redonné des signes d'activité, ainsi qu'en témoigne l'augmentation de 6,1% de leur volume global, après un recul de 8,2% et de 7,5%, respectivement, en 1964 et 1965. Les investissements dans l'industrie ont progressé de presque 10%, ceux du secteur public de 5,4%. Après avoir augmenté d'un pourcentage inférieur à celui de l'accroissement du produit national brut en 1965, les dépenses de consommation des particuliers se sont accrues un peu plus vite que celui-ci l'an dernier, alors que le rythme d'augmentation des dépenses publiques ordinaires, à prix courants, tombait de 12,8% pour 1965 à 6,9% pour 1966. Le rythme de progression des importations s'est fortement accéléré dans le même temps, passant de 2,7 à 16%.

En raison du développement vigoureux des exportations, c'est dans l'industrie (bâtiment excepté) que la reprise a été la plus accentuée et a été à l'origine, à concurrence des deux tiers environ, de l'augmentation du produit national brut. Du quatrième trimestre de 1965 au dernier trimestre de 1966, la production industrielle s'est accrue de près de 11% pour s'établir à 18% environ au-dessus du record établi avant la récession. Néanmoins, la cadence de marche de certaines branches (textile, industries des matériaux de construction) est encore inférieure aux précédents maxima. L'industrie du bâtiment est la seule ombre d'un tableau à tous autres égards assez encourageant; toutefois, dans cette branche également, des indices d'amélioration ont pu être relevés. Si le nombre des unités d'habitation terminées en 1966 a accusé un fléchissement de 25% par rapport à l'année précédente, en revanche, le nombre de nouveaux permis de construire délivrés s'est accru de près de 10%.

La recrudescence d'activité s'est surtout reflétée dans un retour à des horaires de travail à plein temps. Le nombre total des personnes au travail a, en fait, légèrement diminué, en raison des difficultés de l'industrie du bâtiment et d'une reprise de l'exode rural. Les données recueillies jusqu'ici en 1967 indiquent, toutefois, que la situation de l'emploi est en train de s'améliorer.

L'absence persistante de tensions sur le marché du travail a contribué à contrecarrer la tendance à l'augmentation des salaires. A fin décembre 1966, les salaires minima prévus dans les conventions collectives étaient supérieurs de 4,7% seulement à ceux de la période correspondante de 1965. Le ralentissement de la cadence d'augmentation des salaires a été, en lui-même, un des principaux facteurs du freinage du mouvement de hausse des rémunérations découlant du jeu automatique de l'échelle mobile: 3 points seulement en 1966, contre 6 et 10 points respectivement en 1965 et 1964. A la fin de 1966, l'indice du coût de la vie se tenait à 1,8% seulement au-dessus de son niveau de décembre 1965, et l'indice des prix de gros est demeuré virtuellement stable pendant l'année.

Tout au long de 1966, les autorités monétaires se sont attachées à mettre en abondance des moyens liquides à la disposition de l'économie, essentiellement afin d'encourager la reprise des investissements. Cette politique a aussi permis d'isoler le marché intérieur de la montée des taux d'intérêt sur les places étrangères, et de favoriser une vive recrudescence des exportations nettes de capitaux; celles-ci ont absorbé les deux tiers environ de l'excédent total de paiements courants. En même temps, le volume net des émissions de valeurs à revenu fixe a fait un bond de LIT 2.000 milliards environ à LIT 2.800 milliards.

L'exécution du budget a eu, en 1966, un effet d'expansion moins accentué que l'année précédente. Le déficit global de l'administration centrale, calculé sur la base des données de la comptabilité nationale, a fléchi de LIT 819 à LIT 689 milliards. En même temps, toutefois, les besoins nets de financement du Trésor sont passés de LIT 324 à LIT 1.867 milliards, en raison de l'accroissement des prêts destinés à des investissements. Grâce à la situation favorable du marché des capitaux, le Trésor a pu couvrir une part importante de ses besoins en recourant à l'emprunt à long terme.

A la suite des désastres causés par les inondations, l'octroi de secours, la reconstruction des régions dévastées et les travaux de régularisation du cours des fleuves ont amené les autorités à décréter, en novembre 1966, des relèvements d'impôt appréciables. La quotité de l'impôt sur le revenu a été relevée de 10% pour une année; les droits sur l'essence, les boissons alcoolisées et le tabac ont été augmentés pour une période de deux ans.

En dépit de ces charges nouvelles, les perspectives de l'économie italienne demeurent favorables. La progression des exportations s'est bien ralentie à la suite de fluctuations cycliques à l'étranger mais, avec la mise en œuvre progressive de ressources productives non utilisées jusqu'ici, la demande globale sera vraisemblablement soutenue par la recrudescence des investissements intérieurs.

Japon.

Sous l'effet d'une politique d'aisance monétaire et d'un budget expansionniste, l'économie japonaise a commencé, au début de 1966, à se relever de la récession de l'année précédente, et le mouvement de reprise s'est accéléré en cours d'année. Un des facteurs décisifs de la recrudescence d'activité et de sa rapidité a été l'existence d'un climat favorable aux ventes à l'étranger (Etats-Unis, pays voisins d'Extrême-Orient en particulier). Toutefois, après une période de plafonnement, les dépenses de consommation redonnaient aussi des signes de renouveau d'intensité, le mouvement de reconstitution des stocks s'amorçait et les investissements du secteur privé augmentaient, marquant une progression de 8% environ pendant l'année.

Le produit national brut, qui s'était accru de 10% en 1965, a ainsi fait l'objet d'une nouvelle augmentation l'an dernier (15%). Si les progrès de 1965 étaient dus, à concurrence de 6% environ, au mouvement de hausse des prix, ce facteur n'a joué, l'an dernier, qu'à concurrence de 5%.

La politique d'aisance monétaire appliquée en 1965 a été poursuivie pendant toute l'année 1966 et au début de 1967. La recrudescence des demandes de crédit a mis toutefois quelque temps à se manifester et, pendant les six premiers mois de 1966, la cadence d'expansion des prêts était un peu inférieure à celle de la période correspondante de l'année précédente. La situation s'est renversée pendant le second semestre avec l'accélération de la reprise d'activité dans le secteur privé, et l'expansion des avances a été plus rapide. Au point de vue financier, les émissions d'obligations du Trésor ont été activement poursuivies et l'augmentation des dépenses publiques a été un puissant facteur d'expansion.

Les taux d'intérêt, qui se tenaient naguère à des niveaux élevés eu égard à ceux existant sur d'autres places étrangères, ont accusé un fléchissement par rapport à ces derniers, en fonction de la politique d'aisance monétaire. Le renversement a incité les milieux commerciaux japonais à se détourner des prêteurs étrangers, pour faire appel aux banques du pays. Vers la fin de 1966 et au début de 1967, la relation entre les taux d'intérêt au Japon et ceux de l'étranger est

redevvenue plus normale, les premiers ayant accusé une légère tendance à la hausse, cependant que les seconds se détendaient par rapport aux maxima atteints en automne.

Malgré la recrudescence d'activité, la balance commerciale a fait apparaître un excédent de \$2,3 milliards l'an dernier, contre \$1,9 milliard en 1965. Les exportations ont augmenté de 15,7% et les importations de 14,4%. Cet excédent a permis de couvrir, et au-delà, les déficits considérables enregistrés au titre des services et transferts (\$1 milliard au total) et un déficit de presque \$900 millions pour les mouvements de capitaux. En définitive, la balance générale des paiements a marqué un excédent de \$320 millions.

A la fin de 1966 et au début de 1967, l'activité économique s'est accélérée, et le marché du travail s'est nettement resserré. Alors que les mesures de politique économique visaient jusqu'à cette époque à contrecarrer des tendances à la récession, elles ont été progressivement aménagées afin d'exercer un contrôle sur le nouveau mouvement de reprise, et d'éviter une poussée des coûts de production et des prix, ainsi qu'une aggravation de la position financière extérieure. Le mouvement de reprise étant plus vigoureux que prévu, le gouvernement a révisé en baisse, au début de l'année, son programme d'accroissement des dépenses publiques et ses projets d'émission d'obligations du Trésor. La banque centrale continue d'appliquer une politique générale d'aisance monétaire.

Europe de l'Est.

Dans les plans dressés pour 1966, les pays de l'Europe de l'Est avaient prévu une amélioration de résultats dans l'agriculture, et un ralentissement de l'expansion dans l'industrie. En fait, les objectifs de production dans ces deux secteurs clés ont été presque partout dépassés, de sorte que le rythme d'augmentation du produit matériel net a été en général plus rapide que prévu et a soutenu favorablement la comparaison avec la moyenne des cinq années précédentes. Du point de vue de la production, exprimée en termes physiques, l'année 1966 a donc été caractérisée par d'incontestables succès.

Depuis quelque temps, les autorités se préoccupent davantage d'obtenir plus d'efficacité dans la gestion des entreprises, et d'adapter plus étroitement la nature et la qualité des biens produits à la structure de la demande. Il serait prématuré de porter un jugement à cet égard; les nouvelles méthodes ont, toutefois, provoqué des changements dans la conduite de la politique agricole. Ces dernières années, les prix d'achat des denrées par l'Etat ont été relevés de façon sélective. La part de l'agriculture dans la répartition du revenu global a par

conséquent augmenté. Cette amélioration a provoqué un relèvement, en valeur relative, des niveaux de consommation des populations rurales, et une augmentation des investissements agricoles que l'Etat a encouragés en accordant des avances non remboursables et des crédits. Au surplus, l'industrie a été plus largement incitée à fournir à l'agriculture les produits essentiels (engrais chimiques et machines) dont celle-ci avait besoin. Combinées avec la clémence des conditions atmosphériques, ces mesures ont permis d'obtenir de meilleurs résultats l'an dernier. Dans les pays où l'agriculture occupe la place la plus importante, la production s'est très vivement accrue (15% environ en Albanie et en Bulgarie, et plus de 11% en Roumanie). Après un recul en 1965, la production agricole de la Tchécoslovaquie s'est inscrite en reprise de 10%. Même résultat en U.R.S.S., où la production agricole s'accroît de 8% par an en moyenne depuis la campagne déficitaire de 1962-63. En Pologne, où l'agriculture comprend encore une très grande majorité d'exploitations privées, la production a augmenté de 5½% l'an dernier, contre 7½% en 1965. Seule la Hongrie, où les retards subis au cours des années précédentes ont été à peine rattrapés en 1966, a enregistré des résultats peu satisfaisants.

Les pays de l'Europe de l'Est prévoient, dans l'ensemble, que la tendance profonde au ralentissement du mouvement d'expansion dans l'industrie se maintiendrait en 1966, avec un objectif de croissance inférieur à 7%, contre un taux de 8,6% effectivement enregistré en 1965. Or les objectifs assignés ont été dépassés et la production industrielle s'est accrue d'un peu moins de 8½%. Ce pourcentage se ressent fortement des performances réalisées par l'U.R.S.S., où

Economies de l'Europe orientale:
Revenu national - Production industrielle et agricole.

Pays	Produit matériel net			Production industrielle globale			Production agricole globale		
	1961-65	1966	Plan quinquennal 1967-68	1961-65	1966	Plan quinquennal 1966-70	1961-65	1966	Plan quinquennal 1966-67
augmentations annuelles, en pourcentage									
Albanie	5,7	.	7,4-8,2	6,8	12,0	8,7	5,2	15,0	6,2-7,0
Bulgarie	6,5	11,0	8,5	11,7	12,2	11,2	3,2	15,0	5,4
Hongrie	4,7	6,0	3,5-3,9	7,9	6,6	5,7-6,3	1,3	5,0-6,0	2,5-2,8
Pologne	6,0	6,0	6,0	8,5	7,4	7,6	2,8	5,5	2,4
République démocratique allemande	3,5	4,5	.	5,8 ¹	6,5 ¹	.	.	.	.
Roumanie	9,1	7,9	7,0	13,8	11,7	10,6-11,6	2,5	11,2	4,7-5,7
Tchécoslovaquie	1,8	7,0	4,1-4,4	5,3	7,4	5,1-5,4	-0,4	10,0	2,8
U. R. S. S.	6,8	7,5	6,6-7,1	8,6	8,6	8,0-8,5	2,3	10,0	4,5
Yougoslavie	7,5 ²	9,0 ²	7,5-8,5 ²	10,8	4,3	9,0-10,0	1,6	16,0	4,6

¹ « Production de marchandises » après 1964 (c'est-à-dire en ne tenant pas compte des produits en cours de fabrication).
Produit matériel brut.

le dépassement des objectifs du plan (secteur des biens d'équipement en particulier) a permis d'accroître de 8,6% la production totale, pourcentage bien supérieur à celui prévu (6,7%) et à peine inférieur à celui de l'année précédente.

Dans d'autres pays, l'écart entre plans de production et résultats effectifs a été moins considérable. L'accélération de l'activité dans les industries extractives, les constructions mécaniques et les industries de transformation des produits nécessaires à l'agriculture ont provoqué un bond en avant de la production industrielle de 12% en Albanie, Bulgarie et Roumanie. Le mouvement d'expansion s'est poursuivi également en Tchécoslovaquie, où la reprise amorcée en 1963 est en train de se consolider, et en Pologne où le taux de croissance a cependant fléchi. Néanmoins, la production industrielle s'est accrue de presque 7 ½% dans les deux pays considérés. Bien que le taux de croissance de l'industrie en Hongrie et en République Démocratique Allemande ait été le plus bas de l'Europe orientale (6 ½%), il s'est inscrit en progrès par rapport à 1965. Le redressement a été particulièrement accentué en Hongrie, où le développement de l'activité avait été freiné en 1965 par une série de mesures visant à corriger le déséquilibre des paiements extérieurs du pays.

Les réformes en cours, dont l'application a fait peu de progrès l'an dernier, visent principalement à orienter les économies des pays de l'Est vers un développement plus intensif. En U.R.S.S. et en Bulgarie, de nouvelles techniques de contrôle décentralisé ont été étendues à de plus vastes secteurs de l'industrie; ailleurs l'application de ces techniques s'effectue avec lenteur. Le retard s'explique par la nécessité de mettre au point un système moderne de formation des prix de gros, incorporant la totalité des coûts de production. Ce régime des prix sera introduit en 1967 en Tchécoslovaquie, en République Démocratique Allemande, en U.R.S.S. et en Bulgarie; son application est la condition nécessaire de l'utilisation plus systématique de la notion de profit comme critère de l'efficacité des entreprises; de celle-ci doit dépendre l'octroi de stimulants matériels. Dans plusieurs pays, cette orientation est considérée comme un premier pas vers un système dans lequel la structure de la demande exercera une influence directe sur les programmes de production, en raison de son incidence sur les profits, et dans lequel la planification à l'échelon central sera matérialisée beaucoup plus grâce aux moyens d'action de la politique financière, de la politique du crédit et de la politique des taux d'intérêt, que grâce à des directives de caractère autoritaire.

A plus longue échéance, ces aménagements peuvent également aboutir à une plus grande souplesse dans les échanges avec l'étranger. A présent, grâce à l'intervention de monopoles d'achats à l'extérieur, les importations sont maintenues dans les limites fixées par les gains de devises provenant des exportations

et les possibilités d'accès à des crédits à l'étranger. Les réserves monétaires ne sont engagées que lorsqu'il faut venir à bout de certains goulots d'étranglement. L'application de cette politique a permis à l'ensemble des pays de l'Europe de l'Est de dégager un excédent global de la balance commerciale de 1961 à 1965. A noter cependant que l'excédent cumulé de la période considérée a été inférieur à \$1 milliard pour un volume d'échanges d'une valeur de \$34 milliards par an en moyenne.

Le processus de décentralisation observé en Europe orientale présente des traits communs avec celui qui s'est déroulé depuis plus longtemps en Yougoslavie. L'étape la plus récente de ce processus a débuté en 1965, avec l'introduction d'un vaste programme de réformes de structure, destiné à faire reposer l'allocation des ressources sur le jeu des forces du marché. Les réformes ont été mises en route au moment où l'économie yougoslave souffrait d'un excédent de demandes; aussi ont-elles été complétées par une politique de restrictions du crédit. Combinées avec une nouvelle orientation de la production, les restrictions de crédit ont provoqué un fléchissement de 50% du rythme de croissance de la production industrielle en 1965, puis en 1966, année pendant laquelle la production de l'industrie a augmenté de 4,3% seulement. En même temps, grâce à des récoltes record (la production agricole s'est accrue de 16% en 1966), le produit matériel brut a fortement augmenté: 9% en 1966, contre 3% seulement, l'année précédente. Malgré cette amélioration, la reprise vigoureuse des dépenses d'investissement au cours du second semestre, combinée avec une vive recrudescence de la consommation, a provoqué la réapparition d'un excédent de demandes, et de nouvelles mesures de freinage ont été appliquées vers la fin de 1966.

Sous l'effet de réformes qui comprenaient, à côté de mesures restrictives sur le plan interne, une dévaluation du dinar s'élevant à 40%, la situation de la balance des paiements s'était améliorée en 1965, année au cours de laquelle les transactions courantes étaient équilibrées. L'an dernier, les exportations ont de nouveau progressé de 12% mais la situation de la balance commerciale s'est aggravée à la suite d'une augmentation de 22% des achats à l'étranger. Le déficit de la balance des paiements courants a été toutefois limité à \$30 millions, en raison de l'amélioration des gains en devises provenant du tourisme et autres prestations de services.

Evolution des réserves monétaires globales.

Les discussions sur la réforme du système monétaire international ont porté, ces dernières années, sur trois problèmes fondamentaux:

- 1) recherche des moyens d'obtenir une augmentation suffisante des réserves globales;
- 2) amélioration des processus d'ajustement des économies;
- 3) conséquences, sur la composition des réserves, de la pénurie d'or monétaire nouvellement extrait.

Comme les pays n'attachent pas la même importance à ces trois problèmes, il n'a pas été possible de dégager une conception cohérente du système futur des paiements.

Pour s'en tenir exclusivement au premier problème, celui de l'accroissement des réserves, il peut être posé dans les termes suivants: le maintien de la fixité des cours du change figure au premier rang des objectifs prioritaires de la politique économique générale; les autorités monétaires doivent par conséquent détenir des réserves officielles pour défendre le cours de leurs devises en périodes de fluctuations de l'offre et de la demande sur le marché. D'autre part, quelque rapport doit bien exister, à la longue, entre l'accroissement des réserves et le développement des transactions internationales. Sur la base du prix de l'or actuel, les apports de métal neuf ne permettent pas, à eux seuls, de satisfaire ce besoin. L'accroissement des réserves ne peut pas non plus être obtenu par une augmentation des avoirs étrangers en dollars comparable en son ampleur à celle des années écoulées, parce qu'un gonflement disproportionné de ces avoirs par rapport à la base-or ferait peser, en lui-même, une menace sur la stabilité du système monétaire. De là l'idée de rechercher un moyen à la fois sain et acceptable d'assurer un accroissement des réserves. Précisons qu'il s'agit de satisfaire un besoin global de réserves dont la croissance, si elle était raisonnablement suffisante, devrait bénéficier à tous les pays appliquant une politique saine au point de vue économique et monétaire.

Etant donné que la pénurie d'or monétaire nouvellement extrait et la surabondance de dollars ont été manifestes depuis quelques années, il y a intérêt à examiner quelle a été, dans de telles conditions, l'évolution des réserves globales, en donnant au préalable quelques précisions sur le concept même de réserves.

Les réserves sont constituées par les avoirs officiels en moyens de règlements internationaux détenus par les autorités monétaires qui sont susceptibles d'être rapidement mobilisés pour soutenir les parités des monnaies sur les marchés des changes. Par tradition, les réserves ont été conservées sous forme d'encaisses-or et d'avoirs en devises étrangères (dollars et livres sterling principalement). Toutefois, comme nombre de pays ont confié des ressources abondantes au F.M.I., et comme les droits de tirage inconditionnels qui en découlent jouent le rôle de réserves, «les positions créditrices des Etats membres envers le F.M.I.» (ainsi

Fluctuations des réserves monétaires globales (1955-66)
(en milliards de dollars des Etats-Unis, et pourcentages moyens d'accroissement annuel).

Années et zones	Encaisses-or		Positions créditrices envers le F.M.I. Montant	Avoirs en devises		Total	
	Montant	%		Montant	%	Montant	%
Ensemble des pays							
1955-60	+ 3,1	1,4	+ 1,7	+ 2,1	2,0	+ 6,9	2,1
1961-66	+ 2,9	1,2	+ 2,8	+ 5,2	4,2	+ 10,8	2,8
Groupe des Dix							
1955-60	+ 3,1	1,7	+ 1,4	+ 2,8	6,3	+ 7,3	2,9
1961-66	+ 1,3	0,6	+ 2,0	+ 2,2	3,6	+ 5,5	1,9
Autres pays industrialisés							
1955-60	+ 0,4	4,6	+ 0,2	+ 0,0	—	+ 0,6	2,1
1961-66	+ 1,6	11,2	+ 0,5	+ 1,3	6,2	+ 3,4	8,9
Pays moins développés							
1955-60	- 0,4	—	+ 0,2	- 0,7	—	- 1,0	—
1961-66	- 0,1	—	+ 0,3	+ 1,7	4,0	+ 1,9	3,2
Groupe des Dix (non compris les Etats- Unis et le Royaume-Uni)							
1955-60	+ 6,8	13,2	+ 0,8	+ 2,6	6,3	+ 10,2	10,5
1961-66	+ 6,7	7,2	+ 3,7	+ 0,1	0,2	+ 10,5	6,6
Royaume-Uni							
1955-60	- 4,0	—	+ 0,4	—	—	- 3,6	—
1961-66	- 4,6	—	- 1,2	+ 1,3	—	- 4,5	—
Etats-Unis							
1955-60	+ 0,3	1,7	+ 0,3	+ 0,2	8,2	+ 0,7	3,5
1961-66	- 0,9	—	- 0,5	+ 0,7	18,0	- 0,6	—

Source : International Financial Statistics. Le groupe des « Pays moins développés » est le même que celui qui est retenu pour l'établissement des statistiques des réserves par le F.M.I. Même observation pour les « Autres pays industrialisés », mais en y ajoutant l'Autriche, le Danemark et la Norvège. Les chiffres ayant été arrondis, le total général ne correspond pas nécessairement à la somme des totaux partiels.

qu'elles sont de plus en plus souvent qualifiées) doivent également être comprises dans les réserves globales. Celles-ci représentent donc la somme des encaisses-or, des avoirs officiels en devises et des positions créditrices envers le F.M.I. de l'ensemble des pays du monde occidental. Dans la présente étude, elles sont exprimées en chiffres bruts, c'est-à-dire sans retrancher les engagements extérieurs. Ce point présente une importance fondamentale pour les réserves des deux pays à monnaies clés (Grande-Bretagne et Etats-Unis). Les engagements des autres pays envers l'étranger sont trop peu importants pour revêtir quelque signification.

Le tableau ci-dessus fait ressortir les fluctuations cumulatives des réserves globales pendant deux périodes successives: 1955-60, et 1961-66.

Le tableau fait une distinction entre la période 1955-60 et la période 1961-66, parce que les problèmes soulevés par la pénurie d'or monétaire provenant de l'extraction courante et la surabondance de dollars ont commencé à se manifester

vers 1960. La vive poussée de hausse des cours de l'or sur le marché de Londres, en octobre 1960, a été, entre autres, la manifestation d'un changement de situation et, depuis cette époque, le système monétaire international a fonctionné dans des conditions différentes. Grâce à la collaboration entre principaux pays, l'action concertée, en matière de financements, a assumé un rôle important et de nouveaux instruments ont été utilisés, dans le cadre d'arrangements «ad hoc», pour faire face aux tensions accrues qui se sont manifestées à maintes reprises. L'évolution des réserves globales reflète très profondément le contraste entre les deux périodes.

Il est visible, en premier lieu, que, de 1961 à 1966, l'accroissement des réserves globales a été supérieur de plus de 50% à celui de la période précédente, le pourcentage d'augmentation atteignant 2,8% par an, contre 2,1%, en moyenne, de 1955 à 1960. Cette majoration a été, en totalité, le fait des pays ne faisant pas partie du Groupe des Dix.

La situation des réserves des pays les moins développés s'est en effet très nettement améliorée puisque, de 1961 à 1966, leurs réserves ont montré une augmentation de \$1,9 milliard, contre une perte de \$1 milliard pendant les six années précédentes, soit un renversement de presque \$3 milliards. A la fin des années 1950, ces pays se ressentaient défavorablement des séquelles de la guerre de Corée; depuis 1961, ils ont évidemment bénéficié de la vigueur du mouvement d'expansion économique aux Etats-Unis. L'accroissement noté au cours des six années écoulées ne saurait toutefois être considéré comme excessif.

Dans les pays industrialisés ne faisant pas partie du Groupe des Dix, la situation s'est également beaucoup améliorée. Les gains de réserves réalisés pendant la deuxième période ont été supérieurs de presque \$3 milliards à ceux de la première. Le pourcentage d'augmentation a été très élevé, atteignant presque 9% par an en moyenne. Pour l'ensemble des douze années, il était encore de 5,4% par an.

Les gains de réserves des pays du Groupe des Dix ont été, au cours de la seconde période, inférieurs de \$1,8 milliard à ceux de la première, le pourcentage d'accroissement ayant très sensiblement fléchi. Plus notable encore est le contraste existant entre les deux pays agissant comme centres de réserves et les autres membres du Groupe. Pendant les douze années écoulées, les pays du Groupe des Dix n'agissant pas comme centres de réserves ont réalisé un gain total de plus de \$10 milliards; le pourcentage d'augmentation s'est établi à 8,5% par an en moyenne. Les Etats-Unis et la Grande-Bretagne, par contre, ont subi, ensemble, des pertes de réserves pendant les deux périodes. La perte de \$3 milliards constatée au cours de la première de ces périodes a été, et au-delà, le fait des Etats-Unis; sur une

perte globale de \$5 milliards enregistrée pendant la seconde, la contribution de la Grande-Bretagne a porté sur \$600 millions.

Au titre de la participation des différents pays à l'accroissement des réserves monétaires globales, les Etats ne faisant pas partie du Groupe des Dix ont par conséquent bénéficié d'une situation bien plus favorable, depuis 1961. Les membres du Groupe des Dix n'agissant pas en qualité de centres de réserves ont enregistré, eux, pendant les deux périodes, des augmentations plus qu'appropriées. Les centres de réserves, au contraire, n'ont pas participé à l'augmentation; en fait, au début et à la fin des douze années considérées, les réserves de la Grande-Bretagne se tenaient à peu près au même niveau. Les Etats-Unis avaient, quant à eux, subi une perte de \$8,1 milliards.

Un tel tableau reflète, évidemment, l'aggravation du déséquilibre des paiements internationaux depuis 1961; le changement des conditions de fonctionnement du système monétaire international se révèle dans les composantes de l'augmentation des réserves. D'une manière générale, la contribution des apports d'or neuf à la création de réserves est devenue moindre; en revanche, les positions créditrices des Etats membres envers le F.M.I. et les avoirs en devises étrangères sont devenus des sources beaucoup plus abondantes.

Le fléchissement des apports d'or aux encaisses officielles est intervenu en dépit d'un accroissement appréciable de l'offre. La valeur combinée de l'extraction courante et des ventes pour compte de l'Union Soviétique est en effet passée de \$7,5 milliards, pendant les années 1955-60, à \$10,2 milliards, au cours de la période 1961-66; la recrudescence encore plus vive des demandes des particuliers a, toutefois, provoqué la raréfaction de l'or disponible pour les encaisses officielles. En fait, au cours de la période récente, des transferts nets d'or portant sur \$195 millions se sont produits vers les encaisses des banques centrales et émanant d'organismes internationaux (F.M.I., B.R.I.); au cours des années précédentes, les avoirs en or de ces organismes s'étaient accrus de \$505 millions. En fin de compte, la valeur totale des encaisses officielles des pays occidentaux et des organismes internationaux s'est accrue de \$2,7 milliards de 1961 à 1966, contre \$3,6 milliards de 1955 à 1960.

Pour les pays membres du Groupe des Dix (Etats-Unis et Grande-Bretagne non compris) la composante-or de l'accroissement des réserves est demeurée stable, en pourcentage, pendant les deux périodes étudiées: deux tiers environ. Etant donné que les offres d'or monétaire nouvellement extrait se sont raréfiées, pendant les années 1961-66, et que l'accroissement des encaisses des pays ne faisant pas partie du Groupe des Dix passait de zéro à \$1,5 milliard, cela signifiait que les prélèvements sur les encaisses-or des pays agissant comme centres de réserves s'intensifiaient.

L'élargissement des positions créditrices de certains Etats membres envers le Fonds Monétaire depuis 1961 (\$1,1 milliard) reflète les tirages effectués sur cet organisme, dans le cadre des tranches de crédit, et principalement les prélèvements de la Grande-Bretagne. Le montant des réserves globales ne change pas lorsque les Etats membres versent de l'or au F.M.I. pour libérer leurs souscriptions; seule la composition des réserves est modifiée. De même, les tirages sur les tranches-or ou sur les positions créditrices auprès du F.M.I. provoquent simplement le transfert d'un élément de réserves d'un Etat vers un autre. Les tirages dans le cadre des tranches de crédit sont suivis, au contraire, d'une augmentation des réserves globales, car les Etats membres dont la monnaie est prélevée deviennent titulaires envers le Fonds d'une position créditrice à inclure dans leurs actifs. Il faut remarquer que, de 1961 à 1966, ce sont les Etats membres du Groupe des Dix autres que la Grande-Bretagne et les Etats-Unis qui ont financé la presque totalité des besoins en devises du F.M.I.

En ce qui concerne maintenant les avoirs en devises, comme composante des réserves, le surcroît intervenu de 1961 à 1966 a été entièrement le fait de pays ne faisant pas partie du Groupe des Dix. Pour les pays du Groupe, l'augmentation a été, en réalité, légèrement inférieure à celle de la période précédente; là encore, un changement significatif s'est manifesté à l'intérieur du Groupe. La Grande-Bretagne et les Etats-Unis, qui par tradition détiennent la totalité de leurs réserves sous forme d'encaisses-or, ont accumulé, de 1961 à 1966, des avoirs en devises pour l'équivalent de \$2 milliards; en revanche, les actifs en devises des autres pays du Groupe, qui s'étaient accrus de \$2,6 milliards au cours des années 1955-60, n'ont pratiquement pas augmenté après 1961. Cette stabilité reflète certes une certaine réticence à accumuler des avoirs en dollars, mais elle est aussi due au fait que, tout en procédant à d'importants achats d'or, les pays du Groupe des Dix autres que la Grande-Bretagne et les Etats-Unis ont mis \$3 milliards de ressources supplémentaires à la disposition du F.M.I. L'augmentation des avoirs en devises des deux centres de réserves s'explique, elle, très largement, par l'existence de transactions spéciales qui sont devenues un élément important du fonctionnement du système monétaire international.

De 1955 à 1960, l'accroissement des réserves s'était manifesté par l'adjonction d'or nouveau aux encaisses, et par l'acquisition d'avoirs traditionnels en devises (dollars principalement) — tels que Bons du Trésor, dépôts en banque, etc. La création de réserves comme suite à l'octroi de crédits par le Fonds Monétaire avait été limitée, et rares avaient été les opérations spéciales ayant agi sur le volume global des réserves dans un sens ou dans l'autre. Parmi ces opérations figure, toutefois, la liquidation de l'Union Européenne de Paiements qui a eu pour effet de consolider les positions courantes dans l'Union en dettes à plus long

terme, réduisant ainsi de quelque \$550 millions les avoirs en devises étrangères des Etats participants. De leur côté, les Etats-Unis ont acheté \$800 millions d'or au F.M.I. contre délivrance de titres du Trésor, augmentant ainsi leurs réserves d'un montant correspondant. Au point de vue des réserves globales, ces deux transactions se sont largement compensées; il est donc permis d'affirmer que, de 1955 à 1960, l'accroissement des réserves s'est effectué de façon presque automatique par le jeu des mécanismes traditionnels.

De 1961 à 1966, au contraire, diverses opérations spéciales impliquant création de liquidités dans le cadre d'arrangements spécifiques, ont joué un rôle majeur dans l'augmentation du volume global des réserves. Ces transactions ont été presque entièrement engagées à l'intérieur du Groupe des Dix. Elles s'expliquent en partie:

1) par les efforts déployés aux Etats-Unis pour limiter les sorties d'or résultant surtout du déficit des paiements extérieurs, mais provenant aussi, parfois, du transfert d'avoirs en dollars d'un pays vers l'autre;

2) par la mise à la disposition de la Grande-Bretagne des ressources dont celle-ci avait besoin pour défendre le cours de la livre, en présence de déficits extérieurs et de mouvements de défiance envers le sterling.

Ces opérations spéciales peuvent aussi être considérées, en partie, comme un moyen de fournir aux pays d'Europe en surplus des avoirs qu'ils pouvaient accepter lorsqu'ils ne voulaient pas accroître indûment leurs avoirs en dollars, ou intensifier les pressions auxquelles l'encaisse-or des Etats-Unis était soumise.

Les transactions spéciales ayant ainsi contribué à accroître les réserves comprennent l'émission par le Trésor des Etats-Unis d'obligations libellées en devises étrangères (Bons Roosa), l'utilisation de facilités de crédit de banque centrale à banque centrale (opérations de swap tout particulièrement) et le transfert aux réserves de la Grande-Bretagne du produit de la mobilisation de valeurs américaines conservées en portefeuille par le Trésor britannique. Du point de vue statistique, l'incidence de ces transactions sur le niveau des réserves globales correspond, en général, au montant même des opérations. Il en est ainsi, par exemple, lorsqu'à l'occasion d'un swap de banque centrale à banque centrale, les ressources avancées sont effectivement prélevées sur les réserves monétaires du pays créancier. Un swap dollars contre sterling, impliquant un prélèvement de dollars par la Banque d'Angleterre sur les avoirs de la Bundesbank, provoque ainsi un accroissement des réserves de la Grande-Bretagne, sans que celles de la Bundesbank soient modifiées, puisque des avoirs en livres viennent remplacer les dollars prêtés. Lorsqu'en revanche aucune des parties à l'opération de swap

n'engage des ressources prélevées sur ses encaisses (c'est le cas pour les transactions entre la Banque d'Angleterre et le Système de Réserve Fédérale), les actifs des deux pays augmentent, et les réserves globales s'accroissent d'un montant égal au double de celui de la transaction bilatérale.

Les données chiffrées (fin 1966) concernant la création de réserves par voie de transactions spéciales sont indiquées dans le tableau ci-après. Ensemble, les opérations spéciales sont à l'origine de plus d'un tiers de l'accroissement des réserves globales intervenu de 1961 à 1966, et des trois quarts de l'augmentation des avoirs officiels en devises. A l'intérieur du Groupe des Dix, elles ont été à la source de 69% de l'accroissement des réserves globales, et de plus de la totalité de l'accroissement des avoirs en devises (\$3,8 milliards contre \$2,2 milliards). En excluant les transactions spéciales, les pays du Groupe des Dix autres que la Grande-Bretagne et les Etats-Unis auraient, de 1961 à 1966, enregistré un fléchissement de \$700 millions de leurs avoirs officiels en devises.

Origines des augmentations de réserves globales.

	1955-60	1961-66
	en millions de dollars E. U.	
Or	3.115	2.860
Avoirs ordinaires en devises étrangères	2.075	1.385
Positions créditrices envers le Fonds Monétaire ayant leur origine:		
- dans des souscriptions en or	1.515	1.410
- dans des tirages d'Etats membres à l'intérieur des tranches de crédit	210	1.350
Valeurs non négociables du Trésor des Etats-Unis	—	430
Facilités de banque centrale à banque centrale	—	2.470
Portefeuille de valeurs américaines appartenant au Trésor britannique	—	885
Total	6.915	10.790

Alors que ces opérations contribuaient à accroître les réserves globales, les pays du Groupe des Dix ont eu aussi recours à des transactions produisant un effet inverse, c'est-à-dire limitant la croissance des réserves. En premier lieu figurent les remboursements anticipés de dettes extérieures (principalement envers les Etats-Unis); ceux-ci ont atteint quelque \$2,1 milliards de 1961 à 1966 non compris les remboursements effectués à leur échéance normale. D'autre part, diverses autorités monétaires ont acquis des avoirs à l'étranger non comptabilisés dans les réserves. Une question de définition est ici en jeu, bien évidemment; la majeure partie des avoirs ainsi constitués (\$1,3 milliard environ fin 1966 au total) sont moins liquides que ceux normalement inclus dans les réserves. Ils représentent fréquemment le placement à longue échéance d'avoirs dont les pays n'ont pas un proche besoin et qui ne constituent pas ainsi des réserves au sens strict.

En l'absence des deux séries de transactions ainsi décrites, les statistiques auraient fait apparaître, de 1961 à 1966, une augmentation de réserves globales supérieure de \$3,4 milliards à celle qui a été effectivement enregistrée.

Naturellement, le décompte ci-dessus de l'incidence des opérations spéciales sur les réserves présente avant tout un caractère statistique. En l'absence de ces transactions, la situation des paiements internationaux et l'évolution des réserves globales se seraient présentées sous un aspect très différent.

* * *

La croissance des réserves globales a été analysée avec quelque détail parce que sa signification doit être recherchée, dans une large mesure, dans la nature des avoirs accumulés et dans leur répartition entre pays participants. Même ainsi, les conclusions à tirer d'un tel examen et leurs conséquences pour l'avenir peuvent être très diversement interprétées.

En raison de l'importance des transactions spéciales, les réserves globales constituent de nos jours un ensemble moins homogène et moins significatif que dans le passé. Etant donné, en effet, que les avoirs formant la contrepartie d'arrangements de crédit entre autorités monétaires ne sont pas, à certains égards, facilement mobilisables, ils n'offrent pas le même degré de « liquidité » que les réserves traditionnelles. Cette lacune ne présente peut-être pas d'importance tant que le volume de tels actifs reste relativement faible. Un problème pourrait se poser, en revanche, si de ces actifs devait dépendre la croissance continue des réserves globales.

Il est d'autre part évident que l'évolution des six années écoulées ne peut manifestement pas être retenue comme démontrant un « besoin » de réserves globales, ne serait-ce qu'à en juger par l'étendue des opérations entreprises en vue de limiter des accumulations. L'accroissement effectif des réserves s'est profondément ressenti des déficits de paiements des deux pays à monnaies clés. Comme ces déficits auraient pu être considérablement réduits, la croissance des réserves aurait pu être également contenue dans des limites plus faibles et rester cependant adaptée au « besoin ».

Malgré tout il demeure que l'apport d'or et les avoirs traditionnels en devises étrangères ont joué, au cours de la période étudiée, un rôle de second plan dans l'accroissement des réserves globales; à elles seules, ces deux composantes ont fourni 1,1% seulement de la progression enregistrée. L'augmentation effective de 2,8% a donc reposé sur l'octroi de facilités par le Fonds Monétaire et sur des transactions spéciales impliquant la création de réserves. Il est difficile de concevoir un système monétaire international fonctionnant, à longue échéance, sans à-coups,

sur la base d'un accroissement de réserves limité au premier de ces deux chiffres. En ce sens, il ne paraît pas déraisonnable de dire que les opérations de crédit entre autorités monétaires ont, au moins dans une certaine mesure, reflété des besoins de réserves de caractère global.

Si l'existence d'un stock suffisant de réserves globales est, de toute évidence, un élément des « besoins » de réserves, l'histoire montre également que le système monétaire international est aussi dépendant d'un accroissement assez régulier de ce stock. Cette dépendance se manifeste moins parce que les participants poursuivent systématiquement une politique d'accroissement de leurs réserves, que par leur désir d'éviter des déficits de paiements et des pertes d'actifs. En fin de compte, les réserves totales ont tendance à augmenter. Le présent dilemme du système monétaire international est que, du fait de la raréfaction de l'offre d'or monétaire, cet approvisionnement des réserves dépend de la persistance du déficit des comptes extérieurs des Etats-Unis. La redistribution des réserves monétaires au cours des années 1950 a eu à maints égards des aspects favorables en contribuant à renforcer le système monétaire international; en revanche, il n'a pas été possible de trouver le moyen de corriger le déséquilibre des paiements depuis 1960, à un moment où la poursuite du mouvement de redistribution n'était pas désirable.

Il est aussi significatif que les problèmes devant lesquels le système monétaire international a été placé, ainsi que les mesures appliquées pour les résoudre, ont été centrés sur le Groupe des Dix. Les autres pays ont enregistré, dans l'ensemble, un accroissement satisfaisant de leurs réserves sans le secours de transactions spéciales. Si, toutefois, les réserves globales cessaient de s'accroître, nombre de ces pays subiraient vraisemblablement des répercussions défavorables.

Pour juger de l'évolution future, plusieurs constatations s'imposent: l'apport d'or monétaire fléchit; l'acceptation des devises de réserves est aussi liée à cet apport; la croissance des réserves globales du fait de ces deux sources sera vraisemblablement moindre que dans le passé. Il est clair, d'autre part, que les prélèvements sur l'encaisse-or des Etats-Unis ne pourront se prolonger longtemps à la cadence antérieure. Dans quelle mesure ces pertes d'or seront réduites par une compression du déséquilibre extérieur des Etats-Unis et dans quelle mesure elles le seront par le recours à des transactions spéciales demeure incertain.

L'avenir n'est pas non plus trop clair en ce qui concerne l'incidence des opérations de crédit entre autorités monétaires sur le volume des réserves globales. Tous ces crédits sont assortis d'une obligation de remboursement et, lorsque celle-ci est remplie, les réserves globales diminuent. C'est ce qui s'est très largement passé au premier trimestre de 1967, lors du remboursement par la Grande-Bretagne de l'aide accordée par les banques centrales étrangères. Le fléchissement des réserves

globales qui en est résulté a été manifestement, en tant que tel, de peu d'importance et l'extinction des dettes a, au contraire, renforcé la situation. Le fonctionnement du réseau de swaps constitué par le Système de Réserve Fédérale donne une idée de l'amplitude des fluctuations des encours de crédits entre autorités monétaires. Le total des tirages par divers pays sur les facilités de swap existantes a atteint la contre-valeur de \$7,7 milliards. A fin mars 1967, ces tirages étaient remboursés en totalité. Avec le temps le système monétaire international a tout de même fonctionné dans des conditions telles que la croissance des réserves a été une force permanente, et en dépit de fluctuations d'amplitude ou de changements dans les modes de financement, le volume total des réserves empruntées a eu tendance à augmenter. Il est à présumer que cette tendance se maintiendra pendant le reste de 1967.

Enfin il serait quelque peu erroné d'opposer l'état de chose actuel à un futur stade où les apports de réserves en provenance de sources traditionnelles pourraient être insuffisantes. Ces sources ont fait l'objet de compléments depuis six ans déjà, et tout porte à croire que le processus va se poursuivre.

DEUXIÈME PARTIE.

EXAMEN DE L'ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE.

I. ÉVOLUTION ET POLITIQUE DU CRÉDIT.

A la suite du resserrement brutal des conditions d'accès au crédit sur le marché international et les principales places financières, les taux d'intérêt se tenaient, vers la fin de l'été 1966, à des niveaux rarement atteints dans l'histoire moderne. Tout en étant liées à certains égards, les hausses ont été dues à l'apparition simultanée de phénomènes, de caractère en grande partie autonome, aux Etats-Unis, en Grande-Bretagne et en République fédérale d'Allemagne. Ces pays, qui subissaient tous des pressions inflationnistes d'origine interne, et enregistraient en même temps des déficits extérieurs, ont utilisé les moyens d'action de la politique monétaire de façon intensive pour reprendre la situation en main. Dans nombre de pays voisins, Canada, Pays-Bas, Suède et Suisse, la situation a évolué à peu près parallèlement.

Les taux des marchés monétaires nationaux, et avec eux ceux de l'Euro-marché, ont suivi des courbes ascendantes rigoureusement parallèles de la fin 1965 à l'été 1966. La révision en hausse du taux officiel de réescompte aux Etats-Unis et au Canada à la fin de 1965 avait été suivie d'une cascade de relèvements sur le continent au printemps 1966, et d'une augmentation à 7% du taux officiel de la Banque d'Angleterre en juillet. En outre, les taux de rendement des valeurs à long terme aux Etats-Unis, qui s'étaient vivement tendus à partir du milieu de 1965, ont atteint, en août 1966, leur niveau le plus élevé depuis des dizaines d'années. Dans de nombreux pays d'Europe occidentale, la hausse dans le compartiment à long terme, qui s'était manifestée plus tôt, s'est même intensifiée.

Le retour à des conditions plus faciles à partir de l'automne 1966 a été presque aussi impressionnant que le resserrement qui l'avait précédé. Les taux pratiqués dans les compartiments à court et à long terme se sont sensiblement détendus dans les pays où la montée précédente avait été la plus accentuée. Sur le marché des Euro-monnaies, le mouvement de recul a été amorcé par le reflux

massif des fonds empruntés par les Etats-Unis l'an dernier. D'une manière générale, les taux d'intérêt à long terme des diverses places d'Europe occidentale se sont orientés vers une plus grande uniformité. En revanche, il subsiste, entre les Etats-Unis et l'Europe occidentale, des écarts considérables.

* * *

Crédits bancaires et formation de moyens liquides.

En 1965 et pendant une bonne partie de 1966, la cadence d'expansion du crédit en Amérique du Nord et dans de nombreux pays d'Europe occidentale a manifestement dépassé celle de l'accroissement du produit national brut. Le tableau ci-après permet de faire une comparaison entre la création de moyens liquides par l'intermédiaire du système bancaire et les variations correspondantes du volume des créances sur le secteur public, le secteur privé et l'étranger. Il reflète par conséquent en partie la structure de la demande intérieure de concours bancaires, et aussi les succès remportés dans la mise en œuvre des moyens d'action de politique générale – politique monétaire, politique budgétaire et politique des revenus – en vue d'agir sur le volume des crédits distribués et sur la formation de moyens liquides. Toutefois, comme la demande de crédit s'est quelque peu ralentie vers la fin de 1966, les données chiffrées calculées sur une base annuelle fournissent des indications assez peu fidèles de l'évolution de la situation.

Dans nombre de pays, l'octroi de crédits bancaires au secteur public de l'économie, qui était devenu une source de plus en plus abondante de l'accroissement de la masse monétaire en 1965, a quelque peu fléchi en 1966. En Allemagne fédérale, au Danemark et en Italie notamment, le ralentissement des appels du secteur public au crédit bancaire a eu en partie sa source dans l'amélioration des résultats d'exécution du budget. En Belgique, en revanche, si la situation budgétaire s'est aussi améliorée, le gouvernement, pour soulager le marché des capitaux, a davantage recouru au système bancaire qu'en 1965 et a recommencé à emprunter à l'étranger.

Dans certains pays, le ralentissement du rythme d'accroissement des concours bancaires au Trésor a été dû en partie à des modifications des méthodes d'emprunt. En Suisse et en Italie, les autorités se sont procuré une fraction plus importante des moyens financiers dont elles avaient besoin par des émissions nettes de valeurs sur le marché des capitaux et, en République fédérale d'Allemagne, elles ont placé des valeurs à échéance rapprochée en dehors du système bancaire. En France, l'équilibre global du budget a fait place, en 1966, à un léger déficit; mais les emprunts du Trésor, dont la majeure partie du produit a été reprêtée à des

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, 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 fédérale .	1964	2,00	8,40	21,70	5,40	13,90	413,80	38,6
	1965	- 0,20	8,80	25,30	5,10	17,30	449,60	40,3
	1966	3,10	6,00	19,40	1,30	19,90	477,90	42,3
Autriche	1964	2,51	2,38	11,38	3,08	10,42	222,77	50,6
	1965	- 1,86	2,15	15,03	4,19	10,72	241,70	52,8
	1966	- 2,30 ²	2,46 ²	15,41 ²	2,42	11,20	260,50	54,4
Belgique	1964	8,90	9,00	10,70	19,70	6,10	773,82	45,7
	1965	6,80	16,10	13,90	21,10	11,60	836,96	46,0
	1966	- 5,60	18,30	22,50	21,00	12,90	902,00	46,1
Danemark	1964	0,82	- 0,98	3,42	1,40	1,53	61,91	48,2
	1965	0,12	0,88	2,36	1,70	1,19	69,47	47,4
	1966	0,22	0,14	4,47	2,23	2,04	76,67	48,2
Espagne	1964	21,00	28,10	90,00	60,30	78,00	1.062,90	67,4
	1965	- 3,60	32,80	125,50	62,30	82,40	1.287,40	66,4
	1966	-14,60	49,00	112,50	50,90	79,90	1.474,20	66,9
Finlande ³	1964	126	- 48	1.130	56	949	23.433	39,7
	1965	- 282	69	1.167	45	1.022	25.819	40,5
	1966	- 457	215	1.378	126	1.218	27.591	42,0
France	1964	3,80	- 0,32	10,66	12,21	2,61	431,90	39,5
	1965	3,33	1,28	12,04	15,27	2,77	461,40	40,6
	1966	1,83	1,03	14,40	13,64	5,05	497,50	41,6
Italie	1964	483	548	1.104	908	870	33.077	61,9
	1965	992	922	1.470	1.871	1.490	35.575	65,3
	1966	418	821	2.646	2.080	1.690	38.397	69,9
Norvège	1964	0,27	0,20	1,39	0,57	1,23	45,18	53,2
	1965	1,13	0,34	1,23	0,77	1,76	50,10	52,0
	1966	0,07	0,48	1,98	0,84	1,45	54,17	52,3
Pays-Bas	1964	0,11	0,17	1,08	1,15	2,42	61,83	58,8
	1965	0,08	0,89	1,47	1,70	2,50	68,65	59,4
	1966	- 0,27	1,17	1,09	1,18	2,43	75,88	58,4
Royaume-Uni ²	1964	- 578 ⁴	- 200	967	585	-	33.066	34,3
	1965	- 304 ⁴	550	570	909	-	35.426	34,3
	1966	10 ⁴	99	308	554	-	37.424	34,5
Suède	1964	1,06	- 0,36	4,82	1,27	3,83	92,97	67,3
	1965	0,12	- 0,67	3,92	1,08	1,64	102,16	65,4
	1966	0,56	1,57	5,19	1,44	4,81	110,80	64,7
Suisse	1964	0,85 ⁵	0,61	3,92	1,72	4,30	55,54	124,8
	1965	0,56 ⁵	0,86	4,46	1,09	4,73	59,88	125,8
	1966	0,41 ⁵	0,79	4,50	1,12	4,16	64,17	125,8
Etats-Unis	1964	- 0,10 ⁶	6,40	17,80	6,80	13,20	631,70	42,8
	1965	- 1,20 ⁶	8,90	26,40	7,30	19,40	681,20	43,1
	1966	- 0,60 ⁶	4,10	16,80	-1,30	11,10	739,60	42,5
Canada	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	52,11	35,9
	1966	0,34	0,65	0,75	0,80	0,53	57,78	34,8
Japon	1964	- 274	727	3.791	1.012	2.503	27.645	90,4
	1965	154	745	2.774	1.611	2.908	30.441	95,1
	1966	133	912	4.656	1.459	3.697	35.190	96,3

¹ Moyennes annuelles (sur la base de données trimestrielles). ² Octobre 1965-octobre 1966. ³ En millions d'unités de monnaie nationale. ⁴ Y compris les avoirs du Fonds d'Égalisation des Changes, la position nette de la Grande-Bretagne envers le F.M.I. et les avoirs nets des banques de dépôt. ⁵ Banque Nationale seulement. ⁶ Avoirs officiels, plus position nette envers le F.M.I.

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

branches de l'économie, ont été largement couverts en dehors du système bancaire, et les autorités ont pu ainsi réduire leurs engagements envers les banques. Aux Pays-Bas, au contraire, où la situation budgétaire s'est encore aggravée, le gouvernement central a assuré son financement par des appels accrus au système bancaire, banque centrale comprise.

Aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, l'expansion des crédits bancaires au secteur public de l'économie a été moins accentuée l'an dernier, en dépit de l'aggravation du déséquilibre budgétaire dans le premier pays et de la persistance d'un déficit élevé dans le second. Aux Etats-Unis, les banques commerciales ont ralenti leurs achats de valeurs mobilières du secteur public, mais les particuliers et les organismes du secteur privé ont accru leur portefeuille de titres de cette catégorie. En Grande-Bretagne, les besoins de moyens financiers de l'Echiquier ont été surtout couverts par un accroissement des ventes de Bons du Trésor à des non-résidents, et par les ressources en sterling formant la contrepartie des ventes de devises du Fonds d'Egalisation des Changes.

Au Canada, en revanche, en ne tenant pas compte des opérations de la nouvelle Caisse de Retraites, la situation budgétaire du gouvernement central, des provinces et des collectivités locales s'est aggravée. Les besoins accrus de moyens liquides du secteur public ont été couverts en partie par le système bancaire et la banque centrale. Une évolution analogue a été relevée en Suède. Dans le cadre de l'action délibérée menée par les autorités du Japon pour stimuler l'activité, le déficit du budget s'est accru ; il a été financé en majeure partie par la vente d'obligations du Trésor au système bancaire.

Les encours des banques envers le secteur privé ont progressé plus lentement l'an dernier dans nombre de pays, d'abord parce que les restrictions de crédit ont été renforcées, ensuite parce que les demandes de facilités sont devenues moins actives. Le ralentissement de la demande de concours bancaires a été particulièrement accentué aux Etats-Unis, au Canada, en Grande-Bretagne, en République fédérale d'Allemagne et aux Pays-Bas. En Suisse et en Autriche, l'expansion des encours n'a pas été très supérieure à celle de 1965. Dans nombre de ces pays – Grande-Bretagne, Pays-Bas, et Suisse – l'expansion des encours envers le secteur privé était plafonnée.

Au contraire, le rythme d'accroissement des avances au secteur privé de l'économie s'est accéléré dans des pays où l'activité avait été déprimée pour des raisons cycliques – Belgique, France, Italie, Japon – et aussi dans les pays scandinaves et en Finlande.

Il existe une interdépendance entre l'expansion des encours des banques et la formation de moyens liquides. Ce processus est limité, à la marge, par les

interventions de la banque centrale visant à régulariser la position de liquidité des banques, en fonction des mouvements de la balance des paiements, de l'incidence des opérations financières du Trésor et d'autres facteurs. En principe, un resserrement du crédit se traduit par un ralentissement de la cadence d'augmentation de la masse des moyens liquides par rapport à celle de la croissance du produit national brut, et par une tension des taux d'intérêt à long terme. Le rétablissement d'une plus large aisance monétaire produit des effets opposés. Les résultats notés dans la plupart des pays étudiés montrent qu'en général le volume des moyens liquides et les taux d'intérêt à long terme varient en raison inverse. A noter toutefois qu'en République fédérale d'Allemagne, par exemple, la préférence pour la liquidité a atteint, en 1966, un tel degré qu'on a enregistré une forte hausse des taux de rendement des valeurs à long terme, pendant que le pourcentage d'augmentation des disponibilités monétaires et quasi monétaires était bien supérieur à celui de l'accroissement du produit national brut. Au Danemark, également, et en dépit de taux d'intérêt élevés, une fraction plus importante des ressources des particuliers a été confiée aux banques.

Mouvements comparés des taux d'intérêt.

La hausse des taux du marché monétaire des Etats-Unis en 1966 a prolongé, dans un climat différent il est vrai, une progression amorcée depuis 1962. Au cours de cette période, le taux officiel de réescompte a été porté de 3 à 4½% en trois étapes, dont la dernière en décembre 1965. Les plafonds des taux d'intérêt créditeurs pour les dépôts à terme prévus par la Réglementation Q ont été relevés beaucoup plus fortement (de 2½ à 5½% pour les dépôts de 3 à 6 mois). Ces révisions en hausse étaient essentiellement motivées, au début, par le souci d'agir sur les mouvements internationaux de capitaux à court terme dans un sens favorable à la balance des paiements des Etats-Unis. A partir de décembre 1965, les considérations d'ordre intérieur ont revêtu une importance décisive.

Les taux à long terme ont suivi, en revanche, une évolution assez différente. Après avoir légèrement augmenté entre la fin 1962 et le printemps 1964, les taux de rendement des obligations du Trésor avaient fait preuve d'une très grande stabilité. A partir de l'été 1965, ils se sont fortement tendus sous la pression d'une demande excessive des emprunteurs, et le mouvement s'est poursuivi jusqu'au mois d'août 1966.

De 1962 à 1966, l'écart entre les taux du marché monétaire et du marché financier s'est progressivement comblé aux Etats-Unis. En fait, au cours de la

Mouvements comparés des taux d'intérêt de 1962 à 1967.¹

Pays	Taux du marché monétaire ²					Taux de rendement à long terme des obligations d'Etat				
	Fin 1962	Milieu de 1965	Août 1966	Mars 1967	Variation de 1962 à mars 1967	Fin 1962	Milieu de 1965	Août 1966	Mars 1967	Variation de 1962 à mars 1967
	en pourcentage				en points	en pourcentage				en points
Pays-Bas	2,02	4,18	5,03	4,76	+ 2,74	4,19	5,24	6,53	5,83	+ 1,64
Danemark . . . . .	.	.	.	.	.	6,45	7,61	8,05	8,05	+ 1,60
Suisse	2,88	3,73	4,21	4,50	+ 1,62	3,12	3,92	4,24	4,72	+ 1,60
Allemagne fédérale	4,37	4,87	7,00	5,12	+ 0,75	6,10	7,10	8,60	7,20	+ 1,10
Belgique	2,73	3,57	3,95	3,45	+ 0,72	4,96	5,59	5,81	5,88	+ 0,92
Suède . . . . .	.	.	.	.	.	4,35	5,00	6,10	5,23	+ 0,88
Royaume-Uni	3,84	5,59	6,70	5,69	+ 2,05	5,61	6,65	7,17	6,39	+ 0,78
France	3,51	4,41	4,77	5,00	+ 1,49	5,31	5,47	5,98	6,08	+ 0,77
Italie . . . . .	.	.	.	.	.	4,88	5,46	5,55	5,56	+ 0,68
Etats-Unis	2,86	3,81	4,93	4,29	+ 1,43	3,87	4,14	4,80	4,45	+ 0,58
Canada	3,87	3,95	5,07	4,26	+ 0,39	5,07	5,16	5,91	5,45	+ 0,38

¹ Les possibilités de comparaison des taux d'intérêt entre les divers pays sont très limitées; elles portent plus sur l'échelonnement des mouvements dans le temps que sur les écarts absolus. ² Belgique, France: taux de l'argent au jour le jour; Pays-Bas, Royaume-Uni, Etats-Unis, Canada: Bons du Trésor à trois mois; République fédérale d'Allemagne, Suisse: taux des dépôts à trois mois.

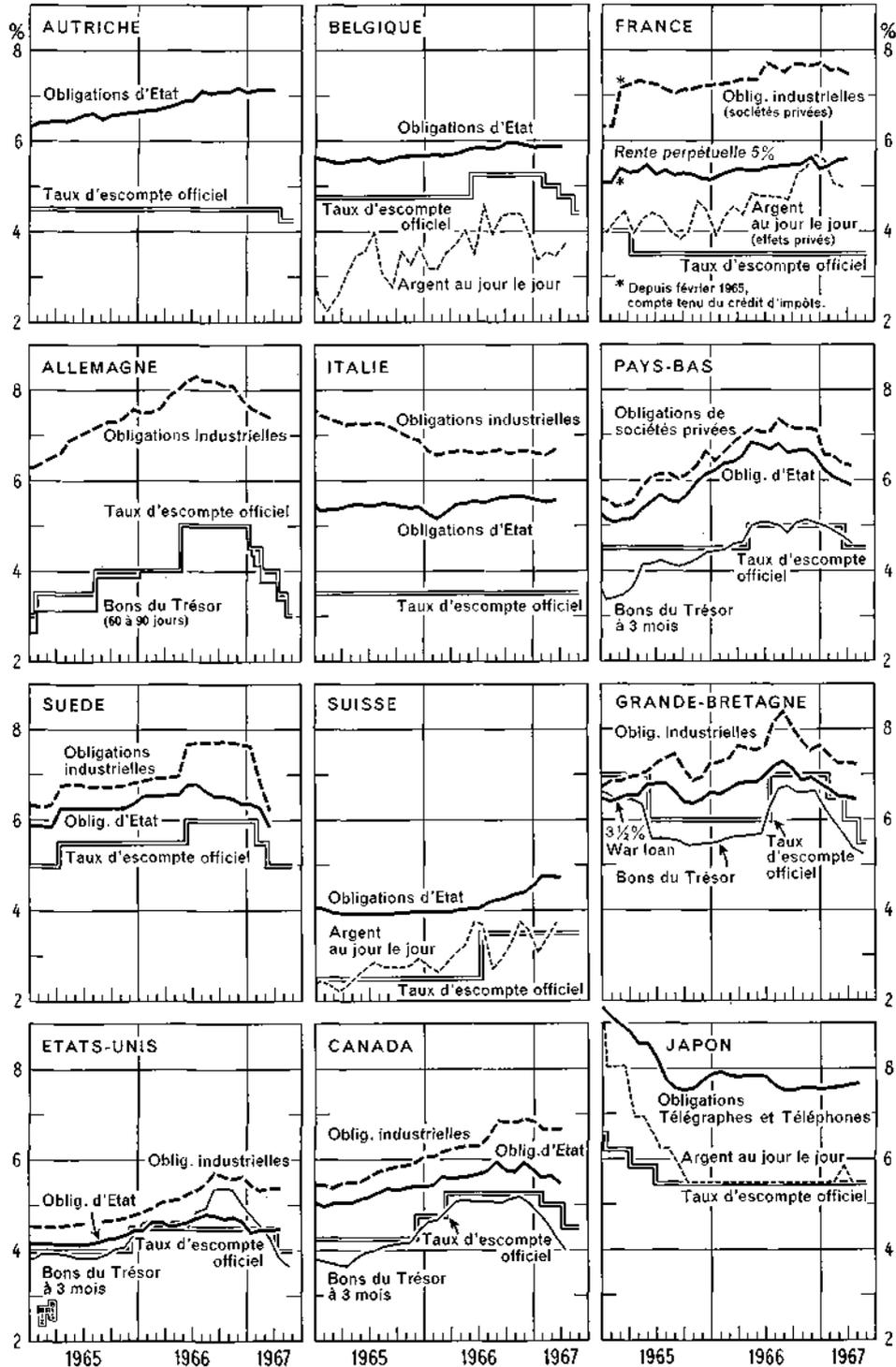
seconde partie de cette période, les rendements offerts par le marché monétaire étaient sensiblement supérieurs à ceux du compartiment à long terme.

La progression des taux du marché monétaire et du marché financier a commencé en Grande-Bretagne fin 1963, avec la forte reprise de l'activité à l'intérieur du pays. Le mouvement s'est poursuivi jusqu'à la fin de l'été 1966, bien qu'il ait été marqué par une poussée de hausse particulièrement vive au cours de la crise de fin 1964 et du début de 1965, suivie d'une détente vers la fin de 1965.

Dans l'ensemble, les taux des marchés monétaires du continent ont suivi de 1962 à 1966, la même tendance ascendante que ceux des Etats-Unis et de l'Euro-marché. Si les taux d'intérêt à court terme ont varié en liaison assez étroite c'est, entre autres, parce que des relations se sont établies entre les marchés monétaires nationaux, directement et par l'intermédiaire de l'Euro-marché. C'est aussi parce qu'en leur qualité de centres de réserves, les Etats-Unis et la Grande-Bretagne ont dû, pour des raisons tenant à la situation de leurs balances de paiements, veiller à ce que les fluctuations des taux sur leurs marchés monétaires s'accordent étroitement avec la situation économique des autres pays.

En revanche, l'écart entre les taux du marché financier des Etats-Unis et ceux de presque tous les pays d'Europe occidentale s'est élargi ces dernières années. De 1962 jusqu'au milieu de 1965, le taux de rendement des obligations du Trésor fédéral à long terme avait peu progressé. Il avait fortement augmenté, en revanche, pour des valeurs comparables, au Danemark, en République fédérale d'Allemagne, aux Pays-Bas et en Grande-Bretagne. Des hausses, plus limitées mais d'une étendue

Taux d'intérêt.



Modifications des taux d'escompte officiels depuis 1964.

Pays et date de modification	Taux d'escompte officiel	Pays et date de modification	Taux d'escompte officiel	Pays et date de modification	Taux d'escompte officiel
	en %		en %		en %
Allemagne fédérale		Etats-Unis		Portugal	
5 mai 1961	3	17 juillet 1963	3½	12 janvier 1944	2½
22 janvier 1965	3½	24 novembre 1964	4	1er septembre 1965	3
13 août 1965	4	6 décembre 1965	4½		
27 mai 1966	5	7 avril 1967	4		
6 janvier 1967	4½			Royaume-Uni	
17 février 1967	4			3 janvier 1963	4
14 avril 1967	3½	France		27 février 1964	5
12 mai 1967	3	14 novembre 1963	4	23 novembre 1964	7
		8 avril 1965	3½	3 juin 1965	6
Autriche				14 juillet 1966	7
27 juin 1963	4½	Islande		26 janvier 1967	6½
18 avril 1967	4½	29 décembre 1960	9	16 mars 1967	6
		1er janvier 1965	8	4 mai 1967	5½
Belgique		1er janvier 1966	9		
31 octobre 1963	4½			Suède	
3 juillet 1964	4½	Japon		14 juin 1963	4
2 juin 1966	5½	20 avril 1963	5,84	31 janvier 1964	4½
2 février 1967	5	18 mars 1964	6,57	6 novembre 1964	5
23 mars 1967	4½	9 janvier 1965	6,205	9 avril 1965	5½
11 mai 1967	4½	3 avril 1965	5,84	10 juin 1966	6
		26 juin 1965	5,475	3 février 1967	5½
Canada				10 mars 1967	5
12 août 1963	4	Pays-Bas			
24 novembre 1964	4½	8 janvier 1963	3½	Suisse	
6 décembre 1965	4½	8 janvier 1964	4	26 février 1959	2
14 mars 1966	5½	4 juin 1964	4½	3 juillet 1964	2½
30 janvier 1967	5	2 mai 1966	5	6 juillet 1966	3½
7 avril 1967	4½	15 mars 1967	4½		
Danemark					
13 novembre 1963	5½				
11 juin 1964	6½				

supérieure à celle notée aux Etats-Unis, ont été observées en Belgique, en Italie et en Suède. En Suisse, le mouvement de hausse des taux de rendement, qui avait démarré à partir d'un niveau moins élevé qu'aux Etats-Unis, a été presque aussi accentué qu'en République fédérale d'Allemagne et aux Pays-Bas. La France est le seul pays où l'augmentation n'a pas été plus forte qu'aux Etats-Unis.

Entre le milieu de 1965 et le mois d'août 1966, le taux de rendement des obligations à long terme du Trésor des Etats-Unis a fortement monté, passant de 4,14 à 4,80%; mais, pendant cette période, les taux de rendement ont accusé, dans quelques pays du continent (République fédérale d'Allemagne, Pays-Bas et Suède), une progression encore plus étendue. En France, en Grande-Bretagne et au Danemark, l'augmentation a été plus ou moins semblable à celle enregistrée aux Etats-Unis. Dans d'autres pays (Belgique, Italie, Suisse), la montée a été beaucoup moins considérable. En dépit de son caractère impressionnant, l'augmentation des taux de rendement des valeurs à long terme aux Etats-Unis s'est située, en fin de compte, aux environs du milieu de l'échelle des mouvements enregistrés dans le monde l'an dernier.

Au cours de la phase la plus récente qui a duré d'août 1966 au printemps 1967, les taux de rendement des valeurs à long terme se sont détendus aux Etats-Unis et dans un certain nombre de pays d'Europe occidentale. En Allemagne fédérale, en Suède, aux Pays-Bas et en Grande-Bretagne, le mouvement de détente a été très accentué, beaucoup plus qu'aux Etats-Unis. En Suisse, cependant, les taux de rendement, qui étaient demeurés peu élevés par rapport à ceux des autres pays d'Europe, ont continué de progresser pendant la période considérée. En Belgique, en France et en Italie, les taux de rendement des valeurs à long terme, qui étaient déjà supérieurs à ceux des Etats-Unis ont fait preuve de stabilité ou ont augmenté quelque peu.

Une première explication de la hausse relativement importante des taux d'intérêt à long terme en Europe occidentale depuis 1962 est que l'accroissement accéléré des dépenses publiques, combiné avec l'octroi de relèvements de salaires d'un pourcentage bien supérieur à celui de l'augmentation de la productivité, ont provoqué un affaiblissement des différents ratios de l'épargne. En liaison avec ce phénomène, la persistance de tensions inflationnistes a accentué la préférence pour la liquidité. Une autre raison doit être recherchée dans les mesures prises aux Etats-Unis pour redresser la balance des paiements. Aux termes du programme de limitations volontaire des sorties de capitaux, les entreprises industrielles et commerciales des Etats-Unis peuvent, en empruntant à l'étranger, dépasser les plafonds individuels fixés pour leurs investissements directs, en même temps qu'elles sont en mesure d'améliorer, ainsi qu'elles y ont été invitées, leur propre position à l'égard de l'étranger en matière de paiements. L'aggravation, à compter de janvier 1967, du régime de la taxe d'égalisation des taux d'intérêt a incité les épargnants des Etats-Unis à investir leurs fonds à l'intérieur du pays pendant que les emprunteurs étrangers (qui doivent, depuis la même date, payer un supplément de taux d'un point et demi au lieu d'un point) se tournent de plus en plus vers les marchés nationaux d'Europe et vers le marché international des capitaux.

On soulignera enfin que l'écart entre les taux d'intérêt à long terme pratiqués sur les différentes places d'Europe occidentale est le plus réduit qui ait été noté depuis ces dernières années. Cette réduction est due, en premier lieu, à l'intensité de la poussée de hausse aux Pays-Bas, en Suède et en Suisse, où les taux de rendement étaient peu élevés par rapport au reste des pays du monde, et en second lieu à un certain fléchissement de la conjoncture en Belgique, en France, en République fédérale d'Allemagne et en Italie. En France, la modération en matière budgétaire a également contribué à faire obstacle à l'augmentation des taux de rendement dans le compartiment à long terme. En outre, depuis l'été dernier, la situation des finances publiques s'est également améliorée, dans ses éléments essentiels, en Belgique, en Allemagne fédérale et en Italie.

Marchés nationaux et marché international des capitaux.

En période de resserrement monétaire, la participation du système bancaire à la distribution de l'ensemble des crédits tend normalement à diminuer. Les emprunteurs constatent qu'ils doivent intensifier leurs appels au marché des capitaux, et les banques, soucieuses de maintenir le rythme d'octroi des avances ordinaires, sont amenées à réduire le montant de leurs achats nets de valeurs mobilières. En même temps, avec le recul des cours de bourse et la montée des taux de rendement des valeurs à revenu fixe, des épargnants autres que les banques, organismes de collecte de l'épargne en particulier, interviennent progressivement dans le compartiment à long terme en vue de mettre en portefeuille des valeurs à des conditions avantageuses. Le ralentissement de la cadence de formation des dépôts réduit les possibilités, pour les banques, de créer des crédits par le jeu du multiplicateur bancaire, et l'expansion du crédit par l'ensemble du système financier est par là même limitée.

L'augmentation du volume des émissions nouvelles aux Etats-Unis, en Grande-Bretagne et au Canada a reflété fidèlement l'an dernier le processus qui vient d'être décrit. Dans les deux premiers pays, la progression a été due, dans une large mesure, à une recrudescence des emprunts du secteur privé. Au Canada, en revanche, le secteur public, provinces et collectivités locales en particulier, a déployé une activité accrue dans le compartiment des émissions de valeurs nouvelles.

Dans les pays du continent où des restrictions monétaires ont été mises en vigueur, les flux de fonds ont eu plus souvent tendance à se diriger vers les dépôts à échéance fixe et les dépôts d'épargne que vers le marché des émissions de valeurs nouvelles. Cette observation s'applique tout particulièrement à la République fédérale d'Allemagne où la préférence pour la liquidité atteignait un degré élevé, et où les organismes collecteurs de l'épargne n'apportaient au marché qu'un soutien restreint. En Suisse, les offres de valeurs ont été réduites grâce à l'application d'un système de contingentement. Au Danemark, l'afflux d'offres de valeurs nouvelles a été contenu à la suite de la conclusion d'un accord entre les organismes de prêt hypothécaire. Aux Pays-Bas, en revanche, le marché des capitaux a traité l'an dernier un volume de fonds relativement plus abondant, mais la majeure partie des opérations ont revêtu la forme de prêts privés et non pas celle d'offres de valeurs au public. En Suède, le placement d'un volume de titres plus considérable a été facilité par des achats d'organismes collecteurs de l'épargne (compagnies d'assurance du secteur public en particulier).

En raison du maintien des facilités d'accès au crédit en Italie et au Japon, l'accroissement de l'offre de valeurs a trouvé sa contrepartie dans d'importants achats effectués une fois de plus par les banques. En France, le marché des émissions

Marchés nationaux des capitaux: Montant net des émissions.

Pays	Années	Secteur public		Secteur privé ¹		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 fédérale	1964	1,51 ²	1,76	2,24	10,24	0,89 ³	16,64	3,2	4,0
	1965	1,15 ²	1,96	3,96	9,36	1,36 ³	17,79	3,3	4,0
	1966	0,36 ²	0,06	2,89	5,10	0,62 ³	8,83	1,8	1,9
Belgique . . .	1964	7,89	12,82	11,99	5,66	0,17	38,52	2,3	5,0
	1965	17,21	12,27	11,41	15,25	0,26	56,40	3,2	6,7
	1966	12,96	13,94	11,96	15,47	.	54,33	3,0	6,0
Danemark . . .	1964	- 0,18	—	0,24	3,49	—	3,55	6,0	5,7
	1965	- 0,14	—	0,30	4,82	—	4,99	7,4	7,2
	1966	- 0,16	—	0,23	4,20	—	4,27	5,8	5,6
Espagne	1964	15,00	8,33	20,12	19,93	—	63,36	3,8	6,0
	1965	27,51	9,10	34,76	25,93	—	97,30	5,4	8,7
	1966	24,44	9,00	40,08	26,19	—	99,71	5,2	7,8
France	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
	1966	0,00	0,84	3,66	7,66	0,20	12,36	2,3	2,5
Italie	1964	70	159 ⁴	555	1,221	—	2,005	5,4	6,1
	1965	161	501 ⁴	406	1,295	14	2,377	4,8	6,7
	1966	1,551 ⁴		470	1,197	72	3,290	4,5	8,6
Pays-Bas	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	2,1
	1966	- 0,02	0,66	0,06	0,80	- 0,07	1,43	1,0	1,9
Royaume-Uni . . .	1964	- 0,11 ⁵	0,09	0,23	0,29	0,06	0,56	1,8	1,7
	1965	0,22 ⁵	0,21	0,07	0,37	0,02	0,89	1,3	2,5
	1966	0,23 ⁵	0,19	0,19	0,50	- 0,02	1,09	1,8	2,9
Suède	1964	0,11	0,37	0,49	3,15	—	4,11	3,9	4,4
	1965	- 0,29	0,20	0,93	2,81	—	3,66	3,7	3,6
	1966	- 0,14	0,15	0,72	4,83	—	5,55	5,0	5,0
Suisse ⁶	1964	- 0,16	0,66	1,54	2,12	0,28	4,44	7,1	8,0
	1965	- 0,22	0,75	1,54	1,81	0,26	4,14	6,0	6,9
	1966	0,00	0,90	1,21	1,59	0,42	4,12	5,0	6,4
Etats-Unis ⁷ . . .	1964	0,80 ⁸	5,10	3,30	6,60	1,20 ⁹	17,00	1,8	2,7
	1965	- 4,70 ⁸	6,10	3,10	8,10	1,50 ⁹	14,10	1,9	2,1
	1966	- 1,20 ⁸	5,50	4,40	11,30	1,30 ⁹	21,30	2,3	2,9
Canada	1964	0,56	0,88	0,33	0,56	—	2,32	1,9	4,9
	1965	- 0,06	0,67	0,45	0,92	—	1,99	2,6	3,8
	1966	0,42	1,32	0,53	0,51	—	2,77	1,8	4,8
Japon	1964	— 17	69	860	904 ¹⁰	—	1,816	6,4	6,6
	1965	— 10	151	277	1,391 ¹⁰	—	1,809	5,5	5,9
	1966	— 797	217	433	1,575 ¹⁰	—	3,022	5,7	8,6

¹ Y compris les émissions des organismes de crédit semi-publics et des industries nationalisées. ² Variation des avoirs du marché en titres d'emprunt et en effets à moyen terme. ³ Y compris les émissions vendues à des étrangers; à ce sujet, voir note ² du tableau de la page 64. Le chiffre de 1966 ci-dessus ne comprend pas les émissions de valeurs de sociétés américaines en échange d'actions de sociétés allemandes. ⁴ Y compris les emprunts indirects du Trésor. ⁵ Variations des avoirs du public en titres négociables de la dette (à l'exclusion des Bons du Trésor). ⁶ Y compris les émissions non placées dans le public. ⁷ D'après les statistiques du Federal Reserve System concernant les flux de fonds, non compris les prêts hypothécaires. ⁸ Variation des avoirs du public en titres négociables de la dette à échéance d'un an ou plus. ⁹ En chiffres bruts. ¹⁰ Comprend des obligations émises par des entreprises du secteur public.

nouvelles a fait preuve d'une activité à peu près comparable à celle de 1965. Toutefois, une fraction plus importante des ressources d'épargne a été placée sous d'autres formes (épargne-logement comprise) en dehors du système bancaire. En Belgique, le fléchissement d'activité du marché des émissions a été dû, dans une large mesure, à une réduction des appels à l'emprunt du gouvernement central compensée, pour une faible partie seulement, par une recrudescence des prêts privés et d'autres formes d'emprunt.

Mis à part le mouvement de hausse enregistré en Italie et au Japon au début de 1966, les cours des actions ont très nettement fléchi dans la plupart des pays. Ce phénomène a eu une cause commune: le resserrement du crédit et la montée des taux d'intérêt à long terme. Si le recul a été accompagné en partie d'une recrudescence des offres de valeurs à revenu variable aux Etats-Unis, en Grande-Bretagne et au Canada, tout autre a été la situation en Europe du continent, où les émissions d'actions ont presque partout fortement diminué. Du point de vue des sociétés émettrices du continent, la diminution des offres a été due incontestablement au fait qu'à la suite de quelques années de faiblesse les cours des actions étaient très déprimés. Du côté des détenteurs de capitaux, un facteur spécial a été le développement de l'activité du compartiment des émissions internationales d'obligations, qui a détourné des marchés nationaux des ressources d'épargne en quête de placements à long terme. Avec l'assouplissement des conditions d'accès au crédit et la détente des taux d'intérêt vers la fin de 1966, les cours des valeurs à revenu variable se sont inscrits en reprise, aux Etats-Unis, au Canada et en Grande-Bretagne principalement.

En ce qui concerne les émissions de valeurs étrangères sur les marchés nationaux, on trouvera dans le tableau de la page 61 des renseignements sur leur volume net, pour certains pays considérés séparément, et dans le tableau de la page 64 des données permettant de les situer dans le cadre plus vaste des émissions internationales. Seuls les marchés des capitaux de la Suisse, des Pays-Bas et de la République fédérale d'Allemagne ont accusé, à côté de celui des Etats-Unis, un volume assez important d'émissions du type traditionnel. Dans tous les pays d'Europe occidentale, République fédérale d'Allemagne exceptée, les projets d'émission de valeurs étrangères doivent être soumis à l'approbation préalable des pouvoirs publics. Aux Etats-Unis, les émissions pour compte étranger donnent lieu, à quelques exceptions près, à l'application de la taxe d'égalisation des taux d'intérêt. Ces dernières années, les autorités suisses et néerlandaises ont limité les émissions de valeurs étrangères afin d'alléger les charges qui pesaient sur leurs marchés financiers. En République fédérale d'Allemagne, le niveau élevé des taux d'intérêt est le principal obstacle à l'émission de valeurs pour compte étranger. Le volume des offres de valeurs étrangères sur les marchés des capitaux d'Europe continentale et

sur celui du Royaume-Uni a atteint \$531 millions en 1966. En dehors d'une importante émission lancée en Allemagne fédérale par une société américaine dont l'activité s'étend au monde entier, on note une légère augmentation en Suisse; d'autre part, la France et l'Italie ont autorisé le placement sur leur marché de certaines émissions d'organismes internationaux.

Le volume des émissions étrangères aux Etats-Unis a atteint au total \$1.317 millions en 1966, c'est-à-dire \$100 millions de moins environ qu'en 1963, année de la mise en vigueur de la taxe d'égalisation des taux d'intérêt. Les émissions de valeurs européennes sur le marché des Etats-Unis, qui s'étaient élevées à \$347 millions en 1963, n'ont représenté que \$9 millions l'an dernier. En revanche, les émissions canadiennes, exonérées de la taxe moyennant certaines conditions, ont constitué 82 % du total des émissions étrangères sur ce marché en 1966, contre 54 % en 1963. A concurrence d'un certain maximum, le Japon bénéficie aussi de l'exonération; mais étant donné que sa balance des paiements a été excédentaire l'an dernier, il n'a emprunté de capitaux ni aux Etats-Unis, ni dans d'autres pays.

Les émissions internationales, après avoir fait un bond de \$120 millions en 1963 à \$1.192 millions en 1965, ont quelque peu fléchi l'an dernier, retombant à \$1.155 millions. A l'inverse des émissions « pour compte étranger » sur un marché financier isolé, ces opérations sont organisées par des consortiums internationaux, chargés de placer les valeurs offertes dans plusieurs pays. Les transactions ne sont pas assujetties à la délivrance d'autorisations spéciales dans les principaux centres d'émission. Les valeurs sont libellées en une ou plusieurs monnaies directrices, et leur placement dépend essentiellement de la liberté dont jouissent les résidents des divers pays pour acheter des valeurs étrangères. En 1966, le volume des placements de valeurs sur le marché international par des sociétés industrielles et commerciales s'est sensiblement accru; en revanche, les offres de titres émanant de gouvernements et d'organismes internationaux ont fléchi, cette catégorie d'émetteurs s'étant adressés en partie à des marchés nationaux. Les valeurs libellées en dollars des Etats-Unis ont représenté les deux tiers environ de l'offre totale; le solde était libellé en diverses monnaies, deutsche marks en particulier. Comme le taux de rendement effectif des nouvelles valeurs a continué d'augmenter jusqu'au début de l'automne, les sociétés émettrices ont progressivement raccourci l'échéance des valeurs offertes, afin d'éviter d'être grevées de charges d'intérêt élevées pendant des périodes prolongées. En septembre, le taux de rendement effectif des valeurs nouvelles à cinq ans d'échéance émises sur le marché international par des sociétés du secteur privé se tenait au-dessus de 7 %; il était de 6¾ % ou plus pour les obligations à échéance plus éloignée. Au printemps 1967, les nouvelles valeurs à cinq ans étaient assorties d'un taux de rendement effectif de 6-6¼ %, tandis que, pour les valeurs à échéance éloignée, le taux de 6¼-6½ % était le plus couramment pratiqué.

Emissions étrangères et émissions internationales d'obligations.¹

Emprunteurs	Années	Emissions étrangères sur les marchés nationaux					Emissions internationales ²	Total des émissions lancées à l'étranger
		Europe continentale ²	Royaume-Uni	Canada	Etats-Unis	Total		
en millions de dollars E.U.								
Europe continentale	1963	149	—	—	192	341	93	434
	1964	74	4	—	45	123	406	529
	1965	66	4	—	25	95	441	535
	1966	75	14	—	9	98	413	512
Royaume-Uni	1963	16	—	—	155	171	—	171
	1964	15	—	—	5	20	—	20
	1965	23	—	—	80	103	25	128
	1966	12	—	—	—	12	40	52
Canada	1963	—	—	—	762	762	—	762
	1964	—	—	—	767	767	—	767
	1965	—	—	—	959	959	—	959
	1966	—	—	—	1.081	1.081	—	1.081
Etats-Unis	1963	—	—	—	—	—	—	—
	1964	—	—	—	—	—	—	—
	1965	10	—	—	—	10	296	306
	1966	192 ³	—	—	—	192	474	666
Japon	1963	25	19	—	136	180	22	202
	1964	36	—	—	—	36	162	198
	1965	—	—	—	63	63	35	98
	1966	—	—	—	—	—	—	—
Reste du monde	1963	6	129	—	163	298	—	298
	1964	—	55	—	219	274	5	279
	1965	—	59	—	205	264	110	374
	1966	—	42	—	143	185	126	311
Organismes internationaux	1963	81	—	—	5	86	5	91
	1964	70	8	—	155	233	266	499
	1965	79	—	23	200	302	286	588
	1966	196	—	18	85	299	101	400
Total des émissions placées	1963	277	148	—	1.413	1.838	120	1.958
	1964	195	68	—	1.191	1.454	630	2.292
	1965	178	63	23	1.532	1.796	1.192	2.988
	1966	475	66	18	1.317	1.866	1.155	3.021

¹ Y compris les émissions non placées dans le public. Les emprunts lancés par des sociétés par l'intermédiaire de leurs filiales étrangères sont considérés en règle générale comme émanant du pays de la société mère. ² Les emprunts émis en Allemagne par des non-résidents après l'annonce, en mars 1964, de l'application d'une taxe de 25% sur les arrivages de valeurs à revenu fixe détenus par des non-résidents, sont généralement considérés comme des émissions internationales. Ces emprunts, étant exonérés de la taxe, ont été émis à des taux d'intérêt inférieurs à ceux en vigueur sur le marché intérieur; ils devaient être vendus principalement à des étrangers. ³ Titres de sociétés américaines émis en échange d'actions de sociétés allemandes (principalement par Texaco en échange d'actions de la Deutsche Erdöl).

Les sociétés exerçant leur activité aux Etats-Unis et leurs filiales étrangères ont sensiblement accru, l'an dernier, leurs émissions à l'étranger. En raison de l'éten- due de leurs programmes d'investissements directs, et de l'observation des directives sur la balance des paiements édictées aux Etats-Unis, ces sociétés ont placé sur le marché international \$474 millions de valeurs, contre \$296 millions en 1965. Les emprunts des sociétés américaines et de leurs filiales ont ainsi représenté plus des

deux cinquièmes du total des émissions internationales en 1966, contre un quart environ en 1965. Après avoir atteint un niveau élevé en 1964, les émissions des pays scandinaves ont fléchi en 1965 et ont accusé un nouveau recul en 1966. En revanche, les offres émanant d'emprunteurs de pays membres de la C.E.E., après avoir fortement progressé en 1965, ont légèrement diminué en 1966.

L'ensemble des émissions étrangères et des émissions internationales a représenté plus de \$3.020 millions en 1966. Si ce chiffre n'est que légèrement supérieur à celui de 1965, il a encore dépassé de plus de moitié les \$1.960 millions enregistrés en 1963. La quasi-totalité de l'accroissement intervenu pendant ces trois ans a porté sur les émissions internationales, dont le pourcentage du total est passé de 6% environ en 1963 à 38% en 1966. De plus, les Etats-Unis et le Canada sont intervenus à raison de plus de 90% dans l'augmentation globale de quelque \$1.065 millions. Les emprunteurs du continent européen, gênés à la fois par la taxe d'égalisation des taux d'intérêt et par les conditions plus difficiles régnant sur les principales places du continent, se sont largement tournés, à partir de 1964, vers les émissions internationales. En 1966, le Royaume-Uni n'a émis d'emprunts que pour un volume négligeable, et le Japon s'est tenu complètement à l'écart du marché. Les autres pays du monde ont participé dans une certaine mesure au développement récent du marché en recourant davantage aux émissions internationales, et ont aussi manifesté indirectement leur activité par l'intermédiaire des organismes internationaux.

Au cours des quatre premiers mois de 1967, les émissions de valeurs sur le marché international ont atteint \$623 millions au total, contre \$529 millions pendant la période correspondante de 1966. Sur ce montant, les émissions de sociétés américaines et de leurs filiales ont fléchi à \$130 millions (contre \$261 millions) et celles d'emprunteurs d'Europe occidentale ont progressé à \$338 millions (contre \$188 millions).

Evolution du crédit dans les différents pays.

Etats-Unis. La recrudescence d'activité des demandes de crédit émanant du secteur privé et l'aggravation du déficit d'exécution du budget fédéral appelaient, vers la fin de 1965, une nette orientation vers le resserrement monétaire. Au cours du second semestre de 1965, et d'après les données recueillies sur les flux de fonds à l'intérieur du pays, les avoirs en monnaie (billets et pièces) et le volume des dépôts à vue du secteur privé dans les banques avaient augmenté à une cadence annuelle de \$12,8 milliards (chiffre corrigé des variations saisonnières), contre

Etats-Unis: Apport total net des ressources aux marchés du crédit.

Secteurs et instruments financiers	1964	1965		1966	
		1er semestre	2ème semestre	1er semestre	2ème semestre
	en milliards de dollars E.U., cadence annuelle corrigée des variations saisonnières				
Accroissements des avoirs					
Secteur privé¹					
Monnaies et dépôts à vue	6,5	2,9	12,8	3,2	2,5
Dépôts à terme et dépôts d'épargne auprès des banques commerciales	13,0	19,2	19,8	17,0	7,6
des organismes d'épargne	15,8	12,8	13,4	7,3	7,3
Valeurs mobilières et autres créances négociables sur les marchés du crédit	8,4	10,2	9,3	20,7	21,5
Polices d'assurance privées et fonds de retraite	11,1	11,5	11,9	12,1	13,5
Divers ²	12,0	15,5	6,9	19,3	9,1
Total	66,8	72,1	74,1	79,6	61,5
Crédits accordés aux emprunteurs par l'intermédiaire des banques commerciales et du Système de Réserve Fédérale des autres organismes financiers d'investissements directs de caractère financier					
des banques commerciales et du Système de Réserve Fédérale	24,9	28,5	37,9	27,7	16,7
des autres organismes financiers	28,9	27,6	26,7	21,0	22,4
d'investissements directs de caractère financier	13,0	16,0	9,5	30,9	22,4
Total	66,8	72,1	74,1	79,6	61,5
Accroissement des engagements des emprunteurs					
Secteur privé¹					
Prêts bancaires et autres	10,7	17,9	18,6	20,0	15,3
Crédit à la consommation	8,0	9,8	9,1	8,1	5,7
Prêts hypothécaires	25,7	24,9	26,0	21,7	17,6
Titres de sociétés	5,4	5,7	5,1	13,6	9,3
Obligations des Etats et des collectivités locales	5,9	7,4	7,4	6,3	5,5
Gouvernement fédéral					
Effets publics à court terme	4,0	4,6	2,4	- 6,6	} 4,6
Autres valeurs	3,0	0,7	- 0,6	15,5	
Soldes liquides (augmentation = -)	- 0,2	- 2,2	4,2	- 1,9	2,9
Emprunteurs étrangers	4,4	3,3	1,9	2,4	1,2
Total	66,8	72,1	74,1	79,6	61,5

¹ Etablissements financiers non compris. ² Y compris les créances sur l'Etat, sur l'étranger et les créances diverses.

\$2,9 milliards seulement pendant les six mois précédents. La différence était due, dans une large mesure, à l'apparition d'un déficit budgétaire, dont le Trésor assurait le financement en utilisant des soldes liquides et en adressant des appels au compartiment à court terme du marché. En outre, les encours des banques envers la clientèle industrielle et commerciale avaient amorcé un mouvement d'expansion accéléré pendant le quatrième trimestre.

Après la tension appréciable des taux du marché monétaire en automne, les autorités de Réserve Fédérale ont porté le taux de réescompte de 4 à 4½% en décembre 1965. En même temps, le plafond de rémunération des dépôts à échéance fixe prévu par la Réglementation Q a été relevé d'un point et demi pour atteindre le niveau record de 5½%. Pendant les huit premiers mois de 1966, les autorités ont intensifié leur action restrictive, principalement en maintenant leurs achats d'effets publics et de valeurs fédérales dans d'étroites limites. Le resserrement s'est reflété dans une progression du volume net des réserves «empruntées» des banques adhérentes: \$390 millions en chiffres nets en août 1966, contre \$2 millions seulement en décembre 1965.

Malgré le relèvement des plafonds réglementaires, les banques commerciales se sont ressenties de l'intensification de la concurrence dans la collecte des ressources, principalement en raison de la tension des taux d'intérêt dans le compartiment à long terme. Les émissions de valeurs de sociétés ont plus que doublé, pendant que leurs encours envers les banques continuaient d'augmenter à peu près à la même cadence. Soucieux d'améliorer les résultats d'exécution du budget, le gouvernement fédéral avait invité ses agences à assurer leur financement en demandant moins de ressources au Trésor, et en développant le placement de nouvelles valeurs mobilières et la vente de certificats de participation. En fin de compte, le pourcentage des investissements directs de ressources financières sur les marchés du crédit, au détriment de leur placement auprès d'organismes financiers, a progressé de 13% pendant le second semestre de 1965 à 39% au cours des six premiers mois de 1966.

Les banques commerciales ont néanmoins réussi à accroître leurs avances ordinaires à une cadence soutenue pendant la période considérée. Devant l'intensification de la concurrence pour la collecte des ressources, elles ont rapidement porté le taux des certificats de dépôt au maximum prévu par la réglementation en vigueur et commencé d'offrir des certificats de petites coupures. De surcroît, celles qui possédaient des succursales à l'étranger ont emprunté des dépôts en dollars de non-résidents pour des montants considérables. Afin de servir les demandes d'avances dont elles étaient saisies, elles ont allégé leur portefeuille de valeurs du Trésor et réduit leurs achats de valeurs offertes par les Etats et les collectivités locales, contribuant par cette action à faire monter la pression à la hausse sur les taux d'intérêt à long terme. Les banques se sont également montrées plus exigeantes quant à leurs conditions de prêt. Le taux des avances non garanties accordées aux emprunteurs de premier ordre a été relevé en quatre étapes de 4½ à 6% entre décembre 1965 et le milieu d'août 1966. En juillet encore, les encours envers la clientèle industrielle et commerciale augmentaient à une cadence annuelle de 20%.

La hausse des taux et l'intensification de la concurrence entre banques pour la collecte des dépôts ont été lourdes de conséquences pour les organismes d'épargne et le compartiment des prêts hypothécaires. Aux Etats-Unis, contrairement à ce qui se passe dans quelques pays, ces organismes ne sont pas autorisés à réviser périodiquement les taux débiteurs stipulés dans les contrats de prêts hypothécaires pour tenir compte des conditions du marché. Leurs possibilités de riposter avec efficacité à l'intensification de la concurrence d'autres organismes sont par conséquent limitées. La cadence de formation des dépôts ordinaires et à échéance fixe dans les organismes d'épargne a fléchi de \$15,8 milliards en 1964 à \$13,1 milliards en 1965; la formation de ces dépôts a représenté, en 1966, une cadence annuelle de \$7,3 milliards seulement.

Au cours de l'été 1966, les autorités de Réserve Fédérale ont pris une série de dispositions pour rétablir un équilibre des forces plus satisfaisant entre les banques commerciales et les organismes d'épargne. En juillet, le plafond fixé par la Réglementation Q pour les nouveaux dépôts à diverses échéances a été abaissé à 5% pour les dépôts à 90 jours ou plus, et à 4% pour ceux à échéance plus rapprochée. De juillet à septembre, les pourcentages de réserves obligatoires que les banques doivent observer sur la fraction de leurs dépôts à terme dépassant \$5 millions (et représentés en majeure partie par des certificats détenus par des entreprises industrielles et commerciales) ont été relevés en deux étapes de 4 à 6%. Les souscriptions par les banques de billets à ordre d'une échéance inférieure à deux ans ont été assujetties à la réglementation des réserves obligatoires et au plafonnement des taux d'intérêt.

Les tensions sur les marchés du crédit ont revêtu, à la fin de l'été 1966, les dimensions d'une crise. L'incertitude persistait au sujet du programme fiscal du gouvernement; en même temps, les entreprises industrielles et commerciales intensifiaient leur recours à l'emprunt en prévision de besoins futurs, et les offres de valeurs par des agences du gouvernement fédéral pesaient lourdement sur le marché. De leur côté, les banques étaient exposées au risque de demandes massives de remboursement de certificats de dépôts, au moment de l'échéance fiscale de septembre. A cette époque également, le ratio avances/dépôts des banques atteignait, pour la première fois depuis la guerre, presque 67% et même 80% pour les établissements de la place de New York. Aussi les autorités de Réserve Fédérale leur ont-elles demandé, le 1^{er} septembre, de ralentir la cadence d'expansion des encours, envers la clientèle industrielle et commerciale en particulier. En outre, elles ont laissé entendre qu'elles tiendraient compte de l'observation de cette directive au moment des présentations au réescompte.

L'action des autorités a été rapidement complétée par d'autres mesures. Au début de septembre, le gouvernement a supprimé les avantages fiscaux accordés

aux dépenses nouvelles d'investissement, et annoncé une réduction des émissions de valeurs par les agences fédérales jusqu'à la fin de l'année. Fin septembre, le Congrès a adopté des dispositions de caractère temporaire permettant d'introduire une différenciation plus poussée dans le plafonnement des taux de rémunération des dépôts à terme et des dépôts d'épargne. Les autorités ont, peu de temps après, réduit de $5\frac{1}{2}$ à 5% le plafond de taux pour les dépôts inférieurs à \$100.000, mettant ainsi les banques dans une situation moins favorable, au point de vue de la concurrence, par rapport aux organismes collecteurs de l'épargne.

Les mesures de septembre ont exercé une action en profondeur sur les marchés du crédit, parce que l'augmentation de la demande de moyens financiers était due, dans une large mesure, à la crainte de tensions inflationnistes. Du début de septembre 1966 à la fin de mars 1967, les encours des banques adhérentes fournissant des situations hebdomadaires envers la clientèle industrielle et commerciale ont augmenté de \$3,7 milliards seulement, contre \$5,9 milliards pendant la période correspondante une année plus tôt. En même temps, grâce à un assouplissement progressif des conditions d'accès au crédit, les banques ont acheté \$5,2 milliards de valeurs du Trésor alors qu'elles avaient allégé leur portefeuille-titres de \$1,8 milliard pendant les mois correspondants de 1965-66.

Juste avant la fin de 1966, les autorités de Réserve Fédérale ont annoncé que la directive adressée aux banques en septembre était rapportée. En mars 1967, les pourcentages de réserves obligatoires ont été abaissés de 4 à 3% pour les dépôts d'épargne et pour la fraction des dépôts à terme supérieure à \$5 millions. D'autre part, pendant la période de six mois considérée, les interventions sur le marché libre ont été orientées de manière à améliorer la position de liquidité des banques adhérentes. Après avoir atteint \$400 millions en chiffres nets au cours de la période août-octobre 1966, les réserves «empruntées» de ces établissements ont fait place, au début d'avril 1967, à des réserves «libres» pour \$300 millions en chiffres nets. Les banques ont procédé en outre à d'importants remboursements des dépôts en dollars de non-résidents qu'elles avaient empruntés à leurs succursales de l'étranger.

A partir de novembre 1966, les taux du marché monétaire se sont fortement détendus. Vers la fin de janvier 1967, les banques ont commencé à réviser en baisse le taux des avances aux emprunteurs de premier ordre, de 6 à $5\frac{3}{4}$ % dans la plupart des cas et à fin mars le taux de $5\frac{1}{2}$ % était le plus couramment appliqué. Le 7 avril 1967, le taux de réescompte des banques de Réserve Fédérale a été abaissé de $4\frac{1}{2}$ à 4%. En mai, le taux de rendement des valeurs du Trésor à long terme qui, après avoir atteint 4,80% en août 1966, avait fléchi au-dessous de 4,45% à la mi-mars, s'est à nouveau tendu aux environs de $4\frac{3}{4}$ %, en raison du volume élevé des offres émanant

des sociétés et de la reprise des émissions pour le compte d'agences du gouvernement fédéral. Dans l'ensemble, toutefois, l'offre de fonds à long terme a été relativement abondante, en particulier dans le compartiment hypothécaire, et l'activité dans la construction de maisons à usage résidentiel a donné des signes de reprise. Les dégrèvements fiscaux sur les nouveaux investissements ont été rétablis au début de mars, et les programmes d'investissement seront peut-être révisés également en hausse à la suite de l'ajournement temporaire de l'application de la taxe supplémentaire de 6%.

Canada. Le renforcement des restrictions monétaires au début de 1966, et la mise en route d'un train de mesures fiscales et financières de grande envergure en mars, ont contribué à ralentir la cadence d'expansion du crédit pendant le premier semestre. Au cours de cette période, les créances des banques à charte sur l'économie canadienne ont augmenté à un rythme annuel de 3% seulement, contre 12% en 1965. En décembre 1965, au moment du relèvement du taux de réescompte aux Etats-Unis, la Banque du Canada avait porté le sien de 4¼ à 4¾% et, contrairement à ce qui s'est passé aux Etats-Unis, elle l'a de nouveau augmenté à 5¼% en mars 1966 avant le dépôt du projet de budget. Pendant la période considérée, les opérations de gestion de la dette publique et les interventions sur le marché libre ont continué d'exercer des effets restrictifs sur la position de liquidité des banques. Le portefeuille de valeurs du Trésor des résidents canadiens autres que les banques (non compris les fonds du gouvernement) s'est également accru. Le ratio général de liquidité des banques à charte, qui donnait des signes d'affaiblissement depuis la fin de 1963, a continué de fléchir jusqu'au mois de juin 1966.

Vers le milieu de l'an dernier, des signes de modération de la demande globale ont commencé à se manifester mais, pendant les mois d'été, l'évolution des relations financières du Canada avec l'étranger a continué d'exercer un effet de contraction sur la situation monétaire à l'intérieur du pays. La Banque du Canada a essayé de contrecarrer cette tendance, bien que, pour des raisons d'ordre externe, elle ait été dans l'incapacité de la briser complètement en accordant, en juillet et en août, un soutien étendu au marché des valeurs à revenu fixe. Le taux de rendement moyen des obligations du Trésor à échéance éloignée a atteint un maximum de presque 6% à fin août, soit un point de plus qu'en janvier 1965, au moment où ce dernier s'était orienté vers la hausse.

Les interventions des autorités monétaires ont cependant permis d'améliorer la position de liquidité des banques et d'élargir les possibilités d'accès au crédit à partir du milieu de 1966. L'expansion des encours a repris, malgré l'aggravation des charges d'intérêt; pendant le second semestre, elle s'est effectuée à une cadence annuelle de 9% dans les banques à charte. La position de liquidité des établissements

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 fédérale	1964	8,3 ¹	11,8	7,7	27,8	6,3	20,1	1,1	0,3
	1965	9,2 ¹	11,3	6,2	26,7	6,0	20,5	1,5	-1,3
	1966	8,7 ¹	11,2	6,3	26,2	6,0	19,6	0,2	0,4
Belgique	1964	8,2	11,4	2,2	21,8 ²	5,8	15,4	0,4	0,1
	1965	9,2	11,3	1,3	21,8 ²	5,7	15,0	0,1	0,9
	1966	9,2	10,7	1,1	21,0	5,7	15,2	0,5	-0,4
Danemark	1964	16,0		5,7	21,7	4,2	17,7	2,1	-2,3
	1965	16,0		5,5	21,5	4,3	17,6	1,6	-2,0
	1966				21,6	4,4	17,3	1,2	-1,3
Finlande	1964	7,6	11,9	7,4	26,9	5,3	19,3	4,6	-2,4
	1965	8,2	11,4	7,4	27,0	5,6	19,8	3,9	-2,3
	1966	7,0	11,4	7,2	25,6	5,5	19,7	2,4	-2,0
France	1964	9,3	8,1	4,0	21,4	5,8	14,9	1,9	-1,1
	1965	9,6	8,2	4,0	21,8	6,6	15,0	0,4	-0,1
	1966	9,5	8,3	4,1	21,9	6,3	15,4	1,0	-0,7
Italie	1964	19,8		3,8	23,6	7,7	14,1	0,6	1,2
	1965	22,6		0,9	23,5	6,8	12,1	0,7	3,9
	1966	22,5		0,7	23,2	6,2	12,2	1,2	3,6
Norvège	1964	20,7		6,4	27,1	4,1	23,8	0,4	-1,2
	1965	22,4		6,1	28,5	4,0	24,6	1,4	-1,5
	1966	21,9		6,4	28,3	3,9	24,6	1,5	-1,7
Pays-Bas	1964	9,8	12,7	4,0	26,5	4,5	20,4	2,7	-1,1
	1965	9,8	11,9	4,2	25,9	4,9	19,6	1,3	0,1
	1966	9,7	12,0	4,2	25,9	5,0	20,0	2,0	-1,1
Royaume-Uni	1964	5,8	10,7	2,5	18,4 ²	3,7	14,0	1,9	-1,2
	1965	5,7	10,4	3,4	18,6 ²	3,7	14,1	1,1	-0,3
	1966	5,1	9,2	4,4	18,1 ²	3,5	14,1	0,7	-0,2
Suède	1964	8,4	6,6	9,1	24,1	5,7	17,3	1,2	-0,1
	1965	7,0	6,1	10,4	23,5	5,8	17,3	1,9	-1,5
	1966	6,8		15,9	22,7	5,3	17,6	0,9	-1,1
Suisse	1964	8,9	13,1	5,5	27,5	7,6	21,9	1,4	-3,4
	1965	9,7	13,2	5,1	28,0	7,1	20,6	0,8	-0,5
	1966	9,0		18,9	27,9	6,7	20,0	0,7	0,5
Etats-Unis	1964	7,4	8,7	2,8 ³	18,7 ²	4,5 ³	12,6 ³	0,7	0,9
	1965	7,2	8,8	3,6 ³	19,4 ²	4,2 ³	13,3 ³	1,3	0,6
	1966	7,0	8,7	3,6 ³	19,2 ²	3,6 ³	13,8 ³	1,6	0,2
Canada	1964	4,3	14,9	3,8	23,0 ²	4,3	18,8	0,8	-0,9
	1965	5,6	14,0	4,7	24,3 ²	4,1	20,6	1,8	-2,2
	1966	6,0	13,4	5,1	25,0 ²	3,8	22,0	1,7	-1,9
Japon	1964	11,9	16,4	7,7	36,2 ²	5,6	27,2	4,0	-0,6
	1965	12,6	15,5	7,6	34,4 ²	6,0	25,3	2,0	1,1
	1966 ⁴	8,3	16,7	8,4	33,3 ²	6,4	26,6	-0,8	1,1

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

de crédit s'est également renforcée à la suite de l'accroissement des besoins financiers du gouvernement central, dont la couverture a été assurée en partie par des ventes de valeurs du gouvernement à la banque centrale. La cadence d'expansion des encours des banques envers le secteur public et les collectivités locales s'est accélérée, et la production industrielle a fait de nouveaux progrès à la fin de l'été. Cette évolution a été appuyée par le renversement, en septembre, des conditions du marché du crédit aux Etats-Unis et dans le pays même. Toutefois, l'écart des taux en faveur du Canada a eu tendance à s'élargir jusque vers la fin de l'année.

Comme d'autres organismes financiers, les banques à charte ont enregistré, en 1966, un ralentissement du système d'accroissement des dépôts, qui a reflété les difficultés auxquelles elles se heurtaient pour collecter des ressources en période de hausse des taux du marché financier. Les restrictions du crédit ont, à l'exemple de celles appliquées aux Etats-Unis, touché avec une sévérité particulière la construction de logements; le nombre des contrats d'hypothèques au cours du second semestre était inférieur de près du tiers à celui de 1965. Pour l'ensemble de 1966, les sociétés (autres que les organismes financiers) ont réduit très sensiblement leurs appels nets au système bancaire, à d'autres prêteurs et, dans une moindre mesure, au marché des capitaux. Ce ralentissement de l'afflux de fonds a été toutefois compensé par un accroissement accentué des investissements directs pour compte étranger. Le fléchissement du volume des émissions de valeurs de sociétés a été largement compensé par une vive recrudescence des offres de titres émanant du gouvernement central et des gouvernements des provinces. Aussi le montant global des émissions sur le marché financier a-t-il augmenté de presque \$750 millions en chiffres nets, pour atteindre plus de \$2,7 milliards l'an dernier. Autre trait caractéristique de 1966: l'entrée en vigueur du régime national des retraites. Les contributions versées ont atteint presque \$530 millions; ces ressources ont été empruntées en majeure partie aux provinces pour financer l'accroissement accéléré de leurs dépenses d'investissement.

A la fin de 1966 et au début de 1967, les conditions d'accès au crédit se sont encore améliorées, en raison de la détente des taux sur les places étrangères. Comme les investissements du secteur privé (installations, équipement, construction de maisons d'habitation) donnaient des signes de faiblesse, la Banque du Canada est intervenue pour mettre des moyens liquides à la disposition des banques. Fin janvier 1967, le taux de réescompte a été ramené de $5\frac{1}{4}$ à 5%, puis à $4\frac{1}{2}$ % en avril, en même temps que l'annonce de la réduction aux Etats-Unis. Des mesures restrictives introduites dans le budget de mars 1966 ont été levées au printemps 1967. La nouvelle loi bancaire est entrée en vigueur en mai; elle aura vraisemblablement pour effet d'accroître la concurrence entre organismes financiers, et d'élargir l'activité des banques dans le compartiment des prêts hypothécaires.

Grande-Bretagne. Telle qu'elle était conçue dans ses grandes lignes au printemps 1966, la politique économique du gouvernement impliquait, au moins jusqu'à l'automne, un appel étendu à des restrictions monétaires. Le budget de mai avait bien été dressé en vue de dégager un excédent plus considérable des recettes sur les dépenses ordinaires, mais il ne devait commencer à produire ses principaux effets qu'un peu plus tard dans l'année, au moment des premiers paiements de la taxe sélective sur l'emploi. D'autre part, la politique des revenus continuait à revêtir un caractère essentiellement volontaire en période de forte activité de la demande, et ne donnait par conséquent pas les résultats escomptés.

En février 1966, les restrictions d'ordre quantitatif appliquées aux prêts en sterling au secteur privé ont été renforcées. De mars 1965 à mars 1966, l'expansion des avances des clearing banks avait été limitée à 5%. A partir de mars 1966, les banques ont été invitées à considérer jusqu'à nouvel ordre le niveau fixé pour ce mois comme un plafond, mis à part certaines fluctuations pour des raisons d'ordre saisonnier. Comme à de précédentes occasions, la même modération a été recommandée en des termes plus généraux aux autres banques et aux organismes financiers. Les autorités ont, par ailleurs, souligné une fois de plus la nécessité de réserver la priorité au financement des exportations et des investissements productifs. A la même époque, les conditions générales des ventes à crédit ont été révisées dans un sens restrictif: le délai maximum de règlement a été fixé pour les véhicules automobiles à vingt-sept mois et pour la plupart des autres biens à vingt-quatre mois, et le montant minimum du versement à la commande à 25% en général.

Ces mesures ont provoqué un nouveau fléchissement, limité il est vrai, des appels des consommateurs à l'emprunt pendant la première moitié de 1966; mais leurs effets sur les niveaux de consommation ont été presque entièrement amortis par un accroissement à la fois soutenu et rapide de la masse des revenus disponibles des particuliers. Les investissements du secteur privé, tout en donnant des signes de ralentissement, se tenaient, par ailleurs, à un niveau élevé, en partie du fait de l'utilisation de marges de crédit encore disponibles auprès des banques. De novembre 1965 à mai 1966, les avances à l'industrie de transformation, aux entreprises du bâtiment et de travaux publics et au commerce de détail ont augmenté de près de 5% (pourcentage corrigé des variations saisonnières). D'autre part, les sociétés industrielles et commerciales se sont tournées de plus en plus vers le marché des capitaux: les émissions des sociétés anonymes ont atteint presque £400 millions pendant les six premiers mois de 1966, contre un peu moins de £300 millions au cours des six mois précédents. Les milieux d'affaires continuaient à faire preuve de beaucoup d'optimisme, en raison de l'activité et de l'importance des dépenses engagées dans le secteur public en majeure partie pour financer les investissements productifs des entreprises nationalisées,

sur lesquels la politique du crédit ne pouvait pratiquement exercer aucune influence.

Si donc la politique monétaire contribuait à freiner l'expansion de la demande du secteur privé, elle était peu efficace, en revanche, pour provoquer une réduction de celle-ci, et encore moins pour contenir l'accroissement de la demande globale.

Les mesures monétaires prises dans le cadre du programme d'urgence dressé en juillet ont eu un double but: renforcer les restrictions de crédit à l'intérieur, répondre à de précédentes hausses des taux d'intérêt à l'étranger. Les autorités ont d'abord annoncé que les plafonds fixés à l'expansion des encours devraient être observés jusqu'en mars 1967, et qu'ils demeureraient en vigueur jusqu'à nouvel ordre après cette date. Elles ont, en outre, précisé que des arrangements spéciaux d'octroi de crédit ne pourraient pas être conclus pour faciliter, à partir de septembre, le paiement de la taxe sélective sur l'emploi. Peu de temps après, le 14 juillet, la Banque d'Angleterre a porté son taux d'escompte de 6 à 7% et adressé aux clearing banks et aux banques écossaises un appel de versement en comptes spéciaux, qui a eu pour effet de doubler le volume des fonds immobilisés. Les restrictions frappant les ventes à crédit ont été aggravées une fois de plus par une forte augmentation du montant minimum du versement à la commande.

Plus importantes, au point de vue de la progression vers des objectifs à plus long terme, ont été les dispositions du programme touchant la politique fiscale, la politique budgétaire et la politique des revenus (voir page 16). Combinées avec l'application de la taxe sélective sur l'emploi, ces mesures étaient destinées à faire échec à l'inflation des coûts, à améliorer la productivité et, par leurs effets restrictifs sur la consommation, à accroître le taux de l'épargne nationale. Ces dispositions laissent donc prévoir que le ralentissement des investissements du secteur privé qui leur ferait suite aurait un caractère temporaire, et serait moins prononcé que si des restrictions de crédit avaient été exclusivement appliquées.

Pour se faire une idée des effets de toutes ces mesures sur la structure de l'épargne et des investissements, il est préférable de se placer dans un contexte plus vaste, en examinant l'évolution au cours des trois années écoulées. De 1963 à 1966, la valeur nominale des investissements en capitaux fixes du secteur public a augmenté de plus de 45%, pour atteindre £3.115 millions; celle des investissements en capitaux fixes du secteur privé s'est accrue de 25% pour s'établir à £3.485 millions. A l'intérieur du secteur privé, la valeur nominale des investissements des sociétés a progressé de 30% environ et de quelque 10% pour les particuliers. On observera que l'épargne du secteur public a augmenté à une cadence encore plus rapide: après avoir couvert 48% des investissements en capitaux fixes de ce secteur en 1963,

elle a permis de les financer à concurrence de 73% en 1966. L'accroissement de l'épargne du secteur public a été réalisé aux dépens de la consommation des particuliers plus qu'aux dépens de leur épargne. L'épargne du secteur public et du secteur privé représentait 18,8% du produit national brut en 1963; en 1966, ce pourcentage se tenait à 21,4%. En dépit de l'expansion vigoureuse des investissements du secteur public, les dépenses d'investissements en capitaux fixes des sociétés du secteur privé ont représenté, en 1966, 7,9% du produit national brut, contre 7,2% en 1963.

Les développements qui précèdent ne permettent toutefois pas d'écarter l'observation d'après laquelle, pendant la majeure partie de la période 1963-66, le volume brut des investissements à l'intérieur de la Grande-Bretagne (y compris les investissements sous forme de stocks) s'est accru trop rapidement eu égard à la cadence d'amélioration de l'épargne nationale, ce qui a provoqué une poussée d'inflation à l'intérieur, et une diminution du volume des investissements nets à l'étranger. Lorsque par conséquent la tendance actuelle au fléchissement des investissements dans le secteur privé se renversera, il faudra procéder à un ajustement des investissements du secteur public, afin d'éviter une recrudescence des tensions sur l'appareil productif du pays.

Malgré le climat de plus grande modération de la demande qui s'est instauré en Grande-Bretagne après le mois de juillet, la politique du crédit est demeurée,

Grande-Bretagne: Epargne et investissement en capitaux fixes, par secteurs.

Postes	Années	Secteur privé			Secteur public				Total général
		Particuliers	Sociétés	Total	Entreprises nationalisées	Gouvernement central	Collectivités locales	Total	
en millions de livres sterling, aux prix du marché									
Epargne	1963	1.590	2.410	4.000	530	225	265	1.020	5.020
	1964	1.815	2.640	4.455	590	485	330	1.405	5.860
	1965	1.880	3.190	5.070	660	890	310	1.860	6.930
	1966	1.890	2.675	4.565	640	1.190	455	2.285	6.850
Investissement en capitaux fixes .	1963	860	1.915	2.775	1.025	225	880	2.130	4.905
	1964	900	2.365	3.265	1.190	280	1.115	2.585	5.850
	1965	1.010	2.475	3.485	1.295	305	1.205	2.805	6.290
	1966	955	2.530	3.485	1.450	340	1.325	3.115	6.600
en pourcentage du produit national brut, au coût des facteurs									
Epargne	1963	6,0	9,0	15,0	2,0	0,8	1,0	3,8	18,8
	1964	6,3	9,2	15,5	2,1	1,7	1,1	4,9	20,4
	1965	6,1	10,5	16,6	2,2	2,9	1,0	6,1	22,7
	1966	5,9	8,4	14,3	2,0	3,7	1,4	7,1	21,4
Investissement en capitaux fixes .	1963	3,2	7,2	10,4	3,8	0,9	3,3	8,0	18,4
	1964	3,1	8,3	11,4	4,1	1,0	3,9	9,0	20,4
	1965	3,3	8,1	11,4	4,2	1,0	4,0	9,2	20,6
	1966	3,0	7,9	10,9	4,5	1,1	4,1	9,7	20,6

dans l'ensemble, inchangée. Les autorités ayant fait plus largement appel à des moyens d'action autres que ceux de la politique monétaire et la demande des particuliers s'inscrivant en recul, les emprunteurs prioritaires n'ont plus subi les effets restrictifs du programme de contrôle du crédit par l'action directe. Le maintien du contrôle sélectif a permis d'éviter que les ressources productives libérées ne soient pas rapidement absorbées par des branches d'activité présentant un caractère moins essentiel. Enfin, à la suite du raffermissement des cours des valeurs du Trésor, les autorités ont procédé à d'importantes ventes de titres tout en permettant une détente progressive des taux de rendement.

Pour l'ensemble de 1966, les avances (en toutes monnaies) des banques à des résidents du Royaume-Uni ont augmenté de £22 millions seulement, contre £425 millions (+ 6½%) en 1965. Dans l'ensemble, les établissements de crédit ont respecté les priorités établies par les autorités en matière d'octroi de prêts. Les dépôts de résidents se sont accrus de 3% contre 7½% en 1965, mais le pourcentage noté en 1966 est demeuré élevé par rapport à l'augmentation des avances. La différence s'explique toutefois, dans une large mesure, par une réduction de quelque £260 millions des engagements nets du système bancaire envers des non-résidents, en raison de l'existence, pendant la majeure partie de l'année, d'un écart de taux favorable à New York, et du mouvement de défiance envers le sterling.

Au cours de l'année civile 1966, les comptes du Trésor ont fait apparaître une amélioration accentuée des recettes, en grande partie compensée par un nouvel accroissement des prêts accordés par le Fonds consolidé, notamment pour financer les investissements des entreprises nationalisées et des collectivités locales. Les besoins globaux de moyens financiers du Trésor ont été de £531 millions, soit une diminution de £66 millions. Les transactions de l'Echiquier avec l'étranger, principalement les ventes de devises par les autorités, et l'aide à court terme accordée par des autorités monétaires étrangères, ont permis de couvrir ces besoins à concurrence de £462 millions, contre £118 millions en 1965. De la sorte, les emprunts du Trésor en Grande-Bretagne ont été fortement réduits: £69 millions en 1966, contre £479 millions en 1965. Les avoirs de l'ensemble des résidents autres que les banques en les diverses catégories de titres de la dette publique ont effectivement diminué de £52 millions l'an dernier après s'être accrus de £171 millions en 1965. En dépit de l'offre de conditions plus avantageuses, les retraits nets de fonds dans le compartiment de l'épargne nationale ont atteint un niveau particulièrement élevé. De 1965 à 1966, le Trésor a pu ramener de £308 millions à £121 millions le volume de ses appels au système bancaire. Au surplus, ces emprunts ont revêtu, en 1966, des formes non liquides: le nouvel appel de versements en comptes spéciaux a fourni £100 millions, et le système bancaire a absorbé £119 millions d'obligations du Trésor et £85 millions

de certificats d'impôt. Le portefeuille Bons du Trésor des banques a diminué de £209 millions. Tous ces mouvements ont permis de compenser le renforcement accentué de la position de liquidité des banques provoqué, à partir de juillet, par le fléchissement de leurs encours.

Les méthodes de financement de l'Echiquier ont été influencées dans une large mesure par l'évolution de la situation sur le marché financier. Les émissions nettes de valeurs mobilières par les sociétés (non compris les organismes financiers) se sont accrues de 40% en 1966 pour atteindre £566 millions. Le pourcentage d'augmentation des offres de valeurs d'une année à l'autre a dépassé 60% dans l'industrie de transformation (en particulier dans l'industrie chimique). Les émissions des organismes financiers ont atteint £120 millions, contre £38 millions en 1965. Les offres de titres des collectivités locales, tout en atteignant encore un volume élevé, se sont montées à £189 millions, soit une diminution de 10% par rapport à 1965. Sur un montant total de £859 millions d'émissions nettes de valeurs mobilières en 1966, presque 40% ont été placés au cours du premier trimestre et le compartiment des obligations du Trésor a été ainsi quelque peu déprimé. Vers la fin de l'année, au contraire, la pression exercée par d'autres emprunteurs s'étant atténuée, les valeurs du Trésor se sont inscrites en vive reprise, et le Trésor a pu vendre des titres au public pour £410 millions en chiffres nets au cours du dernier trimestre, de sorte que le total des emprunts de l'Echiquier, sous forme d'émissions de valeurs, s'est élevé l'an dernier à £229 millions.

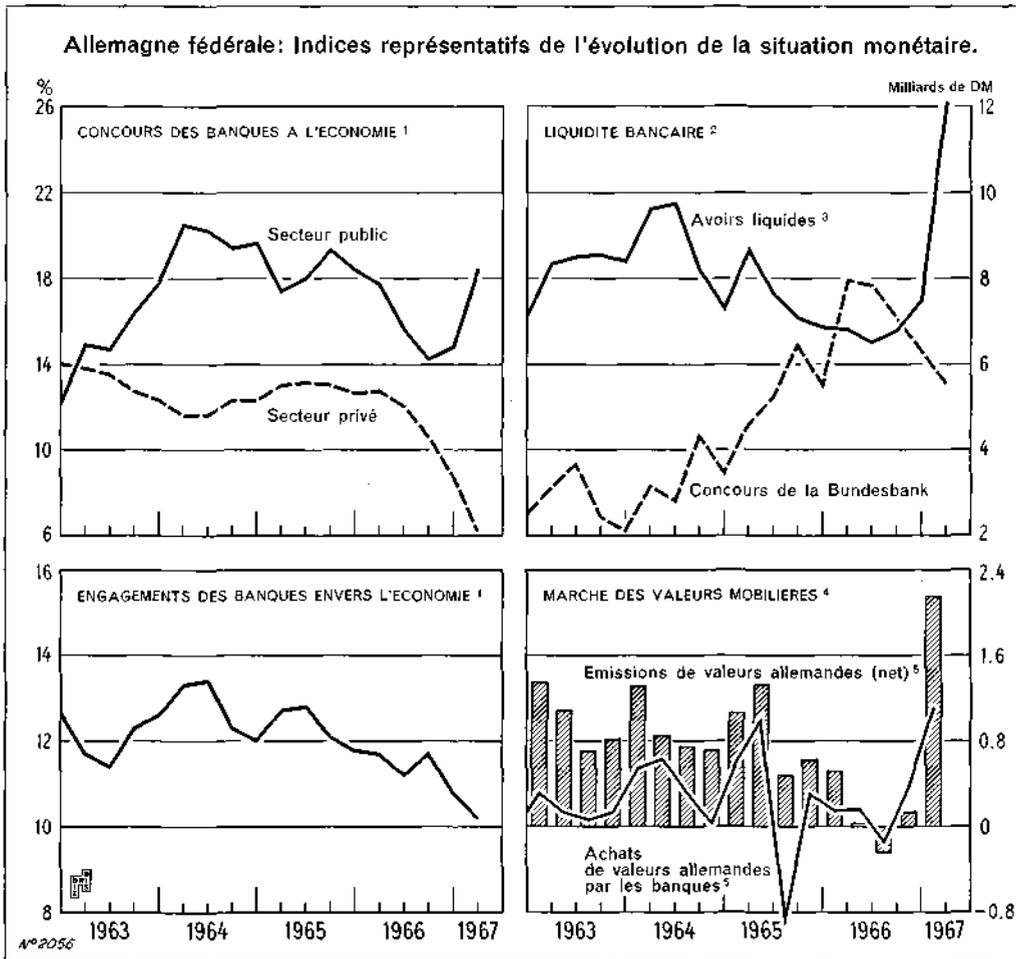
Le retour à une plus large aisance monétaire aux Etats-Unis à la fin de 1966, accompagné par l'apparition d'une tendance au fléchissement des taux du marché à court terme en Europe, ont permis à la Banque d'Angleterre de réduire d'un point et demi le taux de l'escompte pendant les cinq premiers mois de 1967. Cet aménagement a provoqué un nouveau raffermissement des cours des valeurs du Trésor qui devrait, s'il se maintenait, faciliter la solution du problème de financement assez épineuse devant lequel l'Echiquier va se trouver placé au cours de l'exercice 1967-68. En l'absence d'un supplément de recettes en provenance de nouveaux impôts, le fléchissement de £100 millions de l'excédent de recettes du budget ordinaire, et l'augmentation de £100 millions environ des prêts accordés par le gouvernement central laissent prévoir que les besoins d'emprunt de l'Echiquier se monteront à £943 millions contre £740 millions pendant l'exercice clos. De plus, en raison de l'apparition probable d'excédents globaux de paiements et du remboursement partiel des prêts consentis par le F.M.I. et la Suisse, l'Echiquier devra accroître sensiblement ses emprunts en Grande-Bretagne même. Des efforts seront peut-être nécessaires pour éviter un recours excessif du gouvernement au système bancaire. En tout état de cause, l'incidence des emprunts de l'Echiquier sur l'accroissement de la masse monétaire sera atténuée par le contrôle du crédit, grâce aux directives

officielles en matière d'octroi de prêts et à l'utilisation des versements en comptes spéciaux pour les clearing banks et les banques écossaises (qui ne sont plus tenues d'observer des plafonds pour l'expansion de leurs encours depuis le 12 avril). Les autres banques et les compagnies de financement des ventes à crédit devront (en attendant la mise au point d'autres arrangements) observer les plafonds actuels fixés à l'expansion de leurs encours ainsi que les directives officielles en matière d'octroi de prêts.

République fédérale d'Allemagne. L'aggravation progressive des restrictions monétaires à partir de l'été 1964 n'a pas, contrairement à de précédentes occasions, soulevé de conflit entre les principaux objectifs de politique économique. Etant donné, en effet, que les tensions inflationnistes à l'intérieur étaient accompagnées d'un déficit de la balance des paiements, il n'y avait pas lieu de redouter qu'un afflux de capitaux étrangers provoqué par le resserrement du crédit ne vienne encore aggraver le déséquilibre. Pourtant les autorités étaient placées devant un dilemme. Au lieu de faire contrepoids à une demande excessive des particuliers, les budgets du secteur public contribuaient à intensifier la pression de la demande et, indirectement, à alimenter l'inflation des coûts. De surcroît, comme on pouvait s'y attendre, les emprunteurs allemands cherchaient à échapper aux répercussions du resserrement du crédit en se faisant octroyer des prêts à l'étranger. Dans ces conditions, l'utilisation des moyens de la politique monétaire dans la lutte contre l'inflation a provoqué un mouvement de hausse accentué des taux d'intérêt; cette action comportait toutefois le risque habituel d'un revirement brutal d'attitude des entreprises envers la rentabilité des investissements.

La demande de moyens financiers a continué à faire preuve de vigueur pendant les premiers mois de 1966, et les marchés du crédit se sont encore resserrés. La Bundesbank a relevé à maintes reprises ses taux de cession d'effets négociables sur le marché monétaire. En mai, après une vive tension des taux sur le marché monétaire intérieur et à l'étranger, elle a porté le taux officiel de l'escompte de 4 à 5% et le taux des avances sur titre de 5 à 6¼%. Le mois de mai a également été caractérisé par la seconde étape d'un abaissement des plafonds de réescompte, qui a provoqué une réduction de DM 1,3 milliard des possibilités de repli sur l'Institut d'émission.

La cadence de formation des dépôts et de l'expansion du crédit s'est sensiblement ralentie au cours du premier semestre de 1966. Les dépôts dans l'ensemble des instituts de crédit n'ont augmenté que de DM 9,4 milliards, contre 12,6 milliards pendant le semestre correspondant de 1965, ce recul reflétant principalement une réduction du rythme d'accroissement des dépôts à vue. Par ailleurs, comme la situation sur le marché des capitaux laissait franchement à désirer, les émissions



¹ Variations, en pourcentage, par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente. ² En fin de trimestre, en milliards de deutsche marks. ³ Effets négociables sur le marché monétaire allemand et avoirs liquides à l'étranger. ⁴ Chiffres trimestriels, en milliards de deutsche marks. ⁵ Non compris les émissions et les achats d'obligations de banques.

d'obligations par les banques ont atteint DM 3 milliards seulement, contre DM 6,1 milliards pendant les six premiers mois de 1965. Le ralentissement du mouvement de croissance des ressources des banques a été suivi, dans une certaine mesure, par un fléchissement de l'expansion de leurs encours (DM 14,7 milliards pendant le premier semestre de l'an dernier, contre DM 16,5 milliards pour les six premiers mois de 1965). Toutefois, les prêts au secteur privé ont continué à se développer vigoureusement: leur progression (DM 12,5 milliards) pendant les six premiers mois de 1966 a été comparable à celle de la période correspondante de l'année précédente. En revanche, les avances des banques au secteur public ont fléchi à DM 1,8 milliard, contre DM 2,6 milliards au cours du premier semestre de 1965, en partie à la suite de l'amélioration du budget «de caisse» du gouvernement fédéral et des Länder. Cette amélioration a sans doute été due à la plus grande

modération dont le secteur public a fait preuve en matière budgétaire, mais l'ameinement des possibilités d'accès au crédit et l'augmentation de son coût ont contribué également, semble-t-il, à maintenir le volume des dépenses publiques à un niveau raisonnable. En fin de compte, à la suite des pressions exercées sur leur position de liquidité, les instituts de crédit ont ramené, pendant le premier semestre de 1966, leurs achats de valeurs mobilières à moins de DM 300 millions, contre DM 1.580 millions pendant le premier semestre de 1965.

Combinée avec le relèvement des pourcentages de réserves obligatoires, l'action de forces autonomes a provoqué, pendant le premier semestre de 1966, une absorption de liquidités bancaires de presque DM 3,1 milliards, qui a fait suite à une perte de moyens liquides de plus de DM 6,1 milliards pendant les dix-huit mois précédents. Les causes les plus importantes de ces pertes de liquidité ont été le déficit de la balance des paiements, qui se tenait encore à un niveau élevé pendant le premier trimestre de 1966, et l'accroissement des dépôts des administrations à la banque centrale. Pour couvrir leurs besoins de moyens liquides, les banques ont surtout fait appel à des sources à l'intérieur du pays: emprunts à la banque centrale pour quelque DM 2,6 milliards, cessions à la Bundesbank d'effets négociables sur le marché monétaire pour presque DM 500 millions.

Après un accès de faiblesse en 1965, le marché des émissions de valeurs nouvelles a été caractérisé, au premier semestre de 1966, par l'apparition de symptômes de crise. Le taux de rendement des obligations des organismes publics, qui était passé de 6,2% en moyenne en 1964 à 7,7% à la fin de 1965, a progressé de façon soutenue pour se situer à 8,4% en juin 1966. Les émissions nouvelles de valeurs allemandes à revenu fixe ont atteint, de janvier à juin 1966, DM 3,2 milliards seulement, contre DM 7,8 milliards pendant la période correspondante de l'année précédente. Cette diminution s'explique en partie par le fléchissement des achats effectués par les banques, et aussi par la réticence accrue dont elles ont fait preuve pour offrir leurs propres obligations sur le marché. Toutefois, en un certain sens, les chiffres ci-dessus ne donnent pas un reflet exact de la situation. Les prêts directs à moyen et à long terme accordés par les compagnies d'assurance et les organismes financiers autres que les banques ont accusé en effet une augmentation accentuée et pris par conséquent le relais des précédentes émissions d'obligations du type courant. Dans le cadre d'un programme de rationnement volontaire, les administrations publiques ont limité leurs appels à l'emprunt. Enfin et surtout, le public s'est tenu à l'écart du marché en raison, d'une part, du fléchissement de l'épargne des ménages et, d'autre part, de l'attente de nouvelles hausses des taux.

Du point de vue de la demande finale, le revirement décisif s'est produit, semble-t-il, au début de l'été 1966, au moment où les restrictions de crédit ont

commencé à provoquer un fléchissement des investissements en capitaux fixes du secteur privé. Au cours des mois suivants, la réapparition d'excédents de paiements et la tendance au fléchissement des demandes de facilités bancaires ont provoqué un renversement accentué de la position de liquidité des banques. Comme les établissements de crédit ont utilisé leurs gains de moyens liquides pour rembourser leurs engagements envers la banque centrale, la situation du marché monétaire et du marché des capitaux ne s'est modifiée que lentement.

Pendant le second semestre de 1966, les facilités accordées par les banques au secteur privé ont représenté, avec DM 6,6 milliards, un peu plus de la moitié seulement des avances (DM 12,4 milliards) obtenues pendant la période correspondante de 1965. Les emprunts des administrations aux banques ont progressé, en revanche à DM 4,7 milliards, contre DM 4,3 milliards pendant les six premiers mois de 1965. Le premier chiffre comprend le milliard de deutsche marks que les autorités se sont procuré au début de 1966 pour financer des versements de devises aux Etats-Unis en compensation des dépenses militaires de ce pays en République fédérale. Les dépôts dans les instituts de crédit ont augmenté, pendant le second semestre, de DM 19,1 milliards, soit un peu plus que pendant les six derniers mois de 1965. Le portefeuille-titres des banques s'est accru de DM 220 millions, alors qu'il avait fléchi de DM 580 millions pendant le second semestre de 1965. En fin de compte, sous l'action de forces autonomes du marché, les liquidités des banques se sont accrues, pendant le second semestre de 1966, de DM 2.850 millions, dont quelque DM 1.850 millions ont servi à rembourser les engagements envers la banque centrale, et la majorité du solde a été investie à l'étranger.

De juillet à décembre 1966, les émissions nouvelles de valeurs à revenu fixe ont atteint DM 2,3 milliards, soit la moitié du montant de la période correspondante de 1965. L'échelonnement des émissions dans le temps et la conclusion d'un accord entre les administrations publiques ont contribué à limiter les demandes adressées au marché des capitaux. Du côté de l'offre de fonds, les achats d'obligations par les banques sont demeurés limités. Par ailleurs, en présence d'incertitudes de divers ordres, le public a continué de manifester une préférence très accentuée pour la liquidité. Le taux de rendement des obligations des administrations publiques s'est de nouveau accru à 8,6% en juillet-août, pour se détendre légèrement jusqu'en novembre et accuser ensuite un fléchissement d'un demi-point (7,7%) en décembre.

Vers la fin de 1966, la demande a fait manifestement preuve de plus de modération, la situation fondamentale du budget s'est améliorée, la balance des paiements s'est soldée par des excédents appréciables qui devaient, prévoyait-on, augmenter encore. Dans ces conditions, la Bundesbank s'est orientée, par des mesures positives, vers le rétablissement d'une plus large aisance monétaire. Au cours des premiers

jours de décembre, et à l'origine à titre temporaire pour faire face aux tensions de fin d'année, les pourcentages de réserves minimums en contrepartie des dépôts à vue et à échéance fixe ont été abaissés de 9%. Vers la même époque, pour attirer un volume plus abondant de fonds vers le marché national, la Bundesbank a suspendu, avec effet au 1^{er} janvier, la réglementation dispensant les banques d'observer des pourcentages de réserves pour les engagements envers des non-résidents, lorsque ces engagements avaient leur contrepartie dans des avoirs à court terme à l'étranger. En compensation, la réduction de 9% du pourcentage des réserves obligatoires a été opérée à titre permanent. Le 6 janvier 1967, le taux officiel de réescompte a été abaissé de 5 à 4½%, et celui des avances sur titres de 6¼ à 5½%. A partir du 1^{er} février, les pourcentages de réserves obligatoires en contrepartie des engagements envers des non-résidents ont été ramenés du maximum prévu par la réglementation en vigueur au même niveau que ceux applicables aux dépôts des résidents. Une nouvelle réduction du taux de réescompte à 4% est intervenue le 17 février, et les pourcentages de réserves obligatoires ont subi une diminution uniforme de 10%. En avril, à la suite de l'abaissement du taux de réescompte aux Etats-Unis, la Bundesbank a encore ramené le sien à 3½%, et les pourcentages de réserves obligatoires ont été réduits une fois de plus de 5%, cette seconde mesure prenant effet en mai. Enfin, le taux de réescompte a été abaissé à 3% le 12 mai.

Le retour à des conditions plus faciles, en particulier l'abaissement des taux d'intérêt, ont été effectués en liaison avec des développements à l'étranger. Etant donné que les niveaux des taux à l'extérieur dictent en partie l'action à entreprendre, la Bundesbank a fait preuve de prudence pour accompagner le mouvement de baisse. Dans le cadre de réformes de structure, elle a accepté, en mars, d'abolir le régime de fixation de plafonds pour le taux des avances et les taux d'intérêt créditeurs. Sur le marché des obligations, les taux de rendement ont poursuivi leur mouvement de détente au cours des premiers mois de 1967; les autorités ont profité de ce recul pour ramener de 7 à 6½%, en avril, le taux nominal de leurs emprunts. Les mesures anticycliques exposées à la page 15, y compris l'augmentation des dépenses publiques financées par des crédits à court terme, contribueront à encourager une recrudescence de la demande. D'une manière plus générale, on prévoit qu'en raison du climat d'argent facile la demande fera preuve d'une reprise spontanée dans le courant de l'année.

Pays-Bas. Les années 1963-66 ont été marquées aux Pays-Bas par une vive progression des coûts et des prix, accompagnée d'une aggravation modérée du déficit de paiements et aussi, l'an dernier, de difficultés dans les secteurs de l'industrie présentant des faiblesses structurelles. La vive poussée de hausse des salaires,

L'augmentation accentuée des dépenses du gouvernement central et des collectivités locales, et l'activité intense des investissements dans la construction de logements et l'industrie ont alimenté le foyer de l'inflation. Les mouvements des taux d'intérêt permettent de se faire une idée de la vigueur des demandes de crédit, en dépit des efforts déployés par la banque centrale pour limiter l'accès à celui-ci. Après avoir varié entre 3¾-4½% de 1959 à 1963, le taux de rendement des obligations de sociétés industrielles est monté en flèche pour se situer à 7½% l'été dernier, encore que ce mouvement se soit bien entendu ressenti de la montée des taux à l'étranger.

Après s'être accrus de FL 310 millions en 1963 à FL 1.040 millions en chiffres nets en 1965, les besoins de moyens financiers du Trésor se sont chiffrés à FL 1.620 millions l'an dernier. Au cours de 1966, le gouvernement a toutefois réussi à redresser sa situation financière grâce à des compressions de dépenses, pour les investissements dans le secteur public en particulier, décidées en mai. Pendant le second semestre, et pour la première fois depuis 1963, les recettes budgétaires se sont accrues d'un pourcentage supérieur à celui des dépenses. Pour l'ensemble de 1966, le gouvernement central a intensifié ses appels à des emprunts à long terme, mais ceux-ci ont couvert 66% seulement des besoins nets de moyens financiers, contre 74% en 1965. Afin d'éviter d'accroître la tension sur le marché des capitaux, les pouvoirs publics ont contracté relativement plus d'emprunts à court terme. Après s'être accrus de FL 570 millions en 1965, les engagements du Trésor envers le système bancaire ont progressé de FL 800 millions en 1966, dont une fraction appréciable a eu pour contrepartie une augmentation de la dette flottante envers la banque centrale.

Après avoir fortement progressé pour atteindre un record de FL 2.220 millions en chiffres nets au cours de 1964, les besoins de moyens financiers des collectivités locales ont diminué pendant les deux années suivantes (FL 1.760 millions l'an dernier). Ce recul est dû dans une large mesure à l'introduction d'un système de plafonds quantitatifs pour les emprunts des organismes du secteur public. D'autre part, les collectivités locales n'ont pu faire appel au marché des capitaux l'an dernier que par l'intermédiaire d'organismes centralisateurs des emprunts publics, c'est-à-dire essentiellement la Banque des Communes Néerlandaises. Le pourcentage de couverture des besoins nets de moyens financiers des collectivités locales par des emprunts à long terme, a fléchi plus fortement que dans le cas du gouvernement central (de plus de 95% en 1965 à 61% en 1966). Néanmoins le recours des collectivités au crédit bancaire et à d'autres emprunts à échéance rapprochée a été surtout concentré sur le premier semestre. Pendant la seconde moitié de 1966, au contraire, les besoins nets de moyens financiers des collectivités locales avaient été de nouveau réduits, et ils ont été couverts presque en totalité dans le compartiment à long terme du marché.

Au début de 1966, la demande de facilités bancaires en provenance du secteur privé était vigoureuse. L'expansion des encours des banques envers le secteur privé avait été plafonnée à 5% pour la période janvier-avril (soit les $\frac{3}{4}$ de l'augmentation effectivement constatée pendant la période correspondante de l'année précédente). En fait, les avances se sont accrues de 10%. Aussi les restrictions de crédit ont-elles été renforcées en mai: augmentation de $4\frac{1}{2}$ à 5% du taux officiel de l'escompte, abaissement à 4%, pour des raisons de caractère en partie saisonnier, du plafond fixé à l'expansion des encours pour la période janvier-août. Peu après, une détente de la demande intérieure s'est produite. Vers la fin de l'été, la demande de crédits à court terme a fléchi, et elle n'a pas accusé sa recrudescence saisonnière plus tard dans l'année. En revanche, l'octroi de concours bancaires à échéance plus éloignée qui devait, à la demande de la banque centrale, être aligné sur le volume des apports de ressources à long terme a commencé de progresser pendant la seconde moitié de 1966.

En 1966, plus qu'en 1965, la formation des dépôts a suivi de loin l'expansion des crédits accordés par les banques, en partie en raison du déficit de la balance des paiements, et aussi des taux de rendement élevés du marché financier. Le volume total des encours des banques commerciales s'est accru de FL 1.520 millions (+ $12\frac{1}{2}$ %) et celui de leurs dépôts de FL 690 millions (+ 6%) seulement. Dans ces conditions, les banques ont quelque peu allégé leur portefeuille-titres, surtout pendant les premiers mois de 1966, et ont adressé des appels plus étendus que de coutume à la banque centrale. En outre – et ce fait est encore plus important – elles ont procédé à une nouvelle réduction de leur position nette en devises pour l'équivalent de FL 380 millions environ. Il est également permis d'observer que le recours accru des milieux commerciaux néerlandais au crédit de leurs fournisseurs étrangers, outre qu'il les a aidés à tourner les restrictions de crédit à l'intérieur du pays, a contribué à atténuer les pressions exercées sur la position de liquidité des banques.

En 1966, les emprunteurs néerlandais se sont procuré sur le marché des capitaux FL 7.130 millions de ressources nettes, principalement sous forme d'emprunts privés et hypothécaires, soit une augmentation de 2% seulement, contre 10% en 1965. En raison de la modération dont ont fait preuve les organismes publics (leurs recours à l'emprunt ont diminué de 21% pour atteindre FL 2.140 millions), le secteur privé a pu se procurer un total de FL 4.990 millions de ressources à long terme, soit une augmentation de 17% par rapport à 1965. Du côté de l'offre, les apports de ressources émanant des banques et des caisses d'épargne ont accusé l'an dernier, avec FL 1.660 millions, une diminution de 28%, mais celle-ci a été très largement compensée par l'accroissement des placements des organismes de collecte de l'épargne et par une légère recrudescence d'activité des investissements nets de portefeuille pour compte étranger. Les apports de ressources nouvelles en

provenance des entreprises industrielles et commerciales et des ménages (FL 1.200 millions en 1966) ont été légèrement inférieurs à ceux de 1965, mais supérieurs d'un tiers à ceux de 1964.

La combinaison de ces mesures restrictives de caractère monétaire et budgétaire a provoqué, semble-t-il, un relâchement des tensions inflationnistes, sans faire sérieusement obstacle pour autant à l'accroissement de la production industrielle. Les taux de rendement des obligations à long terme se sont tenus à un niveau élevé jusqu'en novembre dernier, mais ils ont sensiblement fléchi depuis. Le 15 mars 1967, la Nederlandsche Bank a abaissé son taux de réescompte de 5 à 4½% et suspendu jusqu'à nouvel avis l'obligation faite aux établissements de crédit qui dépasseraient leur plafond individuel de constituer des dépôts non productifs d'intérêts à la banque centrale. Pour la période janvier-avril 1967, ce plafond a été fixé à 4% au-dessus du montant des encours du dernier trimestre de 1965. Le gouvernement central estime qu'en 1967, le déficit d'exécution du budget général sera du même ordre de grandeur que l'an dernier; en fait l'importance de celui-ci sera mieux adaptée aux circonstances qu'en 1966, étant donné la plus grande modération de la demande. Les emprunts à court terme des collectivités locales ne peuvent pas, jusqu'à nouvel avis, dépasser 105% du niveau atteint en juillet 1966; d'autre part, ces collectivités demeurent tenues de passer par un organisme central lorsqu'elles adressent des appels au marché des capitaux.

Belgique. A la fin de 1965 et au début de 1966, l'économie belge paraissait s'engager résolument dans une nouvelle phase ascendante. A titre de précaution, et pour maintenir l'expansion du crédit dans des limites non inflationnistes, la Banque Nationale a demandé en avril aux banques de ne pas accroître de plus de 12%, par rapport au niveau de fin 1965, le montant de leurs encours en 1966. A l'intérieur des limites ainsi fixées, les banques étaient invitées à réserver la priorité au financement des investissements productifs et à faire preuve de mesure dans l'octroi des crédits destinés à financer la construction, la consommation, et la constitution de stocks à des fins spéculatives. Il a été enfin recommandé aux banques de n'accorder des avances à moyen et à long terme que dans la mesure où elles disposaient de ressources à des échéances comparables. Les caisses d'épargne, les compagnies d'assurance sur la vie et les instituts de crédit du secteur public ont continué de participer à l'application des mesures de limitation des crédits.

En fait, le mouvement de reprise a été de courte durée. Sous l'influence d'un recul des exportations, dû en premier lieu aux mesures déflationnistes introduites dans des pays voisins, l'activité économique s'est ralentie au printemps, mais le mouvement d'inflation des coûts se poursuivait, obligeant les autorités à décréter, en mai, un blocage temporaire des prix. Dans le cadre d'une action nouvelle contre

la hausse des coûts, et aussi pour réaliser un alignement des taux pratiqués en Belgique sur ceux des places étrangères, la Banque Nationale a relevé son taux de réescompte de 4¾ à 5¼% le 2 juin.

L'apparition d'un déficit de la balance des paiements de base a exercé, en 1966, un effet de contraction sur la création de moyens liquides par le système bancaire, mais l'expansion des encours envers l'économie belge a exercé un effet dans le sens opposé. Le Trésor a assuré son financement en utilisant plus largement des moyens monétaires, et aussi en partie en contractant des emprunts à l'étranger, et le mouvement d'expansion des avances au secteur privé s'est accéléré. L'expansion de la masse des moyens monétaires et quasi monétaires a accusé, avec FB 34 milliards, un pourcentage d'augmentation (8½%) presque égal à celui de 9% enregistré en 1965.

Les besoins de moyens financiers du Trésor ont fléchi de FB 22,1 milliards en chiffres nets en 1965 à FB 17,1 milliards l'an dernier, en partie à la suite du relèvement des impôts indirects au début de 1966, et d'une plus grande modération en matière de dépenses publiques. En 1965, le Trésor s'était procuré par l'emprunt FB 26,9 milliards sur le marché belge, dont les deux tiers environ à échéance moyenne et éloignée; et il avait utilisé les ressources recueillies à concurrence de FB 4,8 milliards pour rembourser sa dette extérieure. L'an dernier, au contraire, à la suite des tensions sur les marchés intérieurs du crédit, le Trésor s'est tourné une fois de plus vers l'étranger, tout en mettant en œuvre des moyens monétaires pour couvrir une importante fraction de ses besoins réduits d'emprunt sur le marché national.

Pour autant qu'ils étaient assujettis au plafonnement, les encours des banques envers le secteur privé ont augmenté de 4,4% pendant le premier semestre de 1966, et de 15,4% pour l'ensemble de l'année, contre 17% en 1965. Bien que le plafonnement annoncé en avril soit demeuré en vigueur, la Banque Nationale a fait savoir fin juin qu'elle accepterait des dépassements lorsque ceux-ci auraient leur origine dans le financement d'investissements bénéficiant d'une garantie ou de subventions de l'Etat. Le volume total des crédits des banques au secteur privé s'est accru en 1966 de FB 22,4 milliards (+ 20% contre 14½% en 1965). La vigueur des demandes de crédit a été surtout due à l'amenuisement des marges bénéficiaires provoqué par le fléchissement de la demande globale et par la poursuite du mouvement de hausse des salaires.

A la fin de 1966, la Banque Nationale a annoncé que le plafonnement du crédit serait maintenu jusqu'à la fin du premier semestre de 1967 et, qu'à cette époque, les encours ne devraient pas dépasser 118% de leur niveau de la fin 1965. Sont toutefois expressément exclus des plafonds, les crédits destinés à financer des

investissements bénéficiant de garanties ou de subventions de l'Etat et les crédits à l'exportation matérialisés par des acceptations de banque. Pour rétablir une plus large aisance monétaire, et aussi pour aligner les taux sur ceux des places étrangères, la Banque Nationale a abaissé son taux d'escompte de $5\frac{1}{4}$ à $4\frac{1}{2}\%$ en trois étapes de février au début de mai.

France. En 1966, les autorités ont cherché à appuyer le mouvement de reprise de l'activité, en évitant de remettre en question le degré de stabilité des prix et des coûts que le programme de stabilisation avait permis d'atteindre au cours des années précédentes. Ce résultat a été obtenu par l'application, au point de vue budgétaire et monétaire, d'une politique légèrement expansionniste, en la tempérant par une modération persistante en matière de revenus distribués dans le secteur public et de création de moyens liquides. En cours d'année, le contrôle des prix des produits industriels a été quelque peu assoupli, les prix de quelques produits agricoles et les tarifs de certains services publics ont été rajustés en hausse.

Après le retour à l'équilibre des années 1964 et 1965 qui avait fait suite à un déficit considérable, le budget de l'Etat a été légèrement déséquilibré l'an dernier, mais le déficit (FF 2 milliards) se conciliait plus ou moins avec la nécessité d'encourager l'expansion. Il était dû, dans une large mesure, à l'accroissement des décaissements en faveur des entreprises nationalisées et de la Sécurité sociale. Il reflétait également l'incidence de la possibilité donnée aux entreprises de déduire, de leurs bénéfices imposables, 10% de la valeur des biens d'investissement commandés ou achetés en 1966, et aussi un accroissement des prêts consentis par le Trésor au Fonds de développement économique et social.

Bien que l'exécution du budget ait contribué à accroître la demande finale, les méthodes de financement ont été choisies de manière à limiter l'accroissement du volume des moyens monétaires et quasi monétaires. Ce résultat a été atteint en partie grâce à l'émission d'un nouvel emprunt national d'équipement, dont le produit (FF 1,5 milliard contre FF 1 milliard en 1965) a été surtout reprêté à des industries. Plus importantes toutefois, du point de vue du financement du déficit, ont été les ressources que le Trésor a reçues de la Caisse d'Epargne Postale et de ses correspondants. En 1966, les opérations du Trésor ont exercé, sur la création de moyens liquides, un effet de contraction de l'ordre de FF 1,7 milliard, alors qu'en 1965 elles avaient contribué pour FF 500 millions à l'expansion du volume des moyens de paiement.

Le renversement de tendance de la balance des paiements a contribué, de son côté, à limiter l'accroissement du volume des moyens liquides. La position nette en devises des banques, après s'être améliorée de FF 5,58 milliards en 1965,

s'est renforcée pour l'ensemble de 1966 de FF 2,13 milliards (remboursement de dettes extérieures compris), bien que la balance des paiements ait commencé à faire apparaître un déficit à partir de la fin de l'été. Les crédits octroyés par le système bancaire (banque centrale comprise) au secteur privé se sont accrus l'an dernier de FF 15,3 milliards soit de 12,6%, contre 11% en 1965, en raison principalement de la recrudescence d'activité. En définitive, à la suite de l'effet de contraction exercé par l'aménagement de la dette publique et le renversement de la situation des comptes avec l'étranger, l'accroissement du volume des moyens monétaires et quasi monétaires par l'intermédiaire du système bancaire a atteint FF 19,1 milliards, soit une progression de 9,7%, légèrement inférieure à celle de l'année précédente (+ 10%).

En partie à la suite du ralentissement de la cadence d'augmentation de la circulation de billets, le volume total des dépôts en banque (y compris ceux à échéance éloignée) s'est accru de FF 13,8 milliards, soit une progression de 12,9%, contre 11,8% en 1965. Sur ce montant, le volume des moyens quasi monétaires confiés aux banques s'est accru de 26,5% en raison d'une série de mesures prises au début de 1966 en vue de donner aux banques des possibilités plus étendues pour la collecte de l'épargne (épargne sur livrets et nouveau plan d'épargne-logement). En second lieu, en faisant plus largement appel à d'autres sources, le Trésor a réduit de quelque FF 3,9 milliards ses engagements nets envers le système bancaire. Combinées avec le rythme élevé de formation des dépôts, les opérations du Trésor ont aidé les banques à accroître de FF 16,9 milliards leurs crédits à l'économie. Cette expansion, s'est chiffrée, en pourcentage, à 15,5%, contre 13,4% en 1965. Le volume des crédits à moyen terme pour la construction et, dans une moindre mesure, pour l'équipement a sensiblement progressé. Les banques ont effectué des présentations au réescompte à la Banque de France et auprès d'autres établissements, mais le montant de celles-ci n'a atteint que FF 1,8 milliard, soit FF 1 milliard de moins qu'en 1965.

Le volume total des crédits accordés par d'autres organismes financiers, y compris les établissements spécialisés et le Trésor, s'est élevé en 1966 à FF 18,4 milliards, soit une progression de 15,2%, contre 13,8% pendant l'année précédente. Cet accroissement a été possible en raison de la plus grande abondance des ressources fournies par le Trésor, de l'accélération de la cadence d'accroissement des dépôts dans les caisses d'épargne, et de l'intensification des appels des établissements spécialisés au marché financier.

L'activité du marché des émissions de valeurs mobilières s'est légèrement développée: FF 12,4 milliards en chiffres nets, contre FF 12,2 milliards en 1965. Sur ce montant, la part des émissions d'actions a fléchi de façon appréciable, parce

que la situation dans ce compartiment a laissé encore plus à désirer. Toutefois, les entreprises industrielles ont couvert, dans une plus large mesure, leurs besoins de moyens financiers auprès des établissements de crédit spécialisés et du Trésor public. Le montant brut combiné des offres d'obligations émanant de ces organismes est passé de FF 4,7 milliards en 1965, à FF 6,5 milliards l'an dernier. Les prêts accordés en contrepartie des ressources collectées se retrouvent dans les données chiffrées du paragraphe précédent. Pour encourager un accroissement de l'offre de capitaux, les autorités ont, vers le milieu de l'année, relevé d'un demi-point le taux d'intérêt nominal des obligations nouvelles.

Les taux du marché monétaire, qui se sont plus vivement ressentis de certaines impulsions d'origine extérieure, ont vivement progressé. Dans le compartiment des prêts au jour le jour, ils ont accusé une hausse de plus d'un point, pour atteindre 5,7% en moyenne en décembre. Le taux de la Banque de France a été maintenu à 3 ½% pendant toute l'année, et les autorités sont parfois intervenues pour atténuer des tensions qui pesaient sur le marché, principalement en procédant à des abaissements successifs «du coefficient de trésorerie». Au cours du second semestre, au contraire, au moment de l'apparition de déficits extérieurs, la Banque de France a mis des moyens liquides à la disposition du marché mais à des taux de plus en plus élevés, contribuant ainsi à limiter les sorties de capitaux. Au début de 1967, le taux de l'argent au jour le jour s'était détendu à 5% environ.

Dans le climat persistant de stabilité de la monnaie, les autorités ont introduit une série de mesures nouvelles visant à élargir le champ d'activité des organismes financiers et à favoriser le développement de la concurrence entre ces établissements. C'est ainsi, par exemple, que les organismes spécialisés dans le financement des investissements (Crédit National) et de la construction de logements particuliers (Crédit Foncier) ont été autorisés à offrir des obligations négociables à moyen terme, susceptibles d'être mises en portefeuille par les banques. Les établissements de crédit ont été autorisés, de leur côté, à proposer à leur clientèle des contrats d'épargne à long terme assortis d'avantages fiscaux. En vue de comprimer le coût des prêts au logement et d'allonger les délais de remboursement, des efforts ont été déployés pour créer un marché hypothécaire principalement par l'intermédiaire du Crédit Foncier.

Du côté des moyens d'action de la politique monétaire, un changement important est intervenu en janvier 1967, avec l'introduction d'un système de réserves obligatoires applicable à toutes les banques et aux organismes de dépôts dotés d'un statut spécial. Les banques doivent conserver en dépôt à des comptes non productifs d'intérêt à la Banque de France un pourcentage spécifié des principales composantes de leurs engagements à échéance de trois ans au maximum en francs français. Après

une mise en place progressive, ce système produira tous ses effets le 21 octobre 1967. A ce moment, les pourcentages de réserves obligatoires atteindront 4½% pour les dépôts à vue, et 2% pour les dépôts d'autres catégories. Aux termes de la réglementation édictée pour le moment par le Conseil National du Crédit, ces pourcentages pourront être portés à 10% au maximum par décision de la Banque de France. Le «coefficient de trésorerie» a été aboli mais, à titre transitoire, les banques sont tenues d'observer un pourcentage minimum entre leur portefeuille d'effets représentatifs de crédits à moyen terme et leurs engagements. Enfin les planchers de Bons du Trésor, qui étaient retenus dans le calcul du «coefficient de trésorerie», seront progressivement abaissés de 5 à 0% entre janvier et septembre 1967. A la suite du retour à une convertibilité à peu près complète du franc dans le domaine des opérations en capital, le système des pourcentages variables de réserves obligatoires, combiné avec le recours plus systématique à des interventions sur le marché libre, a permis de doter les autorités d'un nouveau moyen d'action souple pour la conduite de la politique monétaire. Dans l'immédiat, l'aggravation de la situation de la balance des paiements, l'observation des critères d'orthodoxie budgétaire telle qu'elle résulte des prévisions pour 1967, et l'indécision accrue du mouvement de reprise devraient réduire au minimum le danger d'une création excessive de moyens liquides à l'intérieur du pays.

Italie. En 1966 et au début de 1967, la politique économique a visé essentiellement à encourager la reprise, notamment celle des investissements. La combinaison judicieuse des moyens d'action de politique budgétaire et monétaire avec une série d'opérations de gestion de la dette publique a favorisé la progression vers cet objectif, dans un climat de stabilité relative des prix et des salaires et de diminution des excédents extérieurs.

L'excédent de recettes du budget ordinaire de l'Etat, calculé sur la base des données de la comptabilité nationale, est passé de LIT 186 milliards en 1965 à LIT 433 milliards en 1966. En tenant compte des dépenses d'investissement du gouvernement central et des transferts de ressources en capital, le déficit global (calculé sur la même base) a fléchi, d'une année à l'autre, de LIT 819 à LIT 689 milliards. D'autre part, en raison principalement de l'octroi de prêts par l'Etat pour financer des investissements, les besoins nets de moyens financiers du Trésor (y compris les décaissements du Fonds de la Caisse d'Epargne Postale) ont augmenté de LIT 1.543 milliards en 1965 à LIT 1.867 milliards en 1966.

Les nouveaux emprunts du Trésor au système bancaire ont atteint LIT 800 milliards environ, contre LIT 600 milliards en 1965. En 1965, ces besoins avaient été couverts à concurrence d'un tiers environ par des ventes de Bons du Trésor;

l'an dernier, au contraire, les moyens obtenus ont été fournis presque en totalité par des ventes de fonds d'Etat à long terme aux banques. En outre, les ventes nettes de valeurs du Trésor au public ont progressé de LIT 195 milliards environ en 1965 à LIT 668 milliards l'an dernier. Ces ressources, ajoutées aux apports en provenance de la Caisse d'Epargne Postale et au produit d'autres emprunts, ont permis au Trésor de couvrir les trois quarts environ de ses besoins nets de fonds liquides dans le compartiment à long terme du marché, contre les deux cinquièmes environ en 1965. La position du Trésor envers la Banque d'Italie, qui s'était aggravée de LIT 293 milliards en 1965, s'est améliorée de LIT 78 milliards en chiffres nets l'an dernier.

Les encours des banques envers l'économie italienne ont augmenté de 14,6% l'an dernier, contre 7,2% en 1965. La cadence d'expansion a été à peu près la même pour les avances au secteur public et pour celles au secteur privé. Le pourcentage d'augmentation des engagements des banques (+ 15,3%) a été encore plus accentué, mais inférieur à celui de 17,7% en 1965. Le ratio avances/dépôts des banques, qui était monté jusqu'à 78,6% à la fin de 1963, est ainsi tombé en 1966 de 67,7 à 67,3%. Tout en développant leurs avances, les instituts de crédit ont procédé à d'importants achats de valeurs mobilières. En ne tenant pas compte de leur portefeuille de Bons du Trésor qui a été allégé l'an dernier, le renforcement de leur portefeuille-titres a été de LIT 1.340 milliards, soit une augmentation de 32% faisant suite à un accroissement de 38% en 1965. Les banques ont surtout acheté des valeurs d'Etat ou garanties par l'Etat. Elles en ont utilisé une partie (LIT 300 milliards dont LIT 200 milliards d'obligations hypothécaires) pour constituer leurs réserves obligatoires; LIT 500 milliards de valeurs ont été déposées en garantie d'avances à la banque centrale. Le portefeuille « libre » de valeurs mobilières des établissements de crédit s'est donc accru d'un peu moins de LIT 525 milliards, soit d'un pourcentage légèrement supérieur à 20%.

Au nombre des facteurs ayant contribué à accroître, en 1966, la liquidité des banques, on relève le financement du déficit du Trésor (LIT 1.867 milliards); en revanche, la création de moyens liquides formant la contrepartie des excédents extérieurs a atteint LIT 418 milliards seulement, contre LIT 994 milliards en 1965. Les moyens liquides mis à la disposition des banques ont été toutefois absorbés à concurrence de LIT 1.392 milliards par l'accroissement de la circulation de billets et la constitution des réserves obligatoires. L'accroissement net des liquidités résultant du jeu de ces facteurs autonomes a donc été de LIT 809 milliards, contre LIT 1.066 milliards en 1965. Dans le cadre de leurs interventions sur le marché libre et de leurs opérations de gestion de la dette publique, les autorités ont absorbé LIT 1.370 milliards de liquidités sous forme de ventes nettes de valeurs, mais cette absorption a été compensée, comme on l'a mentionné, à concurrence de LIT 300

milliards par les dépôts de valeurs aux comptes de réserves. D'autre part, conformément aux instructions en vigueur, les banques ont utilisé une partie de leurs moyens liquides pour réaliser l'équilibre de leurs positions en devises. En fin de compte, l'action des autorités a absorbé plus de moyens liquides que le jeu des facteurs autonomes n'en avait créés. Aussi les banques ont-elles dû adresser des appels à la banque centrale pour presque LIT 535 milliards, contre LIT 35 milliards seulement en 1965.

Les prêts des instituts de crédit spécialisés se sont accrus de 14% pour atteindre LIT 9.310 milliards environ fin 1966. A ce niveau, les prêts, en majeure partie à long terme, accordés par ces instituts pour financer des investissements dans l'industrie, la construction et l'agriculture, ont représenté les trois cinquièmes environ de ceux des autres organismes de distribution du crédit. L'an dernier, les instituts spécialisés ont placé pour leur propre compte LIT 945 milliards d'obligations nouvelles soit 12% de plus que l'année précédente. Ils ont émis en outre LIT 887 milliards de valeurs à revenu fixe (dont des obligations des chemins de fer) pour le compte du Trésor.

Le marché des capitaux, où le montant net des émissions est passé de LIT 2.377 en 1965 à LIT 3.290 milliards en 1966, a fait preuve l'an dernier d'une très grande réceptivité. Si l'absorption de l'offre de titres par le système bancaire s'est accrue en valeur absolue par rapport à 1965, elle a cependant fléchi en valeur relative, ce qui montre la vive recrudescence d'intérêt du public et des organismes collecteurs de l'épargne pour les valeurs à revenu fixe. Celle-ci s'explique en partie par la stabilité prolongée du niveau des prix et des taux d'intérêt; elle a été due également, dans une large mesure, à une certaine réticence à investir des fonds dans la construction de logements et sous forme de valeurs à revenu variable. Le marché des actions est demeuré défavorablement impressionné par les discussions sur l'aménagement du régime fiscal de ces titres. En février 1967, la possibilité accordée aux actionnaires de verser une fois pour toute un impôt de 30% sur les dividendes mis en paiement, au lieu de faire figurer dans leur déclaration la totalité des dividendes encaissés, a été finalement abolie.

Au début de 1967, l'économie continuait de progresser à une allure très satisfaisante. En mars, le taux de rendement des obligations de sociétés industrielles se tenait à 6,7%, soit au même niveau qu'un an auparavant.

Suisse. En dépit du maintien du pourcentage de l'épargne à un niveau élevé, d'un nouveau recul des investissements, et d'un fléchissement de la cadence d'augmentation du produit national brut exprimé en termes réels, la tension a persisté sur les marchés pendant toute l'année 1966. Ce phénomène s'explique dans une

certaine mesure par l'inflation des coûts qui a fait naître des besoins accrus de crédit dans l'économie; mais le facteur le plus important a été l'influence exercée par le resserrement des marchés monétaires et financiers étrangers. Malgré une nouvelle révision en hausse des taux pratiqués en Suisse — $\frac{3}{4}$ de point pour les obligations de sociétés industrielles, $\frac{1}{4}$ de point pour les valeurs hypothécaires — les exportations identifiées de capitaux à long terme ont atteint presque FS 750 millions (chiffres nets) en 1966, contre FS 260 millions en 1965.

Du fait de l'attrait exercé par les taux pratiqués à l'étranger, les autorités ne pouvaient pas faire échec à une hausse du niveau intérieur des taux d'intérêt en créant des moyens liquides, car elles seraient allées à l'encontre du but principal qu'elles s'étaient fixé: la lutte contre l'inflation. En matière de taux d'intérêt, la Banque Nationale s'est par conséquent bornée à régulariser et à contrôler la tendance à la hausse. Le relèvement du taux de l'escompte de 2,5 à 3,5% en juillet 1966 était destiné en premier lieu à réaliser un ajustement du taux officiel sur celui des prêts au jour le jour, qui avait progressé de 2,75% en moyenne au mois de janvier à 3,75% en moyenne en juin.

Les exportations de capitaux ont été largement couvertes l'an dernier par les excédents de paiements courants. A l'exception de quelques fluctuations de caractère temporaire, les mouvements de la balance des paiements n'ont pas exercé un effet de contraction sur la masse monétaire. En fait, les réserves d'or et de devises de la Banque Nationale Suisse se sont accrues de FS 340 millions de décembre 1965 à décembre 1966. La circulation de billets a augmenté de FS 610 millions (+ 6,1%) et la masse monétaire s'est accrue de 3,8%, pourcentage très sensiblement inférieur à celui de l'accroissement de 7,2% du produit national brut aux prix du marché.

Le resserrement du crédit à l'étranger a également provoqué un ralentissement de l'afflux de ressources nouvelles vers les banques, qui s'est monté à FS 5.025 millions seulement (+ 7,3%) contre FS 5.480 millions (+ 8,7%) en 1965. Les dépôts à vue sont demeurés à peu près stables, mais ceux à échéance fixe ont progressé de 12 $\frac{1}{2}$ %. Ce dernier mouvement a été dû en partie au fait qu'en raison des possibilités de placement intéressantes offertes par l'Euro-marché, les banques suisses ont pu proposer aux détenteurs de fonds des conditions de rémunération améliorées pour les dépôts à échéance fixe. Il reflète également en partie la réserve manifestée par les épargnants suisses pour acheter des Bons de Caisse à moyen terme et d'autres valeurs à échéance plus éloignée offertes par les banques, au moment où les taux étaient orientés à la hausse. En fait, le pourcentage d'accroissement du volume des Bons de Caisse en circulation est tombé de 13,6% en 1965 à 4% l'an dernier. Le pourcentage d'augmentation des dépôts d'épargne a été à peu près le même d'une année à l'autre (un peu plus de 8%).

Malgré la diminution de l'afflux de ressources vers les banques, le pourcentage d'augmentation des avances est passé de 8,8% en 1965 à 9,3% l'an dernier, et leur position de liquidité s'est par conséquent affaiblie. L'augmentation a été particulièrement accentuée pour les prêts à des étrangers; mais les avances aux résidents, qui ont porté les encours de certains établissements aux environs des plafonds fixés, ont aussi progressé de 8% environ. Le système de plafonds réglementaires à l'expansion des encours qui devait être abandonné en mars 1967, a été remplacé, à partir de janvier de cette année, par une directive de la banque centrale, aux termes de laquelle les encours des banques envers les résidents ne devront pas, sauf certaines exceptions, être supérieurs de 7% en 1967 à leur total de fin 1966. Ces arrangements ont pour but d'aligner la cadence de création de crédits sur les possibilités effectives de croissance de l'économie. Le souci de fixer des limites à l'expansion des encours des banques s'explique également par les prévisions d'une forte augmentation des besoins de moyens financiers du secteur public en 1967.

Le marché suisse des capitaux a été caractérisé par l'existence d'un excédent important de la demande de ressources. La Commission bancaire suisse a continué de rationner de façon assez stricte les émissions nouvelles. Toutefois, à la suite d'un relèvement de $\frac{3}{4}$ % du taux de rendement des obligations, les émissions de valeurs ont atteint FS 2.810 millions en chiffres nets, soit FS 250 millions environ de plus qu'en 1965. Les émissions pour compte étranger ont représenté une part plus importante de ce total (FS 425 millions, contre FS 260 millions en 1965). Depuis le mois de mars 1966, les banques suisses sont autorisées à participer (à concurrence de 10 à 15% au maximum du montant des opérations) à des consortiums d'émission chargés de placer certaines valeurs sur le marché international. L'an dernier, les autorités ont progressivement levé les restrictions frappant, depuis le printemps 1964, les investissements de capitaux étrangers en obligations, actions et autres valeurs suisses. L'interdiction de rémunérer les dépôts en francs suisses de non-résidents, et l'obligation faite aux banques d'investir à l'étranger ou d'immobiliser à la Banque Nationale à des comptes non productifs d'intérêts la totalité de l'augmentation nette des dépôts de non-résidents sont devenues caduques en mars 1967.

Autriche. L'activité économique a fait preuve de stabilité à un niveau élevé l'an dernier. En partie du fait du ralentissement du mouvement de croissance à l'étranger, les exportations ont donné des signes de faiblesse. Les rémunérations dans l'industrie ont progressé de 12% et le coût de la vie de 2% seulement. Le développement de la consommation a provoqué une augmentation accentuée des achats à l'étranger et un élargissement du déficit de la balance des paiements. Les investissements dans l'industrie, en revanche, ont été à peine supérieurs à ceux de 1965.

La demande de crédit a continué de faire preuve d'activité, surtout pendant le premier semestre, et des pressions se sont exercées sur la position de liquidité des banques, en partie du fait du déficit des comptes extérieurs. En présence des mouvements de salaires et des prix et du déséquilibre de paiements, les autorités monétaires ont redoublé de prudence. Pour décourager les emprunts à la banque centrale, elles ont relevé d'un demi-point à 5 ½% le taux des avances sur titres vers le milieu de l'année. En revanche, le plafond des encours des banques a été relevé de 68 à 70% de leurs engagements, ce qui a permis aux établissements dont la trésorerie était à l'aise de développer leurs avances. En août, la banque centrale a racheté SCH 1 milliard de certificats de trésorerie, négociables sur le marché monétaire, qui avaient été émis en juillet 1965 pour absorber des fonds liquides. Les engagements des établissements de crédit envers la banque centrale se sont tenus, en moyenne, à SCH 2,4 milliards, contre SCH 535 millions en 1965, mais en décembre 1966 ils étaient retombés aux environs du niveau atteint douze mois auparavant. Fait plus important, les établissements de crédit ont contracté à l'étranger des emprunts à court terme pour des montants considérables; de créditrice pour SCH 240 millions fin 1965, leur position globale en devises est devenue débitrice de SCH 1,6 milliard en chiffres nets à la fin de l'an dernier. Malgré le déficit de la balance des paiements, les réserves monétaires officielles ont accusé, de ce fait, une augmentation de plus de SCH 500 millions.

Les avances des instituts de crédit se sont accrues en 1966 de SCH 14,7 milliards, soit de 16%, contre 18% environ en 1965. Leurs achats de valeurs autrichiennes ont presque atteint le même montant que pendant l'année précédente: SCH 2,1 milliards. L'accroissement des dépôts, en revanche, a été de SCH 11,2 milliards seulement, soit une progression de 10,8%, contre 13,3% en 1965. Aussi les établissements de crédit ont non seulement réduit leur portefeuille de certificats du Trésor et fait appel à la banque centrale et à des emprunts à court terme à l'étranger, mais ils ont développé les émissions de leurs propres obligations, dont le montant s'est élevé à SCH 2,4 milliards, contre SCH 1,5 milliard en 1965.

L'activité industrielle se situait, au début de 1967, au-dessous du niveau de la période correspondante de l'an dernier et, d'après les prévisions, les investissements dans l'industrie doivent accuser un recul de 7% pendant l'année en cours. Les dépenses du secteur public, en revanche, accuseront une augmentation accentuée. Pour éviter de faire obstacle aux émissions du secteur privé sur le marché des capitaux, le gouvernement a formé le projet de couvrir une partie de ses besoins de moyens financiers en contractant des emprunts à l'étranger. Au début de 1967, la politique monétaire a été assouplie et, le 18 avril, la Banque Nationale d'Autriche a abaissé son taux d'escompte de 4 ½ à 4 ¼%.

Danemark. La pression de la demande qui s'était exercée avec intensité pendant la majeure partie de 1965, s'est atténuée pendant les premiers mois de l'an dernier, en raison de la diminution du rythme d'accroissement des investissements dans l'industrie et des ventes à l'étranger. Cette détente a été due en partie aux mesures de politique monétaire et budgétaire de l'année précédente; elle a été également la conséquence de l'effort de stabilisation entrepris dans d'autres pays, et de la hausse persistante des coûts au Danemark. A partir du printemps, sous l'impulsion du secteur de la construction de logements, l'activité économique a pris un nouvel essor. Toutefois, les investissements dans l'industrie et les exportations ont continué à donner des signes de faiblesse et la progression de l'indice des prix à la consommation, tout en étant moins étendue qu'en 1965, a cependant atteint 5% l'an dernier.

Les mesures budgétaires ont notablement contribué à freiner la consommation et à accroître l'épargne. L'excédent du budget «de caisse» s'est monté en effet à KR D 1.215 millions, contre KR D 685 millions en 1965. Le solde disponible après le remboursement de titres de la dette publique aux échéances prévues a servi à améliorer la situation des comptes du Trésor à la banque centrale. De son côté, la banque centrale a mis sur le marché des capitaux une masse de fonds représentant en gros l'équivalent des transferts effectués par le Trésor, en mettant en portefeuille des obligations d'Etat à long terme.

Les achats d'obligations du Trésor par la banque centrale, et les remboursements de titres de la dette publique ont atteint l'an dernier KR D 1 milliard, contre KR D 1,5 milliard en 1965. A noter toutefois qu'en 1965, la banque centrale était intervenue pour atténuer des tensions encore plus fortes sur le marché des capitaux où les émissions d'obligations hypothécaires et d'autres valeurs mobilières avaient progressé de 37 ½% pour atteindre KR D 5,1 milliards. En 1966, au contraire, à la suite du plafonnement, à partir du milieu de 1965, des prêts hypothécaires, le volume des émissions (KR D 4,4 milliards) a fléchi de 14%. Après avoir progressé de 6 ¾% au début de 1964 à plus de 9% au printemps 1965, le taux d'intérêt des obligations assorties d'une hypothèque de premier rang a fait preuve d'une assez grande stabilité, mais il s'est tendu à plus de 9 ¼% à partir de la fin de 1966.

L'activité des banques commerciales s'est très sensiblement développée l'an dernier; leurs avances ont en effet progressé de 15 ½% contre 9 ½% en 1965. En partie en raison de la préférence du public pour la liquidité, les dépôts à vue et à échéance fixe ont augmenté à peu près dans les mêmes proportions, ce qui a permis aux banques d'accroître leurs placements. Les achats d'obligations et d'actions par les établissements de crédit (KR D 535 millions en 1966, contre KR D 180 millions en 1965) ont permis d'apporter un soutien accru au marché des capitaux.

Les mesures de contrôle du crédit appliquées en 1965 n'ont pas été modifiées, dans l'ensemble, l'an dernier. Aux termes d'un accord amiable conclu avec la

Banque Nationale en février 1965, les banques commerciales s'étaient engagées à verser à leurs comptes spéciaux à la banque centrale 20% de l'augmentation de leurs dépôts, ou à utiliser 20% de cette augmentation pour améliorer leur position nette en devises. En mars, un arrangement a été conclu sur les mêmes bases avec les caisses d'épargne. En janvier 1967, il a été convenu que les banques pourraient, pour s'acquitter des obligations de versement en comptes spéciaux nées à partir de décembre 1966, déposer à la Banque Nationale des obligations à moins de dix ans d'échéance.

Ces mesures ont été efficaces pour réduire les possibilités d'accès des banques à des moyens liquides d'origine étrangère. En fait les banques commerciales ont ramené leurs engagements nets en devises de KRD 305 millions en décembre 1965 à KRD 180 millions en décembre 1966. D'autre part, leur application a permis d'immobiliser l'an dernier KRD 100 millions aux comptes spéciaux. En revanche, elles n'ont pas empêché les banques de se tourner vers la banque centrale sous forme de présentations au réescompte et d'avances sur titres, dont le montant combiné a progressé de KRD 895 millions en décembre 1965 à KRD 1.615 millions en décembre 1966. Depuis le relèvement à 6½% en juin 1964, le taux officiel de l'escompte n'a pas subi de changement.

Norvège. Une vigoureuse recrudescence de la demande sous l'impulsion des exportations et des investissements, au moment où l'activité se tenait déjà à un niveau élevé, a exercé, en 1966, une forte pression sur l'appareil productif du pays. Les salaires et les prix à la consommation ont très sensiblement augmenté et les apports de moyens liquides formant la contrepartie des excédents extérieurs ont brutalement fléchi.

Aux termes d'une directive officielle adressée aux établissements de crédit au début de 1966, le pourcentage d'expansion des encours des banques devait être limité à 6-6½%. A la même époque, en vertu des pouvoirs qui leur ont été conférés par la loi sur la monnaie et le crédit, les autorités ont demandé aux banques de constituer des réserves liquides d'un montant égal à 5% du total de leurs actifs. Ce pourcentage a été porté à 8% en juin devant l'accélération de la cadence d'octroi de prêts par les banques. La demande de facilités bancaires s'est toutefois maintenue à un niveau élevé, en raison de l'entrée en jeu de facteurs spéciaux d'origine intérieure, et des difficultés rencontrées pour se procurer des fonds à l'étranger. En août, les encours des banques étaient supérieurs de KRN 1,1 milliard environ à ceux du mois correspondant de l'année précédente et faisaient ressortir un dépassement de KRN 500 millions par rapport au plafond fixé dans la directive. A la fin septembre, les autorités ont par conséquent demandé aux banques dont les

avances s'étaient accrues de plus de 10% pendant les douze mois précédents de constituer des réserves exceptionnelles d'un montant égal à 50% du dépassement. Aux termes d'une nouvelle directive adressée aux banques fin octobre, l'expansion des encours pendant les douze mois suivants a été plafonnée à 9%; le plafond a été ensuite abaissé à 8% de fin novembre à mars 1967, époque à laquelle le système des réserves exceptionnelles a été abandonné. Le nouveau régime ne s'applique pas à la construction de maisons de caractère résidentiel. Fin 1966, les encours des banques envers l'économie (prêts à la construction de maisons non compris) se tenaient à 9% environ au-dessus du niveau de la période correspondante de l'année précédente.

Au début de 1967, des tensions continuaient à s'exercer sur les ressources disponibles et il fallait s'attendre à une augmentation accentuée des dépenses du secteur public et du secteur privé. Les dépenses du secteur public prévues dans les programmes devaient progresser de 9,7%, pourcentage bien supérieur à celui de 1966, et à celui de l'augmentation probable du produit national brut exprimé en termes réels. Pour rendre les conditions d'accès au crédit plus difficiles, les autorités ont demandé aux banques de ne pas accroître leurs avances de plus de KRN 700 millions en 1967 (+ 7% environ) et aux caisses d'épargne de limiter l'expansion de leurs prêts à KRN 550 millions (+ 6 ½% environ). Au printemps, de nouvelles mesures ont été prises pour freiner la consommation et les investissements: révision dans un sens restrictif des conditions des ventes à crédit, échelonnement sur une période plus longue du programme de prêt des banques d'Etat, limitation sélective des constructions nouvelles.

Suède. En raison de la vigueur persistante de la demande de crédit, la politique monétaire a été révisée une fois de plus dans un sens restrictif au début de 1966. Au cours des cinq premiers mois, les avances des banques commerciales se sont accrues de KRS 2,2 milliards, contre KRS 1,8 milliard pendant la période correspondante de 1965. Pour faire face à cette recrudescence de demandes, les banques ont allégé leur portefeuille de valeurs du Trésor et intensifié leurs appels à la banque centrale; en mai, leurs engagements nets envers la Riksbank s'élevaient à KRS 800 millions, contre KRS 590 millions un an auparavant. Pour accroître le flux de ressources à échéance plus éloignée, la Riksbank a porté, le 10 juin, son taux d'escompte de 5 ½ à 6%, niveau le plus élevé depuis 35 ans. A la suite de cette mesure, les banques ont procédé à une modification correspondante de leurs taux d'intérêt débiteurs et créditeurs et le taux nominal a été relevé d'un demi-point, à 6 ¾% pour les obligations immobilières, et à 7% pour les obligations de sociétés industrielles.

La demande finale s'est sensiblement détendue vers le milieu de 1966. L'accumulation de stocks, qui avait été, en 1965 et au début de 1966, une des causes

principales du déficit de paiements, s'est effectuée par la suite à une cadence normale, et le rythme d'accroissement des investissements en capitaux fixes des sociétés est devenu un peu plus lent. En même temps, l'expansion des crédits bancaires au secteur privé s'est ralentie et, en partie du fait d'une amélioration des comptes extérieurs, la formation des dépôts et la position de liquidité des banques ont commencé à progresser. Un autre élément majeur a été l'apparition d'un important déficit du budget du gouvernement central ayant ses sources principales d'une part, dans un ralentissement des rentrées d'impôts, d'autre part, dans une accélération des prêts du Trésor à la construction de maisons et du transfert de recettes budgétaires aux collectivités locales. En finançant une partie de ce déficit par des appels à la Riksbank, les autorités ont appuyé l'expansion de la masse monétaire et la création de liquidités dans les banques. Pour l'ensemble de 1966, le volume de leurs avoirs liquides a enregistré une augmentation de près de KRS 2 milliards, contre une diminution de KRS 350 millions en 1965. A compter de juillet dernier, les banques observant scrupuleusement les ratios de liquidité fixés par la Riksbank ne sont pas tenues de payer les taux de pénalisation applicables aux recours à l'emprunt dépassant certaines limites.

Les prêts de l'ensemble des établissements de crédit se sont accrus en 1966 de KRS 12,6 milliards en chiffres nets, contre KRS 10,6 milliards en 1965 et KRS 9,4 milliards en 1964. Les ressources obtenues l'an dernier par le secteur privé (construction de logements non comprise) ont atteint, avec KRS 4,7 milliards, un montant à peine supérieur à celui de 1965, mais un pourcentage plus élevé de celles-ci a été fourni par le marché des capitaux. Le gouvernement central, en revanche, qui avait remboursé aux établissements de crédit et au public KRS 250 millions en 1965, a dû se procurer l'an dernier des moyens financiers pour presque KRS 1,3 milliard. Sur ce dernier montant, KRS 880 millions ont été fournis par la Riksbank, pendant que les banques commerciales et les autres établissements de crédit réduisaient leurs créances sur le Trésor de presque KRS 200 millions. Le solde, KRS 570 millions, a été absorbé par les organismes collecteurs de l'épargne et par le public. Les besoins nets de moyens financiers des collectivités locales ont été du même ordre de grandeur qu'en 1965, en partie parce que leurs recettes se sont améliorées, mais aussi parce que le contrôle de la construction a mis un frein à leur activité dans le domaine des investissements. Les prêts à la construction de logements ont augmenté plus rapidement en 1966, en partie parce que les conditions de financement ont été assouplies pendant le second semestre. En raison principalement de l'intervention des organismes hypothécaires qui avaient pu, en offrant des taux de rémunération améliorés, attirer vers eux des ressources plus abondantes, le volume total des crédits à la construction s'est accru de KRS 5,5 milliards en 1966, contre un peu moins de KRS 5 milliards l'année précédente.

Du fait du financement partiel par la Riksbank du déficit d'exécution du budget, la participation du système bancaire à la distribution du total des crédits s'est quelque peu accrue l'an dernier; néanmoins l'activité du marché des capitaux s'est sensiblement développée. Après le relèvement des taux en juin, le nombre des émissions de valeurs hypothécaires a augmenté. Comme au cours des années précédentes, les instituts de crédit du secteur public, en particulier la Caisse Nationale de Retraites, ont fourni la majeure partie de l'accroissement des apports de ressources à long terme.

A la suite des signes de faiblesse relevés dans certaines branches en 1966, et de leur persistance au début de 1967, les autorités monétaires, tout en continuant de faire preuve de vigilance pour des raisons d'ordre interne et externe, ont abaissé le taux officiel de réescompte à 5 ½% en février et 5% en mars.

Finlande. Sous l'influence d'une politique monétaire restrictive, le mouvement de recul qui avait commencé à la fin de 1965 s'est poursuivi l'an dernier, et le ralentissement du rythme de formation des capitaux dans le secteur privé a été particulièrement accentué. En revanche, les dépenses budgétaires ont continué à s'accroître rapidement et, en dépit du relèvement de certains impôts et redevances vers le milieu de l'année, les difficultés du Trésor ont atteint un tel degré de gravité que celui-ci a dû demander, en décembre, l'ouverture d'une ligne de crédit de MF 300 millions à la banque centrale. Faute de mesures fiscales de grande envergure, et avec la poursuite de la progression accélérée de la masse des revenus distribués, la consommation des particuliers s'est aussi très sensiblement accrue, le déficit de la balance commerciale s'est maintenu, et les prélèvements sur les réserves officielles de moyens de change se sont poursuivis.

Malgré le ralentissement du développement de l'activité économique, les demandes de crédit ont continué à faire preuve de vigueur en 1966, en partie du fait de la pression à la hausse sur les coûts, et de l'amenuisement des marges de bénéfices. L'ensemble des prêts des instituts de crédit s'est accru de 11,5% pour atteindre MF 12,1 milliards. Les avances des banques commerciales, qui dépendaient dans une large mesure des crédits octroyés par la banque centrale, ont progressé de 14%, pour atteindre MF 4,9 milliards. Pour contenir la tendance à l'expansion des avances, la Banque de Finlande a limité quantitativement les crédits jusqu'à fin octobre, époque à laquelle le montant des encours ne devait pas dépasser 115% de leur niveau de la fin de 1964. Au début de mai, la banque centrale a, par ailleurs, fixé de nouveaux plafonds d'escompte qui pouvaient être dépassés de 25% au maximum, mais aux prix de taux de pénalisation fortement progressifs. En raison de l'amenuisement des réserves de moyens de change, les autorités ont adressé aux banques des directives d'un caractère encore plus strict à la fin octobre,

en fixant les niveaux auxquels elles devaient ramener leurs présentations au rées-compte entre janvier et juin 1967. Les présentations au réescompte atteignaient en moyenne MF 725 millions par semaine, soit MF 150 millions de plus qu'en 1965. Vers la fin de l'an dernier, à l'occasion de l'avance accordée au Trésor, la Banque de Finlande a conclu un arrangement de caractère exceptionnel avec les banques. Aux termes de celui-ci, les banques devront effectuer des versements en comptes spéciaux en fonction de l'accroissement de leurs dépôts en 1967 et à concurrence d'un maximum global de MF 300 millions.

Si l'aggravation de la politique monétaire a contribué en 1966 à atténuer la pression exercée par la demande globale, elle a été moins efficace, en revanche, pour combattre le mouvement d'inflation des coûts et des prix. Les prix à la consommation ont augmenté de presque 5%, les salaires de 9% environ, et le déficit de la balance des paiements a atteint quelque MF 500 millions. Aussi la politique monétaire a-t-elle été complétée, dans le budget de 1967, par un train de mesures fiscales et financières. La taxe à l'achat a été relevée de 10 à 11% à compter du 1^{er} janvier 1967 et la quotité de l'impôt sur le revenu des particuliers, les immeubles et les bénéfices des sociétés a été augmentée. Ces mesures ont pour but, d'une part, de réaliser l'équilibre des finances publiques et, d'autre part, de limiter l'augmentation de la demande de biens de consommation et de marchandises importées. Avec la détente sur le marché international des capitaux, la Finlande pourra peut-être se procurer plus facilement des moyens financiers à l'étranger. En attendant, le Fonds Monétaire a ouvert, en sa faveur, un crédit de confirmation d'une contre-valeur de MF 300 millions, pour compléter les réserves monétaires officielles.

Espagne. L'activité économique s'est encore vigoureusement développée en 1966, sous l'impulsion d'un accroissement de 18% des investissements dans l'industrie et d'une augmentation de 21% des dépenses du secteur public. Du côté de l'offre de biens et de services, grâce à une campagne agricole supérieure à la moyenne et à une forte augmentation de la production industrielle, le produit national brut, exprimé en termes réels a progressé de plus de 8%, mais la pression sur les prix et les salaires est demeurée très vive, contribuant ainsi à un nouvel essor des importations.

Diverses mesures de stabilisation ont été prises en 1966. Pour la première fois, l'expansion des crédits bancaires au secteur privé a été limitée à 17% du montant des encours à la fin de 1965. En mars, le taux des avances sur titres de la banque centrale a été relevé de 1%; il se situe depuis lors entre 5 et 6%. Pendant le second semestre de 1966, le pourcentage des dépôts que les banques doivent investir en valeurs du Trésor a été relevé à deux reprises d'un point, pour atteindre 17%. En octobre, une série de mesures législatives ont réduit le volume des dépenses

publiques en 1966 et limité provisoirement les investissements du secteur public en 1967 au niveau de l'année précédente. En outre, les conditions générales des ventes à crédit ont été révisées dans un sens restrictif, et des dispositions ont été prises pour encourager l'épargne et favoriser les exportations.

Les prêts des instituts de crédit au secteur privé (portefeuille de valeurs mobilières compris) ont augmenté de PTA 112 milliards, c'est-à-dire se sont tenus dans les limites du plafond de 17%, alors qu'ils s'étaient accrus de 24% en 1965. En revanche, les octrois de crédit au secteur public (PTA 47 milliards) ont progressé de 20%, contre 19% en 1965. Le gouvernement a toutefois réduit le déficit de son budget de caisse de PTA 33,3 milliards en 1965 à PTA 30,6 milliards l'an dernier, mais cette amélioration a été surtout due à une réduction des offres de nouvelles valeurs du Trésor. En outre, les mesures tendant à limiter les dépenses publiques sont intervenues trop tard pour exercer un effet sensible sur les résultats de l'exécution de budget en 1966. Du fait du déficit des comptes extérieurs, les dépôts dans les instituts de crédit ont augmenté de PTA 106 milliards seulement (13,6%), contre 19,3% en 1965. Aussi, la poursuite par les banques de leur activité de prêt a-t-elle exigé des appels à la banque centrale et les engagements des banques envers celle-ci ont augmenté de presque PTA 23 milliards.

L'exécution de ce programme a exercé un effet de freinage sur la demande au cours de 1966; combiné avec l'augmentation des charges salariales et l'amenuisement des marges bénéficiaires, ce freinage a provoqué un ralentissement de la croissance des investissements. Le mouvement de hausse des prix s'est également ralenti et la progression de 5,3% du coût de la vie a été très sensiblement inférieure à celle de 9,4% enregistrée en 1965. Quoi qu'il en soit, la situation de la balance des paiements et la tendance à la hausse des salaires et des prix demeurent une source d'inquiétude; elles exigent la poursuite d'une politique restrictive. En mars 1967, les autorités ont porté à 18% le pourcentage des dépôts que les banques sont tenues de placer en valeurs du Trésor.

Japon. Pour surmonter la première récession aiguë que le pays a connue depuis la fin de la seconde guerre, les autorités ont combiné judicieusement un ensemble impressionnant de mesures financières et monétaires. Dans le cadre du programme spécial mis en route en juillet 1965 et dans le budget de l'exercice 1966-67, le gouvernement a annoncé une série de mesures de reflation de grande envergure, en appliquant surtout son effort sur les investissements du secteur public. Le déficit provoqué par l'exécution de ce programme a été financé par des émissions d'obligations du Trésor qui ont été surtout placées auprès des banques et d'autres organismes financiers. Au point de vue monétaire, la Banque du Japon a abaissé son taux d'escompte en trois étapes, de 6,57 à 5,48%, pendant le premier semestre

de 1965. En outre, devant l'élargissement du marché des valeurs du Trésor, la banque centrale est intervenue sur le marché libre afin de créer une plus large aisance monétaire.

Au cours du premier semestre de 1966, la production s'est inscrite vigoureusement en reprise sous l'impulsion de l'augmentation des dépenses publiques et d'une croissance plus rapide des exportations. De ce fait, la demande de crédits, émanant du secteur privé, n'a donné de signes de vigueur que pendant le second semestre de l'an dernier, au moment où les dépenses d'investissement se sont accélérées. Pendant la majeure partie de 1966, en raison du renchérissement relatif du coût du crédit à l'étranger, les milieux commerciaux japonais se sont de plus en plus tournés vers des sources intérieures de moyens financiers, tout en accordant plus de crédits à leurs clients étrangers. Avec la détente des taux sur les places étrangères à la fin de l'année et la stabilité relative de ceux pratiqués au Japon, la situation a commencé à se renverser. Enfin, un autre facteur, lié à l'accroissement des demandes de crédits, a été le ralentissement des exportations et la poursuite du mouvement de hausse des importations fin 1966 et début 1967.

En 1966, le volume total des dépôts dans les banques commerciales, les caisses d'épargne postale et les banques coopératives a augmenté de Y 4.830 milliards, soit presque de 17%, contre 10% en 1965. L'accroissement des avances au secteur privé (Y 4.650 milliards) a été de 15%, contre 10% en 1965. Les avances au secteur public ont progressé de Y 910 milliards en chiffres nets, contre Y 745 milliards l'année précédente. En raison de la politique d'argent facile et du niveau peu élevé des taux du marché monétaire japonais, la position nette en devises des banques s'est améliorée de Y 150 milliards, à la suite d'un accroissement de leurs avoirs à l'étranger et d'une réduction de leurs engagements envers l'étranger. Au total, le volume des moyens liquides fournis par la Banque du Japon, sous forme d'avances et d'achats de Bons et d'obligations du Trésor, s'est élevé à presque Y 560 milliards l'an dernier, contre moins de Y 55 milliards en 1965. Cet apport a servi en majeure partie à compenser les pertes de moyens liquides provoquées par l'augmentation de la circulation de billets et l'amélioration de la situation du Trésor à l'égard de la banque centrale.

Le budget de l'exercice 1966-67, qui a été utilisé pour la première fois comme un moyen d'action souple de la politique économique générale, a apporté une contribution étendue à la reprise de l'activité pendant l'exercice considéré. Les dépenses du budget général se sont accrues de plus de 20% (Y 4.477 milliards) et les émissions de valeurs du Trésor sont passées de Y 197 milliards au cours de l'exercice 1965-66, année pendant laquelle ce procédé a été pour la première fois utilisé, à Y 730 milliards pour l'exercice 1966-67. Sur ce dernier montant, 11% ont été

absorbés par des particuliers et le solde, 89%, par le système bancaire et d'autres organismes financiers.

Avec l'intensification des pressions de la demande au début de 1967, il ne s'agissait plus de contrecarrer un mouvement de récession, mais de maintenir le nouveau mouvement de reprise dans des limites raisonnables. Pour modérer une expansion de l'activité plus satisfaisante qu'on ne l'escomptait, le gouvernement a révisé en baisse ses plans de dépenses générales pour l'exercice financier 1967-68 et les estimations budgétaires font ressortir une augmentation de dépenses de 15,9% seulement. L'augmentation des investissements et des programmes de prêt du Trésor sera limitée à 17,8% seulement, pourcentage le plus bas des cinq années écoulées. On prévoit que les offres d'obligations du Trésor ne dépasseront pas Y 800 milliards.

II. ÉCHANGES ET PAIEMENTS INTERNATIONAUX.

Après avoir un peu fléchi en 1965, le rythme d'expansion du commerce mondial s'est légèrement accéléré l'an dernier. Sur la base des prix courants, les exportations totales ont augmenté de 9,5%, contre 8,5% l'année précédente. La régularité relative de cette cadence masque néanmoins deux mouvements en sens opposé: forte accélération des ventes du Canada et de l'Europe occidentale aux États-Unis, nouveau fléchissement du pourcentage d'accroissement des échanges entre pays d'Europe, en raison principalement du plafonnement de l'activité en République fédérale d'Allemagne.

Au cours du premier trimestre de 1966, les exportations totales accusaient une augmentation de 13% par rapport à celles de la période correspondante de

Commerce International.

Zones	Exportations			Importations			Variations du volume	
	1964	1965	1966	1964	1965	1966	des exportations	des importations
							en 1966	
en milliards de dollars E.U.							en pourcentage	
Zones développées								
Europe occidentale								
C.E.E.	42.6	47.9	52.7	45.1	49.1	53.7	+ 9.0	+ 8.1
A.E.L.E.	24.5	28.6	28.5	30.7	32.2	33.9	+ 5.3	+ 6.0
Autres pays	4.6	5.1	5.7	7.5	8.9	10.0	+ 9.1	+ 11.4
Total pour l'Europe occidentale .	71.7	79.6	86.9	83.3	90.2	97.6	+ 7.2	+ 7.7
États-Unis	26.6	27.5	30.5	20.3	23.2	27.7	+ 14.1 ¹	+ 19.1 ¹
Canada	8.1	8.5	10.0	7.6	8.7	10.0	+ 12.3	+ 12.5
Japon	6.7	8.5	9.8	7.9	8.2	9.5	+ 16.2	+ 17.9
Autres zones ²	5.5	5.5	5.8	6.6	7.5	7.3	+ 4.3	- 6.3
Total pour les zones développées	118.6	129.6	143.0	125.7	137.8	152.1	+ 8.1	+ 9.7
Zones en voie de développement								
Amérique Latine	9.9	10.4	11.1 ³	8.6	8.8	9.3 ³	+ 6.0 ³	+ 5.3 ³
Autres zones	24.1	25.6	27.0 ³	26.6	28.4	30.5 ³	+ 5.0 ³	+ 4.2 ³
Total pour les zones en voie de développement	34.0	36.0	38.1³	35.2	37.2	39.8³	+ 5.3³	+ 4.5³
Total général⁴	152.6	165.6	181.1	160.9	175.0	191.9	+ 7.8	+ 8.8

¹ Du premier semestre de 1965 au premier semestre de 1966. ² Afrique du Sud, Australie et Nouvelle-Zélande.
³ Chiffres provisoires. ⁴ 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.

l'année précédente, qui s'étaient ressenties de la prolongation des conflits sociaux dans des ports des Etats-Unis. Le pourcentage d'augmentation a légèrement diminué au cours du deuxième trimestre et est tombé à 7% au cours du quatrième.

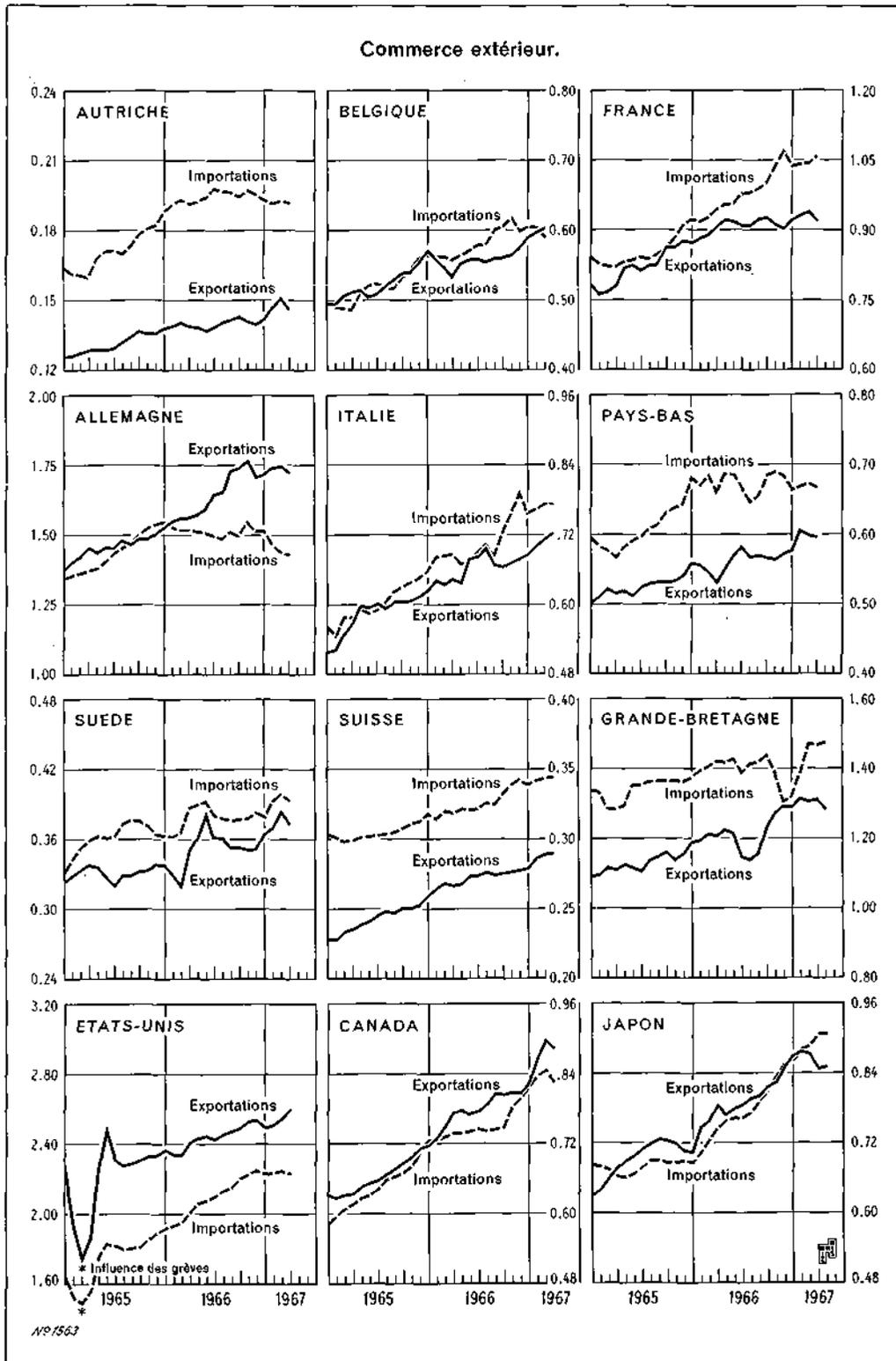
Comme en 1965, l'augmentation de la valeur des échanges internationaux a été due presque entièrement à l'accroissement du volume physique des marchandises échangées, les prix unitaires ayant progressé de 1% seulement. Le tonnage des importations des pays industriels a progressé d'un pourcentage supérieur à celui de leurs exportations (10% environ et 8% respectivement). Le phénomène inverse s'est produit dans les pays en voie de développement, où les exportations se sont accrues de 5,5%, et les importations de 4,5%. Dans l'ensemble, les termes de l'échange des pays industriels ne se sont pas modifiés l'an dernier; ceux des pays en voie de développement ont accusé une aggravation très limitée.

Après avoir fléchi en 1965 par rapport à l'année précédente, les prix des matières premières exportées ont augmenté de 1% l'an dernier. Les prix des matières premières en provenance de pays en voie de développement, qui avaient été le plus défavorablement touchés en 1965, ont fait preuve de stabilité pendant que ceux des matières premières en provenance de pays développés accusaient une progression de 2%, principalement à la suite du raffermissement des cours des céréales et de la laine. Les prix des métaux de base non ferreux exportés ont augmenté de 15% l'an dernier; ce mouvement a été dû entièrement à l'avance des cours du cuivre. Depuis trois ans, les prix des métaux non ferreux ont accusé une hausse de 60% dont les principaux bénéficiaires ont été, entre autres, les pays en voie de développement, Chili, Malaisie, et Zambie par exemple.

En ce qui concerne la tendance plus récente des prix sur les marchés mondiaux de matières premières, la hausse intervenue du milieu de 1965 au premier trimestre de 1966 a fait place, au cours des deux trimestres suivants, à un recul sensible qui a touché pratiquement tous les compartiments, blé et cacao exceptés. Après avoir cédé un peu de terrain vers la fin de 1966, les prix ont fait preuve d'une tendance soutenue pendant le premier trimestre de 1967, époque à laquelle ils accusaient pourtant une diminution de 5% environ par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente.

L'augmentation de la valeur des échanges entre pays développés a été beaucoup plus accentuée l'an dernier en Amérique du Nord et au Japon qu'en Europe occidentale. Les importations des Etats-Unis ont progressé de 20% environ, en partie à la suite de l'intensification de leur effort de guerre au Viêt-nam, et comme leurs ventes à l'étranger se sont accrues d'un pourcentage égal à la moitié seulement de ce chiffre, l'excédent de la balance commerciale a été ramené de \$4,3 à \$2,8 milliards. L'accroissement des importations des Etats-Unis a eu sa contrepartie dans un

Commerce extérieur.



développement très appréciable des ventes des pays d'Europe occidentale, du Canada et du Japon, qui ont progressé de 25, 24 et 20% respectivement à destination des États-Unis, et de 9, 18 et 15,5% respectivement à destination de l'ensemble des pays du monde. A l'intérieur de la C.E.E. les exportations et les importations ont progressé les unes et les autres de 9% environ; à l'intérieur de la zone européenne de libre échange, les exportations ont progressé de 7% et les importations de 5% (le dernier chiffre reflétant principalement l'augmentation très limitée des achats de la Grande-Bretagne à l'étranger). Les exportations du groupe de pays formé par l'Australie, la Nouvelle-Zélande et l'Afrique du Sud se sont accrues de 8% pendant que leurs importations ont effectivement diminué de 3%, principalement en raison de la chute importante de celles-ci en Afrique du Sud. Pour l'ensemble des pays en voie de développement, l'accroissement des importations a suivi de près, semble-t-il, celui des exportations.

Les fluctuations des échanges entre pays de la C.E.E. reflètent essentiellement les modifications intervenues dans le commerce extérieur de l'Allemagne. Pendant la phase de haute conjoncture en 1965, les importations de la République fédérale d'Allemagne en provenance de ses partenaires de la C.E.E. avaient fait un bond en avant de 31%; en revanche, les exportations allemandes à destination des autres pays de la C.E.E. s'étaient accrues de 7% seulement, en raison de l'insuffisance de son potentiel de production et du peu d'activité de la demande en France et en Italie. En 1966, la situation s'est renversée: à la suite du ralentissement de la demande d'origine interne, les importations de la République fédérale d'Allemagne en provenance des autres pays de la C.E.E. se sont accrues de 4% seulement et les ventes à ces mêmes pays ont progressé de 16%, principalement sous l'effet du mouvement de reprise en France et en Italie.

Evolution des échanges de services.

Depuis la fin du second conflit mondial — c'est un des traits caractéristiques de la période écoulée — le degré d'interdépendance économique des pays et des diverses régions du monde s'est progressivement renforcé. Cette évolution s'est reflétée dans le domaine des échanges et aussi dans celui des transactions invisibles, services et prestations gratuites.

De 1955 à 1965, les recettes au titre des opérations invisibles encaissées par l'Europe occidentale, l'Amérique du Nord et le Japon ont progressé de \$22,4 à \$49 milliards, soit de 119%. Au cours de la même période, les décaissements effectués à ce même titre par cet ensemble de pays se sont accrus de \$22,2 à \$47,8 milliards, soit de 116%. Comme leurs exportations et leurs importations se sont

**Europe occidentale, Amérique du Nord et Japon :
Balance des transactions invisibles.**

Zones	Années	Trans-ports ¹	Revenus du capital	Tourisme	Envois de fonds des émigrants ²	Opérations des institutions gouvernementales ³	Autres	Total
		en millions de dollars E.U.						
Europe occidentale	1955	+ 450	+ 620	+ 570	+ 210	+ 1.230	+ 805	+ 3.885
	1960	+ 850	+ 825	+ 1.275	+ 410	- 390	+ 870	+ 3.840
	1965	+ 1.300	+ 1.110	+ 1.925	+ 510	- 1.325	+ 550	+ 4.070
Etats-Unis	1955	+ 200	+ 1.955	- 500	- 455	- 4.835	+ 395	- 3.240
	1960	- 165	+ 2.350	- 855	- 485	- 4.770	+ 850	- 3.075
	1965	- 275	+ 4.255	- 1.190	- 630	- 4.465	+ 1.680	- 625
Canada	1955	- 15	- 330	- 120	- 70	+ 40	- 155	- 650
	1960	- 95	- 495	- 215	- 155	- 100	- 235	- 1.295
	1965	- 75	- 705	- 30	- ⁴	- ⁵	- 430	- 1.240
Japon	1955	- 160	- 40	+ 5	- ⁵	+ 500	- 30	+ 275
	1960	- 285	- 35	-	- ⁵	+ 325	- 130	- 125
	1965	- 550	- 190	- 20	- ⁵	+ 215	- 425	- 970

¹ Assurance marchandises comprise. ² Revenus des travailleurs employés temporairement à l'étranger et des émigrants permanents. ³ Services et transferts de caractère civil et militaire. ⁴ Envois de fonds des émigrants seulement; les versements effectués par des particuliers et des institutions privées figurent dans le poste «Autres». ⁵ Les données qui ne sont pas disponibles séparément, sont incluses dans «Autres».

Note: Les écarts entre les chiffres ci-dessus et ceux de la balance consolidée de l'Europe occidentale et les données figurant dans les tableaux de chaque pays s'expliquent pour des raisons d'ordre méthodologique. Les chiffres du tableau ci-dessus sont établis, pour la quasi-totalité des pays, en termes de transactions; de plus ils ne comprennent pas le courtage et le travail à façon, qui sont considérés comme faisant partie des opérations commerciales. Dans les autres tableaux, au contraire, les chiffres ont été établis en termes de règlements et le travail à façon et les opérations de courtage ont été inscrites au chapitre des transactions invisibles. Dans le cas des Etats-Unis, la différence est due au fait que les dons du gouvernement ont été portés dans le tableau ci-dessus et non pas dans celui des services de la page 116.

développées de 120 et 116% respectivement, la part des transactions invisibles dans les balances des paiements courants a légèrement fléchi.

La répartition des transactions invisibles par espaces économiques fait apparaître un excédent net de celles-ci en faveur des pays de l'Europe occidentale, et des déficits nets pour l'Amérique du Nord et le Japon. De 1955 à 1965, l'excédent des transactions invisibles de l'Europe dégagé, à l'occasion des principales opérations, (dépenses des gouvernements non comprises) s'est pratiquement stabilisé aux environs de \$4 milliards par an. En Amérique du Nord, le déficit des transactions invisibles des Etats-Unis a fléchi, pendant la même période, de \$3,2 milliards à \$600 millions, en raison de la vive progression des revenus des placements à l'étranger, seul poste important des opérations invisibles à faire apparaître des excédents. Au Canada, dans le même temps, le déficit des opérations invisibles a progressé de \$700 millions à \$1,2 milliard. La balance des transactions invisibles du Japon s'est également aggravée, l'excédent de \$300 millions en 1965 ayant fait place, dix ans plus tard, à un déficit de \$1 milliard.

Les *transports* se classent toujours en tête des cinq principaux postes des transactions invisibles des pays considérés. En 1965, ils ont représenté le quart

du montant combiné des recettes et des dépenses de ces pays au titre des opérations invisibles. En Europe occidentale, l'excédent net des recettes de transport a presque triplé entre 1955 et 1965 pour se monter à \$1,3 milliard. Parmi les pays à vocation maritime, la Grèce et les pays nordiques ont enregistré les résultats les plus brillants pendant la période considérée. Le tonnage de leur flotte marchande a plus que doublé, et leurs recettes de transport et de fret sont passées de \$600 millions à \$1,4 milliard en chiffres nets. En Grande-Bretagne, dont le tonnage de la flotte marchande a fléchi de 20 à 14% du tonnage mondial, l'amélioration du poste « Recettes des transports » a été nettement moins accentuée: néanmoins, le déficit net de ce poste (100 millions en 1955) a fait place en 1965 à un excédent d'un même montant en chiffres nets. L'excédent du poste « Transports » a progressé aux Pays-Bas de \$145 à \$350 millions pendant les dix années considérées, le tonnage des marchandises embarquées et débarquées dans les ports néerlandais ayant doublé.

A la suite du fléchissement de la part de la flotte marchande des Etats-Unis dans le tonnage mondial (de 50 à 12% depuis la fin de la guerre), la balance des transports de ce pays s'est aggravée à une cadence soutenue. Les excédents dégagés à ce titre pendant la période d'après-guerre ont disparu en 1957; en 1965, le déficit de ce poste a atteint \$275 millions. Au Japon, malgré l'accroissement du tonnage de la marine marchande nationale, le poste « Transports » a été constamment défavorable et le déficit de celui-ci s'est accru de \$160 millions en 1955 à \$550 millions dix années plus tard.

**Europe occidentale, Amérique du Nord et Japon:
Montant total des transactions invisibles.**

Postes	Recettes			Dépenses			Solde		
	1955	1960	1965	1955	1960	1965	1955	1960	1965
	en millions de dollars E. U.								
Transports ¹	6.580	8.840	12.900	6.105	8.535	12.500	+ 475	+ 305	+ 400
Revenus du capital .	4.925	6.940	11.570	2.720	4.295	7.100	+ 2.205	+ 2.645	+ 4.470
Tourisme	2.790	5.010	9.075	2.825	4.805	8.390	- 45	+ 205	+ 685
Revenus du travail ² .	515	1.075	2.095	830	1.305	2.215	- 315	- 230	- 120
Opérations des institutions gouvernementales ³	3.550	3.225	3.600	6.615	8.160	9.175	- 3.065	- 4.935	- 5.575
Autres	4.075	6.275	9.765	3.060	4.920	8.390	+ 1.015	+ 1.355	+ 1.375
Total	22.425	31.365	49.005	22.155	32.020	47.770	+ 270	- 655	+ 1.235
Commerce extérieur	53.725	77.620	118.110	53.700	74.745	115.885	+ 25	+ 2.875	+ 2.225
Transactions invisibles en pourcentage des échanges commerciaux . . .	42	40	41	41	43	41	-	-	-

¹ Assurance marchandises comprise. ² Gains des travailleurs employés temporairement à l'étranger et envois de fonds d'émigrants permanents. ³ Services et transferts de caractère civil et militaire.

Les *revenus nets des placements* à l'étranger des pays d'Europe occidentale, de l'Amérique du Nord et du Japon se sont accrus, pendant la période considérée, de \$2,2 à \$4,5 milliards, la majeure partie de l'accroissement étant intervenue à compter de 1960.

Les revenus nets des placements à l'étranger des Etats-Unis ont progressé de \$2,0 à \$4,3 milliards et ceux de l'Europe de \$600 millions à \$1,1 milliard. Ce dernier mouvement reflète principalement l'augmentation des revenus nets de la Grande-Bretagne (de \$500 millions à \$1,3 milliard). Parmi les autres pays ayant accusé des excédents nets à ce titre en 1965, on citera, par ordre d'importance décroissante, la Suisse, les Pays-Bas, la France, l'Irlande, la Suède et l'Union Economique Belgo-Luxembourgeoise. Le seul pays important d'Europe à avoir enregistré un important déficit à ce titre a été la République fédérale d'Allemagne, avec un décaissement net de presque \$500 millions en 1965. En dehors de l'Europe, les décaissements effectués par le Canada et le Japon, au titre de la rémunération ou du service de placements étrangers, ont augmenté.

De 1955 à 1965, les revenus tirés par les Etats-Unis de leurs placements à l'étranger se sont accrus en chiffres bruts de \$2,4 à \$5,9 milliards, et leurs avoirs

**Pays d'Europe occidentale, Amérique du Nord et Japon:
Revenus de placements à l'étranger.**

Pays	Recettes			Dépenses			Solde		
	1955	1960	1965	1955	1960	1965	1955	1960	1965
en millions de dollars E.U.									
Europe occidentale									
Allemagne fédérale	50	200	330	195	395	795	- 145	- 195	- 465
Autriche	5	20	40	5	25	65	-	5	25
Danemark	10	25	40	20	20	50	- 10	+ 5	- 10
Espagne	-	10	30	10	25	85	- 10	- 15	- 35
Finlande	5	10	10	15	15	55	- 10	- 5	- 45
France	150	190	365	80	110	280	+ 70	+ 80	+ 85
Grèce	-	10	10	5	5	20	- 5	+ 5	- 10
Irlande	70	85	120	45	50	65	+ 25	+ 35	+ 55
Islande	-	-	-	-	5	5	-	- 5	5
Italie	25	85	200	45	115	285	- 20	- 30	- 85
Norvège	10	20	40	25	60	110	- 15	- 40	- 70
Pays-Bas	195	320	560	110	215	360	+ 85	+ 105	+ 200
Portugal	10	10	20	5	5	30	+ 5	+ 5	- 10
Royaume-Uni	1.445	1.905	2.770	960	1.225	1.505	+ 485	+ 680	+ 1.265
Suède	30	45	85	15	20	40	+ 15	+ 25	+ 45
Suisse	170	215	320	50	55	80	+ 120	+ 160	+ 260
Turquie	-	-	-	10	30	45	- 10	- 30	- 45
U.E.B.L.	130	180	245	90	130	240	+ 40	+ 50	+ 5
Total	2.305	3.330	5.185	1.685	2.505	4.075	+ 620	+ 825	+ 1.110
Canada	160	180	285	490	675	990	- 330	- 495	- 705
Etats-Unis	2.445	3.350	5.900	490	1.000	1.645	+ 1.955	+ 2.350	+ 4.255
Japon	15	80	200	55	115	390	- 40	- 35	- 190

à l'étranger de \$45 à \$106 milliards au total. Pendant la même période, les revenus encaissés par des étrangers sur des placements aux Etats-Unis ont progressé de \$500 millions à \$1,6 milliard, et leurs avoirs aux Etats-Unis de \$30 à \$59 milliards. La moitié environ du total des avoirs étrangers aux Etats-Unis est représentée par des créances à court terme, alors que ces dernières constituent entre 10 et 15 % seulement du total des avoirs des Etats-Unis à l'étranger. Jusqu'en 1957, les revenus des investissements directs des Etats-Unis à l'étranger représentaient en gros 80 % du total encaissé. Ce pourcentage a fléchi de nos jours aux environs de 66 %, en raison principalement du développement des émissions de valeurs étrangères sur le marché des capitaux des Etats-Unis.

Au Canada, le poste «Service des placements pour compte étranger» a fait apparaître un déficit de \$700 millions en 1965, contre \$330 millions dix ans auparavant. Cet accroissement s'explique, dans une large mesure, par l'augmentation des décaissements à destination des Etats-Unis, qui représentent les trois quarts environ du montant total des investissements pour compte étranger dans le pays.

Après avoir diminué de \$14 à \$8 milliards entre 1938 et 1948, les avoirs de la Grande-Bretagne à l'étranger ont été reconstitués depuis, en dépit du contrôle des investissements dans les pays ne faisant pas partie de la zone sterling. Fin 1964, la valeur des investissements à long terme du Royaume-Uni à l'étranger s'élevait à \$28,7 milliards en regard desquels figuraient \$16,7 milliards d'engagements aux mêmes échéances envers l'étranger. De 1955 à 1965, les dividendes et arrérages encaissés par la Grande-Bretagne à l'étranger ont doublé, pour atteindre \$2,8 milliards. Les décaissements de dividendes et arrérages à destination de l'étranger sont passés, pendant la même période, de \$1 à \$1,5 milliard. Les revenus nets des placements à l'étranger se classent de loin en tête des postes excédentaires des opérations invisibles; pendant la période considérée, ils ont atteint un montant à peu près égal à celui du déficit net du poste «Transferts et services du gouvernement».

En Suisse, les revenus nets des placements à l'étranger, qui viennent immédiatement après ceux du tourisme, se sont régulièrement accrus, pendant la période étudiée, de \$120 à \$260 millions. Fin 1965, on estimait que le montant total des avoirs de la Suisse à l'étranger était de \$18,5 milliards, contre \$8,5 milliards d'engagements. Les avoirs et engagements à échéance éloignée se montaient à \$10,7 et \$4,5 milliards respectivement, pendant que les avoirs et les engagements des banques se tenaient à \$4,3 et \$3,9 milliards respectivement.

Aux Pays-Bas, les recettes des placements à l'étranger et le service des intérêts et dividendes sur des placements étrangers dans le pays ont tous deux presque triplé entre 1955 et 1965. Les recettes ont en effet progressé de \$195 à \$560 millions

et les décaissements de \$110 à \$360 millions. On a enregistré des sorties nettes de capitaux pendant la majeure partie de la période considérée; les opérations sur valeurs mobilières ont été le poste le plus important des opérations en capital. Sauf en 1961, les achats de valeurs néerlandaises par des non-résidents ont été supérieurs aux achats de valeurs étrangères par des résidents néerlandais au cours des dix années considérées.

De tous les pays d'Europe occidentale, l'Allemagne fédérale a été le seul à enregistrer un déficit considérable au titre du service des placements étrangers, bien que les sorties nettes de ressources publiques aient été supérieures aux entrées nettes de capitaux privés pendant la majeure partie des dix années considérées. Jusqu'en 1961, les sorties nettes de ressources publiques étaient représentées en majeure partie par des remboursements effectués aux termes de l'Accord de Londres sur les dettes allemandes; par la suite, elles ont formé la contrepartie de prêts et de crédits à des pays en voie de développement, qui ont atteint \$280 millions environ par an à compter de l'année 1960. Etant donné que les rendements des investissements étrangers en Allemagne étaient bien supérieurs à ceux des prêts consentis à l'étranger par le gouvernement allemand, les décaissements nets enregistrés dans ce poste se sont accrus de \$145 millions en 1955 à \$465 millions en 1965.

Depuis quelques années, le *tourisme* est devenu une des principales industries exportatrices de l'Europe occidentale. Les recettes brutes ont augmenté, pendant la période considérée, de \$1,8 à \$7 milliards environ. Plus de la moitié de cette augmentation est venue grossir les recettes de la France, de l'Italie et de l'Espagne: \$700 millions, \$1,1 et \$1,0 milliard respectivement. Pendant la même période, les recettes brutes du tourisme de l'Autriche et de la Suisse ont augmenté de \$500 millions environ dans chacun des pays. Les dépenses brutes des touristes européens à l'étranger ont elles-aussi fortement progressé, passant de \$1,2 à \$4,9 milliards pendant la période considérée. Les deux tiers de l'augmentation ont été le fait de la France, de la République fédérale d'Allemagne et du Royaume-Uni avec \$800 millions, \$1,2 milliard et \$500 millions respectivement.

L'excédent net de la balance du tourisme de l'Europe occidentale est donc passé, de 1955 à 1965, de \$600 millions à presque \$2 milliards. L'Italie et l'Espagne ont enregistré chacune un excédent net de \$1 milliard en 1965, suivies par l'Autriche et la Suisse avec \$400 millions chacune. Pendant la même année, le déficit de la balance du tourisme de la République fédérale d'Allemagne s'est élevé à \$660 millions et celui de la Suède et de la Grande-Bretagne à \$115 et \$270 millions respectivement.

De 1955 à 1965, les décaissements et les recettes des Etats-Unis au titre du tourisme ont à peu près doublé pour atteindre \$2,4 et \$1,2 milliards respectivement

à la fin de la période considérée. Le déficit net de ce poste s'est donc accru de \$500 millions à \$1,2 milliard. En revanche, le déficit de la balance du tourisme du Canada a fléchi de \$120 à \$30 millions en raison principalement de l'accroissement des dépenses des touristes américains.

Le volume des *remises*, qui comprennent les gains réalisés par des travailleurs employés temporairement à l'étranger et les envois de fonds d'émigrants, s'est accru en liaison avec le développement des migrations de main-d'œuvre à destination de l'Europe et à l'intérieur même de celle-ci. On estime que l'effectif des travailleurs étrangers occupés dans des pays d'Europe a augmenté d'un maximum de 2,5 millions en 1962 à un maximum de 5,4 millions en 1965. Au nombre des principaux employeurs de main-d'œuvre étrangère en 1965, on relevait la République fédérale d'Allemagne (1,1 million), la France (1 million), la Suisse (800.000) et la Grande-Bretagne (700.000). Les principaux pays pourvoyeurs de main-d'œuvre étaient l'Italie (1,5 million), l'Espagne (675.000) et l'Irlande (600.000).

Les recettes brutes formant la contrepartie d'envois de fonds de travailleurs sont passées, en Europe occidentale, de \$400 millions en 1955 à \$1.900 millions en 1965, et les recettes nettes de \$200 à \$500 millions. Les recettes brutes totales des pays méditerranéens d'Europe ont augmenté de \$225 à \$1.430 millions pendant la période considérée. Pour l'Italie seulement, ces recettes sont passées de \$125 à \$800 millions. En 1965, les recettes nettes provenant d'envois de fonds de travailleurs se sont élevées, pour l'ensemble des pays méditerranéens, à \$1.350 millions; elles étaient après le tourisme, la seconde source des recettes au titre des transactions invisibles.

Avec la reconstruction progressive des économies des pays d'Europe pendant la période 1950-1960, les recettes nettes de la zone ayant leur source dans des *transactions de gouvernement à gouvernement*, et représentant en majeure partie l'aide des Etats-Unis ont diminué. En 1955 toutefois, en raison de l'importance des transferts effectués par les Etats-Unis à destination de la France pour aider ce pays à financer la guerre en Indochine, les excédents nets de ces recettes avaient atteint \$1,2 milliard. Par la suite, la balance des opérations de gouvernement à gouvernement a surtout reflété le déficit net de la Grande-Bretagne, qui est passé de moins de \$400 millions en 1955 à \$1.250 millions en 1965. Les opérations du gouvernement de l'Allemagne fédérale avec l'étranger n'ont laissé qu'un faible excédent pendant la plupart des années considérées, les recettes importantes en provenance d'organismes militaires étrangers ayant été presque compensées par le versement de réparations et d'indemnités. En 1965, ce poste était pratiquement équilibré avec presque \$1.100 millions du côté des recettes et du côté des dépenses.

Hors d'Europe, les sorties nettes de ressources publiques des Etats-Unis sont demeurées élevées, atteignant entre \$4 et \$5 milliards par an, dont la moitié de dépenses de caractère militaire. Au Japon, l'afflux net de ressources publiques – représentées en majeure partie par l'aide militaire des Etats-Unis – a fléchi de \$500 millions en 1955 à \$200 millions en 1965.

Evolution des balances des paiements.

Etats-Unis. En 1966, l'évolution de la balance des paiements a surtout reflété le jeu de deux facteurs: intensification de l'effort de guerre au Viêt-nam, essor des investissements à l'intérieur du pays. La conduite des hostilités a provoqué une augmentation de \$700 millions des dépenses militaires nettes à l'étranger. Les effets du second facteur ont été moins homogènes. L'accroissement des pressions sur les ressources disponibles à l'intérieur a été à l'origine d'une diminution de \$1,1 milliard de l'excédent de la balance commerciale; en revanche, les difficultés accrues d'accès au crédit ont été suivies d'une réduction de \$1,9 milliard des sorties nettes de capitaux privés. Le redressement des postes des opérations en capital, dû entre autres à l'exécution du programme de restrictions volontaire et aussi à la conversion de certains avoirs officiels liquides en avoirs moins liquides, a compensé en partie l'aggravation survenue dans les postes des transactions courantes. Aussi, le déficit de la balance générale (calculé sur la base de la liquidité extérieure) a-t-il à peine augmenté de \$1,3 à \$1,4 milliard. Sur la base des règlements entre autorités monétaires, le déficit de \$1,3 milliard enregistré en 1965 a fait place à un excédent de \$200 millions, en raison principalement de l'accroissement de \$2,7 milliards des engagements liquides envers des banques commerciales étrangères.

Le fléchissement de \$4,8 à \$3,7 milliards de l'excédent de la balance commerciale n'a pas été dû à un recul des ventes à l'étranger, mais à la vigueur exceptionnelle des importations. Après s'être accrues de 15% en 1965, celles-ci ont encore augmenté de 19% l'an dernier, pour se situer à plus de 75% au-dessus du point le plus bas touché, pour des raisons d'ordre cyclique, en 1961. L'intensité de la pression de la demande d'origine intérieure s'est surtout manifestée dans une augmentation des achats de produits manufacturés à l'étranger. La valeur des importations de biens de consommation (denrées alimentaires et boissons non comprises), après s'être accrue de \$700 millions en 1965, a augmenté de \$1,3 milliard, soit de 30%, l'an dernier. Le poste de la nomenclature douanière ayant accusé la plus forte progression a été celui des automobiles de tourisme, dont les importations – en provenance principalement du Canada et de la République fédérale d'Allemagne – ont pratiquement doublé d'une année à l'autre (\$1.245 millions contre \$670 millions).

Etats-Unis: Balance des paiements.

Postes	1965	Année entière	1966				1967 1er trimestre ¹
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
en millions de dollars ²							
Biens et services							
Exportations (f.o.b.)							
Financées par l'Etat	2.765	2.945	715	805	665	760	.
Commerciales	23.510	26.235	6.360	6.565	6.305	7.005	.
Total des exportations	26.275	29.180	7.155	7.100	7.425	7.500	7.730
Importations (f.o.b.)	21.485	25.505	5.980	6.220	6.640	6.665	6.700
Balance commerciale	+ 4.790	+ 3.675	+ 1.175	+ 880	+ 785	+ 835	+ 1.030
Revenu des investissements, redevances comprises	+ 5.165	+ 5.360	+ 1.330	+ 1.395	+ 1.380	+ 1.275	.
Dépenses militaires, recettes déduites	- 2.035	- 2.740	- 655	- 640	- 720	- 725	.
Pensions et envois de fonds	- 995	- 990	- 235	- 235	- 275	- 245	.
Autres services	- 960	- 1.000	- 270	- 250	- 220	- 260	.
Total des services	+ 1.175 ³	+ 630	+ 170	+ 270	+ 145	+ 45	.
Balance des biens et services	+ 5.965	+ 4.305	+ 1.345	+ 1.150	+ 930	+ 880	.
Mouvements de capitaux privés							
Capitaux américains							
A long terme							
Investissements directs	- 3.370	- 3.365	- 690	- 975	- 735	- 965	.
Investissements de portefeuille	- 760	- 425	- 320	+ 5	- 70	- 40	- 260
Prêts des banques	- 230	+ 330	+ 120	- 30	+ 85	+ 155	+ 150
Divers	- 90	- 115	- 15	- 55	- 30	- 15	.
Total des mouvements de capitaux à long terme	- 4.450	- 3.575	- 905	- 1.055	- 750	- 865	.
A court terme							
Banques	+ 325	- 70	+ 140	- 90	+ 20	- 140	- 85
Secteur non bancaire	+ 435	- 265	- 165	+ 50	- 15	- 135	.
Total des mouvements de capitaux à court terme	+ 760	- 335	- 25	- 40	+ 5	- 275	.
Total des mouvements de capitaux privés américains	- 3.690	- 3.910	- 930	- 1.095	- 745	- 1.140	.
Capitaux étrangers non liquides ⁴							
Achats de valeurs mobilières de sociétés américaines	- 445	+ 880	+ 175	+ 505	+ 110	+ 90	+ 75
Divers	+ 440	+ 1.275	+ 160	+ 540	+ 75	+ 500	.
Total des capitaux étrangers non liquides	- 5	+ 2.155	+ 335	+ 1.045	+ 185	+ 590	.
Balance des mouvements de capitaux privés	- 3.695	- 1.755	- 595	- 50	- 560	- 550	.
Dons et prêts de l'Etat, remboursements déduits et opérations diverses sur capitaux de caractère non liquide	- 3.175	- 3.395	- 1.005	- 1.025	- 740	- 615	.
Erreurs et omissions	- 430	- 590	- 290	- 195	+ 170	- 275	.
Balance des paiements sur la base de la liquidité, chiffres corrigés des variations saisonnières	- 1.335	- 1.425	- 545	- 120	- 200	- 560	.
Balance des paiements sur la base de la liquidité, avant correction des variations saisonnières⁵	- 1.335	- 1.365	- 50	+ 145	- 700	- 470	- 230

¹Chiffres provisoires. ² Les chiffres trimestriels, à l'exception de ceux des exportations, sont corrigés des variations saisonnières. ³ Voir note du tableau page 109. ⁴ Investissements étrangers du secteur privé et du secteur public en instruments de placements non liquides du secteur privé aux Etats-Unis. ⁵ Au milieu de mai, on ne connaissait pas les chiffres révisés pour la totalité des postes.

Après s'être accrue de \$450 millions en 1965, la valeur des importations de biens d'équipement a accusé une nouvelle augmentation de \$1 milliard (+ 60%). Enfin la valeur des matières premières à usage industriel d'origine étrangère, dont les importations ont progressé à peu près à la même cadence que la production industrielle, s'est accrue de \$1,1 milliard.

Tout en exerçant des tensions accrues sur le potentiel de production disponible, le développement des exportations de marchandises s'est poursuivi à une cadence accélérée (11% l'an dernier, contre 3% en 1965) d'après les calculs effectués par le Bureau des Statistiques. Le développement plus accéléré des ventes à l'étranger, noté en 1966, s'explique peut-être en partie par les incidences des conflits sociaux dans les ports au cours de l'année précédente. Les exportations de produits agricoles, qui s'étaient inscrites en baisse en 1965, se sont redressées l'année dernière, mais le pourcentage d'accroissement des ventes de produits autres que ceux de l'agriculture est passé, d'une année à l'autre, de 5 à 10%. Les exportations de machines-outils ont cependant accusé un recul, en raison de la vigueur exceptionnelle des demandes d'origine intérieure.

Du point de vue de la répartition géographique, les ventes ont surtout progressé à destination du Canada (+ 20%) et du Japon (+ 14%) qui représentent à eux seuls la moitié environ de l'augmentation de \$2,7 milliards des exportations enregistrée en 1966. Les ventes à l'Europe occidentale, en revanche, se sont accrues de 8%.

Le ralentissement récent de l'activité économique aux Etats-Unis a déjà commencé de se refléter dans les mouvements de la balance commerciale. La cadence d'accroissement des importations s'est mise à baisser au quatrième trimestre de l'année dernière; ce fléchissement s'est poursuivi pendant le premier trimestre de 1967, durant lequel l'excédent commercial est passé à plus de \$1 milliard, en raison également d'un net mouvement de reprise des exportations.

L'autre cause principale de l'aggravation de la balance des paiements doit être recherchée dans un accroissement de \$2,0 à \$2,7 milliards du montant net des dépenses militaires, dû en totalité à la conduite des hostilités au Viêt-nam. En ce qui concerne les autres postes de la balance des transactions courantes, les recettes nettes d'arrérages et de dividendes (droits de brevet et redevances diverses compris) ont continué à augmenter, mais à un rythme bien inférieur à celui des années précédentes. De 1960 à 1965, l'augmentation avait été de \$480 millions par an en moyenne; elle a représenté \$195 millions seulement l'an dernier. Les revenus des investissements directs, qui s'étaient accrues de \$290 millions pendant l'année précédente, se sont stabilisés à ce niveau en 1966. La balance des autres postes de services (envois de fonds compris) n'a accusé pratiquement aucune modification,

recettes et décaissements ayant augmenté chacun de \$500 millions environ. L'excédent de paiements courants a par conséquent fléchi à \$4,3 milliards, soit une diminution de \$1,7 milliard.

Après avoir été réduit de \$6,3 milliards (niveau record) en 1964, à \$3,7 milliards en 1965, le déficit du poste «Mouvements de capitaux privés» est tombé à \$1,75 milliard l'an dernier, mais ce nouveau recul a été d'une nature toute différente que celui de l'année précédente. En 1965, en effet, la balance des mouvements de capitaux à court terme s'était redressée de \$2,9 milliards, pendant que les sorties de capitaux à long terme s'étaient accrues de \$300 millions. L'an dernier, au contraire, la balance des mouvements de capitaux à court terme a fait apparaître un déficit de \$100 millions, contre un excédent de \$900 millions en 1965; par contre, les sorties nettes de capitaux à long terme sont tombées, d'une année à l'autre, de \$4,6 à \$1,7 milliards. Au surplus, alors qu'en 1965, en raison de l'application du programme de restrictions volontaire, la réduction du déficit du poste «Mouvements de capitaux privés» avait été due à un fléchissement des sorties nettes des Etats-Unis, l'an dernier, la compression du déficit a été presque entièrement le fait d'entrées nettes de capitaux étrangers.

Les exportations nettes de capitaux privés américains, après avoir fléchi de \$6,5 milliards en 1964 à \$3,7 milliards en 1965, ont légèrement augmenté l'an dernier (\$3,9 milliards). Les investissements directs qui avaient atteint \$3,4 milliards en 1965 se sont tenus à ce niveau élevé en 1966. Les investissements directs sur le continent européen et au Canada ont augmenté de \$210 et \$175 millions respectivement; ceux en Asie et dans les pays d'Afrique (Japon et Afrique du Sud non compris) se sont en revanche inscrits en recul de \$300 au total à \$250 millions.

En raison surtout de l'augmentation des remboursements, les émissions nettes de valeurs mobilières étrangères sur le marché des capitaux des Etats-Unis ont fléchi de \$1 milliard en 1965 à \$700 millions l'an dernier. D'autre part, sous les effets de la taxe d'égalisation des taux d'intérêt, les résidents aux Etats-Unis ont continué d'alléger leur portefeuille de valeurs étrangères et leurs ventes nettes de ces valeurs ont atteint \$275 millions, soit \$50 millions de plus qu'en 1965. Du côté des banques, les créances à échéance éloignée sur des non-résidents ont diminué de \$330 millions, mais les avances à court terme à l'étranger ont progressé de \$70 millions. Le volume total des encours des banques américaines envers des non-résidents a été par conséquent réduit de \$260 millions; le 31 décembre 1966, il se tenait à \$865 millions au-dessous du plafond fixé dans le programme de restrictions volontaire. En revanche, les créances à court terme de résidents américains (autres que les banques) sur des étrangers ont montré une progression de \$265 millions l'an dernier, contre un fléchissement de \$435 millions en 1965. Ce mouvement a été dû, semble-t-il,

dans une large mesure, à la mise en dépôt sur l'Euro-marché du produit d'obligations libellées en dollars émises par des sociétés américaines sur le marché des capitaux d'Europe.

L'afflux net de capitaux étrangers non liquides vers les Etats-Unis est passé de zéro en 1965, à \$2,2 milliards environ en 1966. A concurrence de plus de 50%, il a eu sa contrepartie dans la mise en portefeuille par les étrangers de valeurs américaines (autres que celles émises par le Trésor). Le portefeuille étranger de ces valeurs, qui avait accusé une diminution de \$445 millions en 1965 au moment de la mobilisation du portefeuille de valeurs en dollars du Trésor britannique, s'est accru de \$880 millions l'an dernier. L'augmentation notée en 1966 a été due, dans une large mesure, à des achats pour compte étranger de valeurs offertes par des sociétés américaines sur les marchés des capitaux d'Europe. En outre, les achats par des organismes officiels de valeurs émises par les agences du gouvernement américain se sont sensiblement développés.

Après avoir déjà augmenté de \$205 millions en 1965, le volume des créances à long terme des étrangers sur des banques américaines s'est encore accru de \$930 millions l'an dernier. La presque totalité de cet accroissement a eu pour contreparties la constitution de dépôts à échéance relativement éloignée et des achats de certificats de dépôts à long terme par des pays d'Asie et d'Amérique Latine et des organismes internationaux.

En dépit d'un accroissement de \$220 millions à \$430 millions des remboursements anticipés de dettes envers les Etats-Unis, le volume net des prêts et dons du gouvernement fédéral (y compris un certain nombre d'opérations portant sur des fonds non liquides) s'est légèrement accru de \$3,2 à \$3,4 milliards. Les dons ont augmenté d'un peu plus de \$100 millions, et on a relevé un accroissement de presque \$250 millions des avoirs officiels en certaines monnaies étrangères non comptabilisés dans les réserves monétaires.

Canada. En dépit d'une augmentation du niveau général d'activité à l'intérieur du pays, l'excédent d'exportations (y compris les ventes d'or non monétaire) est passé de \$235 millions en 1965 à \$465 millions en 1966. Par ailleurs, comme les entrées nettes de capitaux ont été supérieures l'an dernier de \$315 millions à celles de l'année précédente, le déficit de \$260 millions de la balance des paiements en 1965 a fait place à un excédent de \$145 millions.

Calculées en termes de balance des paiements, les exportations ont augmenté de \$1.400 millions soit de 17%. Les ventes aux Etats-Unis, qui représentent les trois cinquièmes du total, ont progressé de 24%. Ce mouvement s'explique à concurrence de moitié par l'accroissement de \$340 à \$900 millions de la valeur des livraisons de

véhicules de tourisme, de camions, et de pièces détachées. Aux termes de l'accord conclu en 1965 entre le Canada et les Etats-Unis sur l'industrie automobile, les mouvements de ces marchandises sont totalement exemptés des droits de douane dans les deux sens. Les ventes à la Grande-Bretagne ont légèrement fléchi, mais celles à destination de l'ensemble des autres pays ont augmenté de \$300 millions (+ 13%) dont les deux tiers représentent l'accroissement des livraisons de blé et de farine à l'U.R.S.S. et à l'Inde en particulier.

Pour la troisième année de suite, les importations ont augmenté de 14,5%. Les achats de marchandises visées par l'accord avec les Etats-Unis sur l'industrie automobile ont progressé de 41%, et ceux d'autres marchandises de 10,5%, c'est-à-dire d'un pourcentage comparable à celui de 1965.

Canada: Balance des paiements.

Postes	1965	1966				
		Année entière	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en millions de dollars E.U. ¹						
Commerce (f.o.b.)						
Exportations	8.215	9.615	2.340	2.335	2.450	2.490
Importations	7.980	9.150	2.205	2.240	2.310	2.395
Balance commerciale	+ 235	+ 465	+ 135	+ 95	+ 140	+ 95
Services						
Revenus des placements	- 705	- 815	- 185	- 190	- 210	- 230
Divers	- 530	- 560	- 140	- 120	- 165	- 135
Total	-1.235	-1.375	- 325	- 310	- 375	- 365
Balance des paiements courants	-1.000	- 910	- 190	- 215	- 235	- 270
Mouvements de capitaux à long terme						
Nouvelles émissions de valeurs canadiennes (chiffres nets)	+ 765	+ 875	+ 435	+ 190	+ 185	+ 65
Transactions sur valeurs canadiennes en circulation	- 185	- 215	- 20	- 60	- 80	- 55
Transactions sur valeurs étrangères	- 80	- 330	- 65	- 85	- 105	- 75
Investissements directs	+ 260	+ 620	+ 95	+ 140	+ 220	+ 165
Divers	- 100	- 70	- 30	+ 15	- 40	- 15
Total	+ 660	+ 880	+ 415	+ 200	+ 180	+ 85
Balance des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme	- 340	- 30	+ 225	- 15	- 55	- 185
Mouvements de capitaux à court terme²						
Balance totale (= variations des postes monétaires)	- 260	+ 145	+ 10	- 120	+ 195	+ 60

¹ Les chiffres trimestriels de la balance des paiements courants sont corrigés des variations saisonnières.

² Y compris le poste «Ajustements».

En raison principalement de l'augmentation des décaissements au titre des intérêts et dividendes, le déficit de la balance des services s'est accru de \$140 millions. Ce poste s'est également ressenti de l'accroissement de l'aide accordée par le gouvernement canadien, principalement pour financer les livraisons de blé à l'Inde.

Avec \$880 millions, l'afflux net de capitaux à long terme a atteint le niveau le plus élevé depuis 1959 et il a fait ressortir une augmentation de \$220 millions par rapport à 1965. En fait, les investissements directs ont augmenté de \$360 millions en chiffres nets. Les investissements directs pour compte étranger au Canada ont fortement progressé d'une année à l'autre de \$375 à \$610 millions, principalement en provenance des Etats-Unis. En outre, pour la première fois depuis 1950, on n'a relevé en fin de compte aucun investissement direct du Canada à l'extérieur, en raison de la cession, par une société pétrolière canadienne, de sa filiale à l'étranger.

Les nouvelles émissions de valeurs canadiennes à l'étranger ont également augmenté de \$765 millions en 1965 à \$875 millions en chiffres nets l'an dernier. La moitié de l'afflux de fonds formant la contrepartie de ces opérations est intervenue au cours du premier trimestre de 1966, au moment où d'importants transferts, qui avaient été différés le trimestre précédent, ont été effectués vers le Canada à la suite du placement de valeurs sur le marché de New York fin 1965. D'autre part, les achats nets de valeurs étrangères par le Canada (valeurs américaines principalement) ont progressé de \$80 à \$330 millions. L'afflux net de ressources à court terme (ressources de banques canadiennes non comprises) s'est accru de \$80 millions en 1965 à \$175 millions l'an dernier, jouant ainsi un rôle non négligeable dans le renversement de la situation de la balance des paiements.

Pays d'Europe occidentale. Le déficit combiné des balances des paiements courants des pays d'Europe occidentale a été ramené de \$1,3 milliard en 1965 à \$700 millions l'an dernier. L'excédent de paiements courants des pays de la C.E.E. s'est accru de \$800 millions à \$1,3 milliard et le déficit des pays de l'A.E.L.E. a fléchi de \$1,1 milliard à \$800 millions.

Le phénomène le plus remarquable a été l'an dernier le renversement de situation de la balance des paiements de la République fédérale d'Allemagne, dont l'excédent a atteint \$100 millions, contre un déficit de \$1,5 milliard en 1965, en raison de l'accroissement de l'excédent d'exportations. La balance des opérations courantes des autres pays de la C.E.E. s'est aggravée: les excédents de la France et de l'Italie ont diminué, un déficit a fait place à des excédents en Belgique et, aux Pays-Bas, le déficit s'est élargi. La balance des opérations courantes s'est améliorée dans tous les pays de l'A.E.L.E., Autriche et Norvège exceptées.

Pays d'Europe occidentale: Balances des paiements.

Pays	Années	Balance commerciale (f. o. b.)	Services ¹	Balance des paiements courants	Mouvements nets de capitaux (entrées +) ²		Balance globale ³
					Long terme	Court terme	
en millions de dollars É.U.							
Allemagne fédérale	1965	+ 1.275	- 2.795	- 1.520	+ 205	+ 1.035	- 280
	1966	+ 2.915	- 2.810	+ 105	- 250 ⁴	+ 595	+ 450
France	1965	+ 390	+ 130	+ 520	+ 110 ⁴	+ 330 ⁵	+ 960
	1966	- 45	+ 80	+ 35	+ 10 ⁴	+ 295 ⁵	+ 340
Italie	1965	- 475 ⁶	+ 2.110	+ 1.635	- 45	- 15	+ 1.575
	1966	- 995 ⁶	+ 2.380	+ 1.385	- 805 ⁴	- 20	+ 560
Pays-Bas	1965	- 670	+ 650	- 20	- 45	+ 65	-
	1966	- 605	+ 515	- 90	+ 55	- 5	- 40
Union Belgo-Luxembourgeoise	1965	- 90	+ 240	+ 150	+ 50	- 65	+ 135
	1966	- 350	+ 250	- 100	-	+ 10	- 110
Total pour les pays de la C.E.E.	1965	+ 430	+ 335	+ 765	+ 275	+ 1.350	+ 2.390
	1966	+ 920	+ 415	+ 1.335	- 135	-	+ 1.200
Autriche	1965	- 525 ⁶	+ 490	- 35	- 55	+ 35	- 55
	1966	- 670 ⁶	+ 480	- 190	- 30	+ 155	- 65
Danemark	1965	- 285	+ 175	- 110	+ 130	-	+ 20
	1966	- 265	+ 205	- 60	+ 90	-	+ 30
Norvège	1965	- 780 ⁶	+ 670	- 110	+ 200	+ 70	+ 160
	1966	- 850 ⁶	+ 685	- 165	+ 135	+ 35	+ 5
Portugal	1965	- 295	+ 170	- 125	+ 65	+ 145 ⁷	+ 85
	1966	- 325	+ 300	- 25	+ 110	+ 30 ⁷	+ 115
Royaume-Uni	1965	- 755	+ 450	- 305	- 670	+ 280	- 695
	1966	- 385	+ 215	- 170	- 360	+ 30	- 500
Suède	1965	- 405 ⁶	+ 105	- 300	+ 325	-	+ 25
	1966	- 300 ⁶	+ 65	- 235	+ 330	-	+ 95
Suisse	1965	- 710 ⁶	+ 640	- 70	+ 130	-	+ 60 ⁸
	1966	- 650 ⁶	+ 730	+ 90	- 95	-	+ 15 ⁸
Total pour les pays de l'A.E.L.E.	1965	- 3.755	+ 2.700	- 1.055	+ 655	-	- 400
	1966	- 3.445	+ 2.680	- 765	+ 430	-	- 335
Espagne	1965	- 1.670	+ 1.280	- 390	+ 195	+ 90	- 105 ⁹
	1966	- 2.000	+ 1.420	- 580	+ 360	+ 15	- 205 ⁹
Finlande	1965	- 225 ⁶	+ 35	- 190	+ 35	+ 70	- 85
	1966	- 230 ⁶	+ 25	- 205	+ 50	+ 10	- 145
Grèce	1965	- 700 ⁶	+ 435	- 265	+ 205	+ 30	- 30
	1966	- 725 ⁶	+ 490	- 235	+ 220	+ 40	+ 25
Irlande	1965	- 415 ⁶	+ 300	- 115	+ 65	-	- 50
	1966	- 365 ⁶	+ 320	- 45	+ 120	-	+ 75
Islande	1965	+ 5	+ 0	+ 5	-	-	+ 5
	1966	- 10	+ 0	- 10	+ 10	-	+ 0
Turquie	1965	- 115 ⁶	+ 40	- 75	+ 100	-	+ 25 ⁹
	1966	- 235 ⁶	+ 65	- 170	+ 135	-	- 35 ⁹
Total « Autres »	1965	- 3.120	+ 2.090	- 1.030	+ 790	-	- 240
	1966	- 3.565	+ 2.320	- 1.245	+ 960	-	- 285
Total général	1965	- 6.445	+ 5.125 ⁹	- 1.320	+ 3.070	-	+ 1.750
	1966	- 6.090	+ 5.415	- 675	+ 1.255	-	-

¹ Y compris les transferts gratuits. ² Chiffres obtenus en faisant la différence entre, d'une part, la balance des paiements courants et, d'autre part, la balance globale. Les mouvements de capitaux à long terme ont été repris séparément chaque fois qu'il a été possible de le faire. Les chiffres des totaux et les chiffres relatifs aux mouvements de capitaux à court terme comprennent les erreurs et omissions. ³ Correspond aux changements survenus dans les avoirs officiels nets et dans la position nette des banques commerciales. ⁴ Y compris les remboursements anticipés de la dette publique extérieure. ⁵ Y compris la balance des territoires français d'outre-mer vis-à-vis des pays situés hors de la zone franc. ⁶ Importations c.a.f. ⁷ Y compris la balance des territoires portugais d'outre-mer vis-à-vis des pays situés hors de la zone escudo. ⁸ Avoirs officiels seulement en chiffres nets. ⁹ Voir note du tableau à la page 109.

Dans les six pays ne faisant partie ni de la C.E.E. ni de l'A.E.L.E., le déficit combiné s'est accru de plus de \$200 millions, principalement en raison de l'élargissement de celui-ci en Espagne et en Turquie.

Grande-Bretagne. En raison principalement des mesures prises en juillet 1966, le déficit de la balance des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme a été comprimé une fois de plus, tombant de \$975 millions en 1965 à \$530 millions l'an dernier. En tenant compte de la reprise du service des emprunts contractés en Amérique du Nord après la fin du second conflit mondial, l'amélioration réelle de la situation de la balance de base a été de l'ordre de \$625 millions. Ce redressement s'explique, dans une large mesure, par l'amélioration intervenue dans les postes échanges de marchandises et mouvements de capitaux à long terme: le déficit de la balance commerciale a été en effet réduit de \$370 millions, et les sorties nettes de capitaux ont fléchi de \$310 millions. En revanche, les recettes nettes des postes de services ont fléchi de \$235 millions. Comme l'excédent du poste «Erreurs et omissions» a été également fortement réduit, le déficit global des paiements n'a diminué que de \$695 à \$500 millions. En dépit d'une aggravation de la balance commerciale, la balance générale des paiements a probablement continué de faire apparaître un excédent au cours du premier trimestre de 1967.

Calculées d'après les mouvements de marchandises, les exportations ont augmenté de 6,5% contre 7% en 1965. Ces progrès s'expliquent, dans une large mesure, par un accroissement de 25% des ventes aux Etats-Unis qui a fait suite à un gain à peu près comparable en 1965. Les ventes aux pays de l'A.E.L.E. se sont accrues de 11% et celles aux pays de la C.E.E., favorisées par une progression impressionnante des ventes à l'Italie et à la France ont augmenté de 5,5%. Les exportations à destination de l'Europe de l'Est et de l'U.R.S.S. ont continué à se développer rapidement, mais celles à destination de la zone sterling (Rhodésie non comprise) après avoir augmenté de 7% en 1965, se sont inscrites en recul de 1,5% l'an dernier.

Les importations se sont accrues de 3,5%, contre 1% seulement en 1965; la progression enregistrée l'an dernier s'explique, à concurrence de 1%, par le mouvement de hausse des prix et, pour le solde, par l'augmentation du tonnage des marchandises importées. En dépit du maintien de la taxe complémentaire jusqu'aux tous derniers mois de l'année, les importations de marchandises soumises à l'application de la taxe (c'est-à-dire la totalité de tous les postes douaniers exceptées les denrées alimentaires, les combustibles et les matières premières de base) ont augmenté de 9,5% en 1966; les importations de denrées alimentaires se sont maintenues à leur niveau de 1965 et les importations de matières premières de base ont fléchi de 4%. Les achats

Grande-Bretagne: Balance des paiements.¹

Postes	1964	1965	1966				
			Année entière	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en millions de dollars E.U.							
Commerce (f.o.b.)²							
Importations	14.040	14.150	14.695	3.750	3.665	3.810	3.470
Exportations et réexportations	12.520	13.395	14.310	3.540	3.370	3.615	3.785
Balance commerciale	-1.520	- 755	- 385	- 210	- 295	- 195	+ 315
Services²	+ 420	+ 450	+ 215	+ 90	+ 5	+ 55	+ 65
Balance des paiements courants²	-	-	-	- 120	- 290	- 140	+ 380
Balance des paiements courants avant ajustement	-1.100	- 305	- 170	- 95	- 205	- 310	+ 440
Mouvements de capitaux à long terme							
Capitaux officiels	- 325	- 235	- 220	- 70	+ 50	- 40	- 160
Capitaux privés							
Britanniques	-1.135	- 995	- 885	- 255	- 280	- 175	- 175
Etrangers	+ 430	+ 560	+ 745	+ 120	+ 255	+ 135	+ 235
Total des capitaux privés.	- 705	- 435	- 140	- 135	- 25	- 40	+ 60
Total des capitaux à long terme.	-1.030	- 670	- 360	- 205	+ 25	- 80	- 100
Balance des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme	-2.130	- 975	- 530	- 300	- 180	- 390	+ 340
Erreurs et omissions	+ 75	+ 280	+ 30	+ 180	- 75	+ 100	- 175
Balance totale (= variations des postes monétaires)	-2.055	- 695	- 500	- 120	- 255	- 290	+ 165

¹ Sur la base des transactions. ² Chiffres trimestriels corrigés des variations saisonnières.

à l'étranger de biens d'équipement ont augmenté de 13% (17% pour les machines) et ceux de biens de consommation de 11%. Les importations d'articles semi-manufacturés se sont accrues de 8% en raison principalement de la hausse des cours du cuivre, mais le tonnage des importations de ce métal a diminué.

L'année écoulée a été caractérisée par un redressement accentué de la balance commerciale: le déficit de \$505 millions pendant le premier semestre a fait place, en effet, à un excédent de \$120 millions pendant le second. Dans une certaine mesure, ce redressement a reflété l'entrée en jeu de deux facteurs exceptionnels: grève de la marine marchande à la suite de laquelle certaines livraisons à effectuer pendant le deuxième trimestre ont été reportées sur le troisième, ralentissement temporaire des importations immédiatement avant l'abolition, fin novembre, de la taxe complémentaire. Dans l'ensemble, toutefois, l'amélioration enregistrée a été due aux effets du programme de désinflation de juillet. Bien que les résultats du

commerce extérieur des premiers mois de 1967 se ressentent encore des séquelles de l'abrogation de la taxe complémentaire et soient par conséquent assez difficiles à interpréter, les exportations des quatre premiers mois se tenaient à 7% au-dessus de leur niveau de la période correspondante de 1966 et les importations, en moyenne, se tenaient, d'octobre 1966 à avril 1967, au même niveau que de janvier à septembre 1966.

L'excédent des transactions invisibles a fortement fléchi de \$450 millions en 1965 à \$215 millions l'an dernier. Ce recul est dû principalement à l'entrée en jeu d'un certain nombre de facteurs spéciaux, reprise de service intégral des emprunts contractés en Amérique du Nord, diminution des gains des sociétés pétrolières à la suite du paiement accéléré des taxes aux pays producteurs, grève dans la marine marchande.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux à long terme, les sorties nettes ont fléchi de \$670 à \$360 millions, le recul ayant été constaté presque en totalité dans le poste «Mouvements de capitaux privés». Les investissements nets des particuliers à l'étranger ont fléchi de \$110 millions, en raison principalement du désinvestissement qui a fait suite aux mesures de contrôle des changes d'avril 1965, aux termes desquelles les résidents britanniques doivent céder sur le marché des changes officiel 25% du produit de la vente de leurs valeurs libellées en devises étrangères. Les investissements directs à l'étranger ont été limités par une série de mesures restrictives, y compris celles de mai 1966 relatives aux exportations de capitaux à destination des pays développés de la zone sterling. On a également noté une diminution des investissements des sociétés pétrolières à l'étranger.

L'afflux net de capitaux étrangers privés vers la Grande-Bretagne s'est accru, au contraire, de \$185 millions en 1966, pour atteindre \$745 millions au total. Les investissements directs ont augmenté de presque \$100 millions, à la suite de transactions de grande envergure impliquant la prise de participation de sociétés américaines dans des entreprises du Royaume-Uni. On a noté également une progression des investissements de sociétés pétrolières étrangères se livrant à la prospection de gisements de gaz naturel en Mer du Nord. Le portefeuille étranger de valeurs britanniques a été une fois de plus allégé, les désinvestissements ayant atteint \$145 millions en chiffres nets, soit 10 millions de plus qu'en 1965.

Les sorties nettes de capitaux officiels (\$220 millions) ont été un peu inférieures à celles de 1965. L'octroi de prêts par le gouvernement britannique (\$265 millions) a été supérieur de \$55 millions à celui de l'année précédente, annulant ainsi le fléchissement du montant des dons accordés au titre de l'aide économique à des pays en voie de développement, opération comptabilisée dans la balance des paiements

courants. La Grande-Bretagne a effectué en 1966 un prélèvement de \$145 millions auprès de l'Export-Import Bank pour régler le montant du prix d'avions militaires et de fusées aux Etats-Unis; ces tirages ont provoqué l'apparition d'un excédent net des mouvements de capitaux officiels pendant le deuxième trimestre. Au cours du quatrième trimestre, en revanche, le versement intégral, pour la première fois depuis 1963, de l'annuité des prêts accordée par l'Amérique du Nord à la fin de la guerre a provoqué une sortie nette de \$160 millions.

Le poste « Erreurs et omissions » qui reflète essentiellement le décalage entre la date d'enregistrement des transactions dans la balance des paiements et celle de leur règlement, après avoir fait apparaître un solde positif de \$280 millions en 1965, et de \$175 millions en moyenne pendant les années 1958-1965, a accusé un excédent de \$30 millions seulement l'an dernier. Ce recul s'explique en totalité par l'apparition d'un déficit d'un montant exceptionnellement élevé pendant le quatrième trimestre, au moment où l'abrogation de la taxe complémentaire a fait que, pendant un certain temps, les arrivées de marchandises en provenance de l'étranger ont été en retard par rapport au règlement des importations.

République fédérale d'Allemagne. Le trait essentiel des fluctuations de la balance des paiements en 1966 a été la poursuite du redressement de la balance commerciale, qui s'était amorcé au dernier trimestre de 1965, et qui a porté l'excédent à près de \$2 milliards l'an dernier, contre \$300 millions au cours de l'année précédente. Cette amélioration a été compensée en partie par un mouvement défavorable de \$450 millions du poste « Mouvements de capitaux à long terme », dû à concurrence de 50% environ à un remboursement anticipé de \$195 millions de dettes envers les Etats-Unis. En fin de compte, le déficit de la balance des paiements de base (\$1.315 millions en 1965) est tombé à \$145 millions seulement en 1966, et a même été remplacé par un excédent de \$50 millions si on ne tient pas compte du remboursement anticipé de dettes extérieures. L'excédent de la balance commerciale a continué à s'accroître pendant les trois premiers mois de 1967, pour atteindre le niveau trimestriel record de \$1.080 millions. Comme d'autres postes ont fait apparaître un déficit net de \$160 millions, l'excédent de la balance générale a été de \$920 millions.

Le redressement de la balance commerciale a eu en majeure partie sa source dans le fait que, l'an dernier, les importations ont augmenté de \$500 millions seulement (+ 3%) contre un accroissement de presque \$3 milliards en 1965. Pendant le premier semestre de l'an dernier, les importations se tenaient à 8% au-dessus de la période correspondante de 1965; pendant le second, en revanche, elles accusaient un léger recul par rapport aux six derniers mois de l'année

Allemagne: Balance des paiements.¹

Postes	1965	Année entière	1966				1967 1er trimestre
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
en millions de dollars E.U.							
Commerce							
Exportations (f.o.b.)	17.910	20.155	4.740	4.905	4.970	5.540	5.190
Importations (c.a.f.)	17.610	18.165	4.530	4.560	4.405	4.670	4.110
Balance commerciale	+ 300	+ 1.990	+ 210	+ 345	+ 565	+ 870	+ 1.080
Services	- 355	- 410	- 75	- 120	- 190	- 25	- 40
Préstations gratuites	- 1.465	- 1.475	- 385	- 350	- 335	- 405	- 320
Balance des paiements courants	- 1.520	+ 105	- 250	- 125	+ 40	+ 440	+ 720
Mouvements de capitaux à long terme							
Investissements allemands à l'étranger (chiffres nets)	- 480	- 610	- 160	- 230	- 100	- 120	- 190
Investissements étrangers en Alle- magne (chiffres nets)	+ 1.005	+ 980	+ 295	+ 350	+ 190	+ 145	+ 115
Total des transactions privées Officielles	+ 525	+ 370	+ 135	+ 120	+ 90	+ 25	- 75
	- 320	- 620 ²	- 85	- 150	- 85	- 300 ²	- 50
Total	+ 205	- 250	+ 50	- 30	+ 5	- 275	- 125
Balance des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme	- 1.315	- 145	- 200	- 155	+ 45	+ 165	+ 595
Mouvements de capitaux à court terme							
Privés	+ 205	+ 425	+ 125	+ 100	+ 200	-	+ 155
Officiels	+ 350	- 35	- 40	+ 115	-	- 110	- 25
Total	+ 555	+ 390	+ 85	+ 215	+ 200	- 110	+ 130
Erreurs et omissions	+ 480	+ 205	+ 175	+ 100	+ 55	- 125	+ 195
Balance totale (= variations des postes monétaires)	- 280	+ 450	+ 60	+ 160	+ 300	- 70	+ 920

¹ Sur la base des transactions. ² Y compris un remboursement anticipé de \$ 195 millions de dettes envers les Etats-Unis.

précédente. Cette évolution a été due à l'entrée en jeu de trois facteurs principaux. Le ralentissement de la demande d'origine intérieure a surtout touché les importations de produits manufacturés (matériel militaire non compris). Les achats à l'étranger de ces produits s'étaient accrus de 29% en 1965 et de 24% au cours du premier trimestre de 1966. La cadence d'accroissement s'est ralentie par la suite à 13 et 5% respectivement pendant le deuxième et le troisième trimestre et, pendant le quatrième, ces importations se sont inscrites en recul de 2% par rapport aux trois mois correspondants de 1965. En second lieu, les résultats très satisfaisants de la campagne agricole en Allemagne, ont fait fléchir de 20 à 3,5% le pourcentage d'augmentation des importations de denrées alimentaires. Enfin, les importations de matériel militaire ont diminué d'un tiers environ.

La valeur des exportations a atteint l'an dernier \$20,2 milliards, soit une progression de 12,5%, contre 10,5% au cours de l'année précédente. Les progrès enregistrés ont été surtout dus à une recrudescence vigoureuse de la demande en France, en Italie et aux États-Unis. Les ventes à ces pays, qui représentent le quart environ des exportations totales, se sont en effet accrues de 18, 26 et 25% respectivement. Le mouvement d'expansion des exportations s'est accéléré pendant la seconde moitié de 1966, les ventes de machines et de véhicules automobiles ayant été particulièrement bien orientées.

Du point de vue de la répartition géographique, le déficit de la balance commerciale avec les pays de la C.E.E. (\$360 millions en 1965) a fait place à un excédent de \$380 millions l'an dernier. Le déficit de la balance commerciale avec les pays de l'Amérique du Nord a été ramené de \$900 à \$500 millions et l'excédent avec l'ensemble des autres pays du monde a été porté de \$1,6 à \$2,1 milliards.

Le déficit des postes des services (non compris le fret et l'assurance des marchandises importées qui sont comptabilisés dans la balance commerciale) s'est accru, d'une année à l'autre, de \$355 à \$410 millions. Les dépenses nettes des touristes allemands à l'étranger ont accusé une nouvelle augmentation de \$160 millions et les décaissements au titre de services divers se sont accrues de \$185 millions, dont plus de 25% ont représenté l'augmentation des dépenses engagées pour favoriser les exportations. En revanche, les recettes nettes ayant leur source dans le stationnement de troupes étrangères en Allemagne ont été supérieures de \$200 millions à celles de 1965.

Du côté des mouvements de capitaux à long terme, l'année 1966 a été caractérisée par des changements accentués dans le secteur public et le secteur privé. Les investissements nets de capitaux privés allemands à l'étranger sont passés en effet de \$480 à \$610 millions l'an dernier, en raison principalement du développement des investissements de portefeuille. L'opération connue sous le nom de «transaction Texaco» portant conversion de \$180 millions d'actions d'une société pétrolière allemande en obligations convertibles d'une filiale de celle-ci aux États-Unis a été enregistrée, dans la balance des paiements, comme un accroissement des investissements de portefeuille allemands à l'étranger. Cette transaction n'a eu toutefois aucun effet net sur le poste général des mouvements de capitaux à long terme, étant donné que la vente des actions de la société pétrolière allemande a été comptabilisée comme un investissement direct pour compte étranger en Allemagne. Malgré cette opération, le montant net des nouveaux investissements pour compte étranger en République fédérale a diminué en 1966, et l'afflux total de capitaux privés à long terme en provenance de l'étranger a fléchi de \$525 millions en 1965 à \$370 millions l'an dernier.

En même temps, les sorties nettes de capitaux officiels à long terme ont très sensiblement progressé de \$320 millions en 1965 à \$620 millions l'an dernier, en grande partie à la suite du remboursement anticipé, en décembre 1966, de \$195 millions de dettes envers les Etats-Unis. En groupant le secteur public et le secteur privé, on constate que les mouvements de capitaux à long terme ont donné lieu à des sorties de \$250 millions ou de \$55 millions, si on ne tient pas compte du remboursement anticipé de dettes extérieures.

Dans le poste «Mouvements de capitaux à court terme», les opérations de gouvernement à gouvernement ont donné lieu à une sortie de fonds de \$35 millions, contre un afflux de \$350 millions en 1965. Ce renversement s'explique essentiellement par le fait qu'en 1966 le montant des règlements anticipés de commandes de matériel militaire a été supérieur à la valeur des livraisons effectives. Dans le secteur privé, d'autre part, le recours accru à des emprunts à l'étranger par des entreprises allemandes (qui a toutefois pris fin au cours du quatrième trimestre) a provoqué, d'une année à l'autre, une augmentation de l'afflux de fonds de \$205 à \$425 millions. Enfin, le ralentissement des importations, combiné avec l'accélération de la cadence d'augmentation des ventes à l'étranger, a entraîné une réduction du solde positif du poste «Erreurs et omissions» de \$480 millions en 1965 à \$205 millions l'an dernier. Dans ces conditions, la balance générale des paiements a fait apparaître un surplus de \$450 millions contre un déficit de \$280 millions en 1965.

Italie. L'élargissement du déficit de la balance commerciale et des sorties record de capitaux ont fait fléchir l'excédent global de paiements de \$1,6 milliard en 1965 à \$600 millions en 1966. Le déficit de la balance commerciale et des postes des mouvements de capitaux s'est accru de \$500 et \$800 millions respectivement, mais on a noté une nouvelle augmentation de \$300 millions des recettes nettes provenant des services.

Deux facteurs ont été à l'origine de l'aggravation de la balance commerciale: la vigoureuse reprise de l'activité à l'intérieur du pays et le resserrement de certains débouchés à l'exportation, République fédérale d'Allemagne en particulier.

Après avoir fait preuve d'une stabilité à peu près complète en 1965, les importations ont augmenté de 16% l'année dernière. Les achats à l'étranger de produits semi-manufacturés se sont accrus de 30% ce mouvement étant dû, à concurrence de moitié, à l'augmentation des achats de dérivés de l'acier et du cuivre. Les importations de produits finis, qui avaient fléchi en 1965, ont progressé de 17% et celles de matières premières de 15%. En revanche, le pourcentage d'accroissement des importations de denrées alimentaires est tombé de 20 à 10% l'an dernier, en raison de la plus grande abondance des approvisionnements d'origine intérieure.

Italie: Balance des paiements.¹

Postes	1965	Année entière	1966				1967
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	1er trimestre
	en millions de dollars E.U.						
Commerce							
Importations (c.a.f.)	7.130	8.600	1.965	2.080	2.240	2.315	2.280
Exportations (f.o.b.)	6.655	7.600	1.840	1.815	1.975	1.970	1.960
Balance commerciale	- 475	- 1.000	- 125	- 265	- 265	- 345	- 320
Services							
Tourisme	+ 1.060	+ 1.200	+ 135	+ 285	+ 565	+ 215	+ 145
Envois de fonds	+ 675	+ 730	+ 135	+ 185	+ 210	+ 200	+ 140
Transports	+ 360	+ 410	+ 95	+ 100	+ 120	+ 95	+ 95
Divers	+ 15	+ 45	+ 5	-	+ 20	+ 20	- 50
Total	+ 2.110	+ 2.385	+ 370	+ 570	+ 915	+ 530	+ 330
Balance des paiements courants	+ 1.635	+ 1.385	+ 245	+ 305	+ 650	+ 185	+ 10
Mouvements de capitaux							
Rapatriements de billets de banque	- 315	- 560	- 175	- 105	- 105	- 175	
Investissements et prêts de non-résidents	+ 390	+ 260	+ 45	+ 15	+ 175	+ 25	- 255
Investissements et prêts de résidents	- 160	- 425	- 20	- 55	- 205	- 145	
Divers (y compris capitaux officiels)	+ 25	- 100 ²	- 20	+ 25	- 105 ²	-	
Total	- 60	- 825	- 170	- 120	- 240	- 295	- 255
Balance totale (= variations des postes monétaires)	+ 1.575	+ 560	+ 75	+ 185	+ 410	- 110	- 245

¹ Sur la base des règlements. ² Y compris un remboursement anticipé de \$145 millions de dettes envers les Etats-Unis.

De 21% en 1965, la cadence d'accroissement des exportations a été de 12% seulement l'an dernier, le recul s'étant manifesté au cours du deuxième semestre. Les ventes à la République fédérale d'Allemagne se sont accrues de 6% seulement après avoir augmenté de 35% au cours de l'année précédente ce qui explique, à concurrence des trois quarts, le ralentissement du rythme d'augmentation des exportations totales. Le mouvement d'expansion des ventes aux pays situés hors d'Europe (à l'exception des Etats-Unis où elles ont continué de progresser de 20% environ) s'est également un peu ralenti.

L'excédent net des postes des services s'est encore accru de \$275 millions, soit d'un montant comparable à celui de 1965. Cette amélioration a été due, à concurrence de la moitié, à l'augmentation des recettes en provenance du tourisme et, à concurrence d'un cinquième chacun, pour les postes transports et remises de travailleurs à l'étranger. Le nombre des émigrants italiens à destination des pays de la C.E.E. et des autres pays d'Europe, Suisse en particulier, a été inférieur de 7% à celui de l'année précédente. Toutefois, comme l'émigration vers des territoires d'outre-mer a fortement augmenté, le nombre total de personnes ayant quitté l'Italie s'est accru l'an dernier de 3%.

L'autre trait caractéristique de l'année 1966 a été l'étendue des sorties nettes de capitaux. Celles-ci ont atteint en effet \$825 millions contre \$60 millions seulement en 1965 et plus de 35 % environ du mouvement ont été notés au cours du dernier trimestre. Les épargnants italiens ont répondu favorablement à l'augmentation des taux sur les places étrangères, qui a également incité des débiteurs italiens à se libérer par anticipation. Les investissements directs de l'Italie à l'étranger se sont accrus de \$75 millions et le volume net des emprunts étrangers émis sur le marché italien a augmenté de \$190 millions. En revanche, les investissements étrangers en Italie ont diminué de \$130 millions. Les sorties de capitaux sous forme d'exportations de billets de banque se sont accrues de \$245 millions. Cet accroissement reflète les incertitudes au sujet de l'application de la taxe sur les coupons, qui a pris fin à la suite de la publication, en février 1967, d'un décret frappant l'ensemble des dividendes payables à des résidents italiens d'une retenue à la source de 5%. Les «autres» mouvements de capitaux comprennent le remboursement anticipé, en septembre 1966, de \$145 millions de dettes envers les Etats-Unis.

Pendant le premier trimestre de 1967, la balance des transactions courantes a été équilibrée, mais les exportations de capitaux se sont poursuivies à une cadence élevée et ont été supérieures à \$250 millions.

France. Après avoir varié entre \$600 et \$1.200 millions, au cours des cinq années précédentes, l'excédent global des paiements de la France est tombé à \$340 millions, niveau le plus bas depuis 1958. L'excédent de la balance commerciale (\$390 millions en 1965) a fait place à un déficit de \$45 millions l'an dernier et les investissements de particuliers non-résidents en France, ont diminué de \$205 millions en chiffres nets. La balance de base a continué de faire apparaître des excédents pendant le premier semestre, mais elle a accusé un déficit pendant le second.

D'après les statistiques douanières, la valeur des importations en provenance de pays ne faisant pas partie de la zone franc s'est accrue, en raison de la reprise d'activité, de \$8,8 à \$10,3 milliards, soit une augmentation de 17%, contre 4,5% seulement en 1965. Les achats à l'étranger de produits semi-manufacturés ont accusé la progression la plus rapide et les importations de biens de consommation et d'équipement ont augmenté de 24 et 18% respectivement. A l'exception des achats de combustible, dont l'augmentation a été très modérée, les importations de matières premières se sont accrues de 13%, en raison principalement de l'accélération de la cadence de reconstitution des stocks.

Les exportations à destination des pays ne faisant pas partie de la zone franc ont atteint \$9,4 milliards soit une progression de 11%, contre 14% environ au cours des deux années précédentes. La diminution du pourcentage global d'expansion a

France: Balance des paiements.¹

Postes	1965	1966					
		Année entière ²	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre			4ème trimestre
en millions de dollars E.U.							
Commerce (f.o.b.)							
Exportations	8.600	9.485	2.310	2.420	2.330	2.330	
Importations	8.210	9.530	2.280	2.385	2.300	2.530	
Balance commerciale	+ 390	- 45	+ 30	+ 35	+ 30	- 200	
Services							
Transports	+ 40	+ 55	- 10	+ 10	+ 40	+ 15	
Tourisme	- 30	+ 30	+ 30	+ 80	- 120	+ 35	
Envois de fonds des travailleurs étrangers	- 275	- 330	- 70	- 75	- 85	- 95	
Divers	+ 395	+ 325	+ 95	+ 75	+ 20	+ 105	
Total	+ 130	+ 80	+ 45	+ 90	- 145	+ 60	
Balance des paiements courants	+ 520	+ 35	+ 75	+ 125	- 115	- 140	
Mouvements de capitaux à long terme							
Officiels	- 250 ³	- 145 ⁴	- 15	-	- 105 ⁴	- 25	
Privés	+ 360	+ 155	+ 65	+ 80	- 50	+ 50	
Total	+ 110	+ 10	+ 50	+ 80	- 155	+ 25	
Balance des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme	+ 630	+ 45	+ 125	+ 205	- 270	- 115	
Mouvements de capitaux à court terme, plus erreurs et omissions	+ 60	+ 45	- 15	+ 85	+ 105	- 20	
Reste de la zone franc	+ 270	+ 250	+ 95	+ 55	+ 50	+ 45	
Balance totale (= variations des postes monétaires)	+ 960	+ 340	+ 205	+ 345	- 115	- 90	

¹ Sur la base des règlements. ² 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. ³ Y compris un remboursement anticipé, d'un montant de \$179 millions, effectué sur le prêt de la Banque Export-Import. ⁴ Y compris un remboursement anticipé, d'un montant de \$71 millions de la dette envers les Etats-Unis.

été dû, dans une large mesure, au ralentissement de la cadence d'accroissement des exportations de produits semi-manufacturés. Le déficit de la balance commerciale avec les pays ne faisant pas partie de la zone franc s'est donc accru de \$580 millions. Avec les pays de la C.E.E. l'excédent de la balance commerciale (\$100 millions en 1965) a fait place à un déficit de \$245 millions l'an dernier, dont les deux tiers représentent un fléchissement des exportations à destination de l'Allemagne. L'excédent de la balance commerciale avec les pays de l'A.E.L.E. est tombé de \$420 à \$280 millions principalement en raison de l'accroissement du déficit avec la Suède et de la diminution de l'excédent avec la Suisse. En ce qui concerne le commerce extérieur avec la zone franc, l'excédent enregistré en 1965 a fait place à un déficit, en raison principalement de la chute brutale des exportations à destination de l'Algérie.

Les recettes nettes des services et des transferts ont encore fléchi de \$130 millions en 1965 à \$80 millions l'an dernier. Les envois de fonds à l'étranger de travailleurs occupés en France se sont accrus de \$55 millions et les recettes provenant de redevances et d'autres services ont fléchi. En revanche, la situation de la balance du tourisme s'est améliorée de \$60 millions.

Les mesures prises en France et dans d'autres pays (aux Etats-Unis par exemple, où le gouvernement a fait pression sur les entreprises pour les inciter à limiter les investissements directs à l'étranger) et aussi le niveau relativement peu élevé des taux d'intérêt en France, ont provoqué, entre 1965 et 1966, un fléchissement de \$360 à \$155 millions de l'afflux net des capitaux privés étrangers à long terme. En raison de la faiblesse de la Bourse de Paris, les épargnants étrangers se sont à peu près totalement désintéressés des valeurs françaises alors que les épargnants français ont procédé, en même temps, à des achats nets de valeurs étrangères. Alors qu'en 1965, le poste « Opérations sur valeurs mobilières » avait fait apparaître une entrée nette de capitaux de \$175 millions, celle-ci a été ramenée à \$25 millions l'an dernier. Les sorties nettes de ressources publiques à long terme ont fléchi de \$250 millions en 1965 à \$145 millions l'an dernier, en raison exclusivement de la diminution des remboursements anticipés de dettes envers les Etats-Unis.

Le solde net des pays d'outre-mer membres de la zone franc (\$250 millions) a été légèrement inférieur à celui de 1965; il a accusé une diminution très appréciable à la fin de l'an dernier.

Union Economique Belgo-Luxembourgeoise. L'excédent global de la balance des paiements de l'U.E.B.L. (\$135 millions) enregistré en 1965 a fait place à un déficit de \$110 millions en 1966, en raison principalement d'un accroissement de l'excédent d'importations qui est passé, d'une année à l'autre, de \$90 à \$350 millions.

Le principal changement du côté de la balance commerciale a été le ralentissement de la cadence d'augmentation des exportations: 7% l'an dernier contre 14% en 1965. Dans une très large mesure, ce phénomène a reflété un rétrécissement des débouchés en République fédérale d'Allemagne, qui absorbe le cinquième environ de la totalité des ventes de la Belgique à l'étranger. Si, en raison de l'augmentation des cours du cuivre, les ventes de métaux non ferreux ont augmenté de 26% et celles de produits textiles de 10%, les ventes de dérivés du fer et de l'acier ont fléchi de 4% et celles de charbon d'un tiers. Le pourcentage d'accroissement des importations a été de 10,5% contre 9% en 1965. Les achats à l'étranger de biens d'équipement ont augmenté de 10% environ ce qui représente un rythme d'accroissement deux fois plus rapide que celui des importations de biens de consommation.

L'an dernier, le secteur public a réduit de \$50 millions le volume de ses engagements nets envers l'étranger, contre \$110 millions l'année précédente. Toutefois, cette réduction des sorties a été plus que compensée par l'accroissement des achats de valeurs mobilières étrangères par des résidents de l'Union Economique Belgo-Luxembourgeoise.

Pays-Bas. Sur la base des règlements, le déficit de la balance des paiements courants, après avoir fléchi en 1965, s'est de nouveau accru l'an dernier, en raison d'une aggravation dans le poste des services.

D'après les statistiques douanières, la cadence d'accroissement des importations avait fléchi de 18 à 6% en 1965. L'an dernier, au contraire, les importations ont progressé de 7% en raison de la pression de la demande qui s'est exercée pendant la majeure partie de l'année. Les achats à l'étranger de biens de consommation

Pays-Bas: Balance des paiements.*

Postes	1965	1966					1967
		Année entière	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre		1er trimestre
en millions de dollars E.U.							
Commerce (f.o.b.)							
Importations	6.655	7.045	1.720	1.755	1.755	1.815	1.755
Exportations	5.985	6.440	1.500	1.585	1.625	1.730	1.635
Balance commerciale	- 670	- 605	- 220	- 170	- 130	- 85	- 120
Services							
Revenus des investissements . . .	+ 200	+ 150	+ 10	- 5	+ 80	+ 65	+ 45
Divers	+ 450	+ 365	+ 75	+ 100	+ 95	+ 95	+ 50
Total	+ 650	+ 515	+ 85	+ 95	+ 175	+ 160	+ 95
Balance des paiements courants	- 20	- 90	- 135	- 75	+ 45	+ 75	- 25
Mouvements de capitaux							
Capitaux à long terme							
Privés							
Néerlandais	- 290	- 275	- 130	- 10	- 85	- 50	- 15
Etrangers	+ 305	+ 355	+ 95	+ 55	+ 90	+ 115	+ 5
Bancaires	- 25	-	- 20	+ 15	-	+ 5	- 5
Capitaux officiels	- 35	- 25	- 5	- 10	- 5	- 5	- 5
Total des mouvements de capitaux à long terme	- 45	+ 55	- 60	+ 50	-	+ 65	- 25
Capitaux à court terme	+ 65	- 5	+ 30	+ 10	+ 5	- 50	- 10
Balance des mouvements de capitaux	+ 20	+ 50	- 30	+ 60	+ 5	+ 15	- 35
Balance totale (= variations des postes monétaires)	-	- 40	- 165	- 15	+ 50	+ 90	- 60

* Etablie en termes de règlements.

ont augmenté de 17%, soit d'un pourcentage comparable à celui de l'année précédente. Les exportations ont augmenté de 6%, contre 10% en 1965. Un certain nombre de facteurs spéciaux ont exercé un effet défavorable sur la balance commerciale au cours du 1^{er} trimestre de 1966. Le mouvement de reconstitution des stocks a été suivi d'un gonflement anormal des importations; en même temps, les exportations de produits agricoles ont fléchi, des pays étrangers ayant interdit l'importation de viande et de bétail sur pied en provenance de Hollande en raison d'une épidémie de fièvre aphteuse. Ce phénomène a peut-être fait subir à la Hollande une perte de recettes d'exportations de \$50 millions environ. Les ventes aux pays de la C.E.E. ont augmenté de 5% en 1966 (12 et 2% respectivement pour les exportations à destination de la France et de l'Allemagne) et celles aux pays de l'A.E.L.E. de 1% seulement en raison du plafonnement des exportations à destination de la Grande-Bretagne. En revanche, les exportations à destination de l'Amérique du Nord et de l'Amérique Latine ont progressé de 19 et 25% respectivement.

Pour l'ensemble de l'année, l'excédent d'importations s'est monté à \$605 millions contre \$670 millions en 1965. Cette réduction du déficit de la balance commerciale a été plus que compensée par le fléchissement des recettes nettes des services: \$515 millions l'an dernier contre \$650 en 1965. Les revenus des placements à l'étranger ont diminué de \$50 millions par rapport à 1965, en raison principalement de la réduction du montant des dividendes mis en paiement par des filiales étrangères de sociétés néerlandaises. Les dépenses des touristes néerlandais à l'étranger ont augmenté de \$60 millions. Les transferts unilatéraux, qui avaient donné naissance à un afflux net de \$30 millions en 1965 au moment de l'encaissement de la dernière annuité prévue par l'accord financier entre les Pays-Bas et la République fédérale d'Allemagne, ont provoqué l'an dernier une sortie nette de \$20 millions.

De \$45 millions de sorties en 1965, les mouvements de capitaux à long terme ont provoqué un afflux net de \$55 millions l'an dernier. Ce revirement s'explique à concurrence des trois quarts par des transactions sur valeurs mobilières. Les nouvelles émissions de valeurs néerlandaises à l'étranger ont produit \$75 millions, contre \$5 millions seulement en 1965. Aucune émission étrangère sur le marché néerlandais n'a été autorisée l'an dernier.

Autriche. Le déficit de la balance commerciale s'étant accru de \$525 millions en 1965 à \$670 millions l'an dernier, le déséquilibre de la balance des paiements de base s'est aggravé de \$90 à \$220 millions. Ce mouvement a été compensé toutefois, dans une large mesure, par une augmentation de l'afflux de capitaux à court terme (poste «Erreurs et omissions» compris) qui est passé de \$35 à \$155

millions. De la sorte, le déficit de la balance générale des paiements (\$65 millions) a été à peine légèrement supérieur à celui de l'année précédente.

Les importations se sont accrues de 11%, la progression la plus accentuée ayant été notée dans le poste «Produits semi-manufacturés et manufacturés», en raison de la vigueur de la demande de machines et de véhicules automobiles. Après avoir fortement progressé en 1965, les importations de denrées alimentaires se sont pratiquement stabilisées l'an dernier. Les ventes à l'étranger ont progressé de 5% seulement, contre 11% en 1965. Celles de matières premières et de denrées alimentaires ont effectivement diminué, mais les exportations de produits manufacturés et semi-manufacturés ont augmenté de 7,5%, bien que le sous-groupe «Machines et véhicules» ait fait ressortir une progression de 4% seulement. Le ralentissement du rythme d'expansion a été surtout dû à un affaiblissement de la demande émanant de la République fédérale d'Allemagne. Toutefois, l'accroissement des discriminations sur les marchés de la C.E.E. et l'impossibilité pour les exportateurs autrichiens d'accorder des conditions de crédit aussi favorables que leurs concurrents étrangers ont joué, semble-t-il, un rôle non négligeable.

L'augmentation ininterrompue des recettes nettes du tourisme, qui était à l'origine de la presque totalité de l'excédent des services, s'est pratiquement arrêtée l'an dernier. Ces recettes (\$425 millions) ont été à peine supérieures de \$5 millions à celles de 1965. L'intensification de la concurrence d'autres pays, l'accroissement des dépenses des touristes autrichiens à l'étranger et l'inclémence de la température expliquent en partie l'insuffisance des résultats obtenus. Comme les recettes nettes en provenance d'autres services et des transferts sans contrepartie ont quelque peu fléchi, les recettes totales nettes au titre des transactions invisibles ont diminué, d'une année à l'autre, de \$490 à \$480 millions.

Les sorties nettes de capitaux à long terme ont diminué de \$55 millions en 1965 à \$30 millions l'an dernier, en raison principalement du développement des emprunts à l'étranger des entreprises autrichiennes. Le montant des utilisations de crédits à long terme ouverts à l'étranger a progressé de \$10 à \$70 millions. En même temps, le volume des crédits à long terme ouverts par l'Autriche à des étrangers, s'est accru de \$70 à \$95 millions. Sur ces deux montants, les crédits à l'exportation ont atteint \$45 et \$65 millions respectivement. L'afflux net de capitaux à court terme est passé de \$10 millions en 1965 à \$65 millions l'an dernier et le solde positif du poste «Erreurs et omissions» de \$25 à \$90 millions.

Suisse. Le ralentissement persistant du rythme d'expansion économique à l'intérieur et la montée des taux d'intérêt sur les places étrangères ont fait que la structure de la balance des paiements de la Suisse s'est présentée l'an dernier sous un aspect assez différent de celui des années précédentes. Le déficit de la balance des paiements

courants a fait place à des excédents; en revanche, le mouvement inverse s'est produit du côté des postes des opérations en capital. La balance générale des paiements, dressée d'après les fluctuations du volume net des réserves officielles, a fait apparaître un léger déficit de \$15 millions.

Le déficit de la balance commerciale a été ramené, d'une année à l'autre, de \$710 à \$650 millions. Les importations, dont la reprise s'était amorcée vers la fin de 1965, se sont accrues de 7% l'an dernier, contre 2,5% pendant l'année précédente. La demande de biens de consommation et d'investissements a été vigoureuse, mais le ralentissement dans la construction a provoqué une réduction des achats à l'étranger de fer et de produits semi-finis à base de fer. Les ventes à l'étranger ont augmenté de 10,5%, pourcentage légèrement inférieur à celui de 1965 et, au cours de 1966, le mouvement d'accroissement s'est ralenti en raison de l'évolution du cycle chez un certain nombre de pays européens. Les ventes à des pays d'outre-mer (Etats-Unis, Brésil et Japon en particulier) se sont accrues de 15%; celles à destination de l'A.E.L.E. et des pays de la C.E.E. ont progressé de 9 et 5,5% respectivement.

Les recettes nettes des transactions invisibles se sont accrues, d'après les estimations, de \$640 millions en 1965 à \$730 millions l'an dernier, en raison d'une part, de l'augmentation des revenus des placements à l'étranger et des recettes de tourisme, et, d'autre part, d'un fléchissement des remises des travailleurs qui a fait suite à la compression des effectifs de main-d'œuvre étrangère dans le pays. Pour toutes ces raisons, le déficit de la balance des opérations courantes de \$70 millions en 1965 a fait place, l'an dernier, pour la première fois depuis 1960, à un excédent de \$80 millions.

En raison principalement de la hausse des taux d'intérêt sur les places étrangères, l'ensemble des postes «Mouvements de capitaux» («Erreurs et omissions» comprises) s'est soldé, pour la première fois depuis quelques années, par une sortie de \$95 millions. Les sorties ayant leur origine dans des transactions identifiées ont augmenté, de 1965 à 1966, de \$85 à \$185 millions. Le volume net des émissions de valeurs étrangères en Suisse est passé de \$50 à \$75 millions et les encours des banques agréées envers des étrangers de \$35 à \$110 millions. En même temps, l'afflux net de capitaux ayant sa source dans des transactions non identifiées, y compris les fluctuations dans la position nette en devises des banques suisses et le poste «Erreurs et omissions», a fléchi de \$215 à \$90 millions.

Danemark. L'amélioration de la balance commerciale et des transactions invisibles a permis de ramener le déficit des paiements courants de \$110 millions en 1965 à \$60 millions l'an dernier. En même temps, l'afflux net de capitaux a fléchi de \$130 à \$90 millions et la balance générale a fait apparaître à nouveau un léger excédent.

Les importations et les exportations ont toutes deux progressé de 6% environ de sorte que le déficit de la balance commerciale a fléchi de \$285 à \$265 millions d'une année à l'autre. Le déficit s'est toutefois quelque peu élargi entre la première et la seconde moitié de 1966, la cadence des importations s'étant accélérée avec la recrudescence de l'activité économique à l'intérieur pendant que la cadence d'accroissement des exportations avait quelque peu tendance à fléchir. L'augmentation des exportations en 1966 s'explique, à concurrence de 5%, par la hausse des prix des produits exportés, de denrées agricoles principalement. Les ventes à l'étranger de produits manufacturés (navires non compris) ont augmenté de 8,5% contre 17,5% en 1964 et 12,5% en 1965. Le fléchissement de ce rythme reflète un certain affaiblissement du potentiel de concurrence, dû à la rapidité du mouvement de hausse des coûts de production et aussi à un ralentissement de la demande en provenance de la République fédérale d'Allemagne, de la Suède et de la Grande-Bretagne, l'an dernier.

Depuis 1960, le Danemark procède à des importations de capitaux officiels et privés pour des montants considérables. L'an dernier, l'afflux net de ces capitaux a été ramené de \$130 à \$90 millions, les remboursements ayant dépassé les nouveaux emprunts dans le secteur public, alors que le volume net des recettes formant la contrepartie de l'ouverture de crédits commerciaux a diminué. Après avoir été interdits en 1965, les appels à l'emprunt à l'étranger des entreprises du secteur privé ont repris, l'an dernier, sur une échelle plutôt limitée il est vrai.

Finlande. Le mouvement de croissance économique s'est accéléré pendant la seconde moitié de 1966; en même temps, les importations ont été plus activement poussées. Pour l'ensemble de l'année 1966, les achats à l'étranger ont augmenté de 5% seulement, contre 9% pendant l'année précédente. Le fléchissement du pourcentage d'accroissement des exportations a atteint une amplitude comparable: de 10,5 à 5,5%. Aussi l'excédent d'importations (\$230 millions) a-t-il été du même ordre de grandeur qu'en 1965. Le déficit de la balance commerciale avec les pays occidentaux a été réduit de \$45 millions; pour les pays avec lesquels la Finlande maintient des relations commerciales sur des bases bilatérales, il s'est accru, en revanche, d'un montant comparable. Les termes de l'échange se sont aggravés de 3%, les prix des produits importés ayant augmenté, alors que ceux des produits exportés ont fait preuve, dans l'ensemble, de stabilité. Bien que le déficit du tourisme ait diminué en 1966, l'excédent des postes invisibles a quelque peu fléchi, en raison du décaissement plus élevé d'arrérages sur une dette extérieure en augmentation constante.

En 1966, les entrées nettes de capitaux ont atteint \$60 millions seulement, contre \$105 millions l'année précédente. L'afflux de capitaux à long terme s'est

ressenti du remboursement de dettes à échéance éloignée, pendant que l'afflux net de capitaux à court terme a assez sensiblement fléchi. Plusieurs mesures spécifiques ont été prises fin 1966 et au début de 1967 pour réduire le déficit de paiements.

Norvège. La persistance du mouvement de croissance économique a provoqué une augmentation de 9% des importations en 1966. Les exportations — principalement celles des métaux et des industries de constructions mécaniques — ont augmenté de 8%. Le déficit des échanges de marchandises et de navires est donc passé, d'une année à l'autre, de \$780 à \$850 millions. L'excédent net des transactions invisibles s'est accru de \$15 millions, de sorte que le déficit de paiements courants (\$165 millions) a été beaucoup plus élevé en 1966 que pendant l'année précédente. Ce déficit a été enregistré presque en totalité pendant le dernier trimestre de l'année, au moment où les importations de marchandises et de navires ont fortement progressé alors que les recettes des opérations invisibles s'inscrivaient en recul.

Pendant toute la période d'après-guerre, les autorités norvégiennes ont encouragé les importations de capitaux. L'an dernier, au contraire, à la suite de la montée des taux d'intérêt sur le marché international, le gouvernement norvégien n'a offert aucun emprunt à l'étranger. Les emprunts nets à l'étranger des organismes publics, qui avaient atteint \$40 millions en 1965, ont fait place l'an dernier à des remboursements de \$10 millions en chiffres nets. Les compagnies de navigation ont également ralenti leurs appels à l'emprunt à l'étranger. Par contre, les investissements directs pour compte étranger en Norvège ont légèrement augmenté. En fin de compte, l'afflux net de capitaux à long terme a diminué de \$200 millions en 1965 à \$135 millions l'an dernier et la balance des paiements de base a fait apparaître, pour la première fois depuis des années, un déficit de \$30 millions qui a été juste couvert par un afflux de \$35 millions de ressources à court terme.

Suède. A peu près équilibrée au début des années 1960, la balance des paiements courants a fait apparaître un déficit de \$300 millions et de \$235 millions respectivement au cours des deux dernières années. L'amélioration notée en 1966 a été due à une réduction de \$105 millions de l'excédent d'importations. Comme l'activité économique en Suède a plafonné pendant l'année 1966, l'accroissement du tonnage des marchandises importées, qui avait atteint 12% en 1965, est tombé à 4,5% pendant les six premiers mois de 1966, et a presque complètement cessé au cours du second semestre. Toutefois, comme les prix des produits importés ont augmenté par rapport à 1965, la valeur des importations pour l'ensemble de 1966 s'est accrue de 4,5%. Les exportations se sont développées à peu près à la même cadence qu'en 1965, de 6% en tonnage et de 7,5% en valeur. Les ventes de machines ont progressé de 20% mais celles de minerai de fer, de bois en grumes et de matériel de transport se sont inscrites en recul.

Les recettes nettes des services ont continué de fléchir, l'augmentation des recettes de fret ayant été inférieure à l'accroissement des décaissements pour d'autres postes invisibles, tourisme compris. Comme d'habitude, les entrées nettes identifiées de capitaux n'ont pas atteint un montant suffisant pour compenser le déficit de paiements courants, mais le déséquilibre a été cependant comblé avec le solde positif du poste « Erreurs et omissions ». Le déficit de paiements courants (\$210 millions en 1966) a été presque aussi élevé que pendant l'année précédente. En même temps, les entrées identifiées de capitaux se sont accrues de \$95 à \$110 millions, bien que la composante principale de ce mouvement, prêts privés à long terme, ait diminué de \$40 millions.

Espagne. L'existence d'un excédent de demande pendant le premier semestre de 1966 a provoqué une augmentation très accentuée des importations. A la suite du ralentissement des investissements et de l'arrivée sur le marché de récoltes plus abondantes, le rythme d'augmentation des achats à l'étranger s'est très sensiblement ralenti pendant le second semestre et le déficit de la balance commerciale a pu être ramené de \$1.035 à \$965 millions. En raison de l'importance de l'excédent saisonnier des recettes du tourisme et de l'étendue des mouvements d'entrée de capitaux, les balances des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme, qui avaient fait apparaître un déficit de \$285 millions pendant le premier semestre, sont redevenues excédentaires pendant le second.

D'après les statistiques douanières, les importations, qui avaient fait un bond de 34% en 1965, ont continué de se développer à la même cadence pendant la première moitié de 1966; mais le rythme d'augmentation est tombé à 6% au cours du second semestre. Les importations de denrées alimentaires et de produits semi-manufacturés, qui avaient augmenté de 36 et 28% respectivement au cours du premier semestre, ont effectivement fléchi de 9 et 5% au cours du second. Les achats à l'étranger de biens d'équipement ont fait apparaître, pendant le second semestre de 1966, une augmentation de 8% seulement contre 36% pendant le premier. En revanche, les importations de biens de consommation ont accusé une nouvelle progression de 26% pendant le second semestre de 1966 contre 44% pendant le premier, et les achats à l'étranger de matières premières ont augmenté de 20% au cours du second semestre contre 50% au cours du premier.

Après avoir plafonné en 1965, à la suite d'un recul des ventes de produits agricoles, les exportations se sont inscrites en progrès de 30% l'an dernier et ont pris une orientation plus favorable pour les produits incorporant plus de main-d'œuvre, qui ont enregistré les taux de progression les plus élevés. C'est ainsi, par exemple, qu'au cours de 1966 les ventes à l'étranger de biens d'équipement ont plus

Espagne: Balance des paiements.¹

Postes	1965			1966		
	Année entière	1er semestre	2ème semestre	Année entière	1er semestre	2ème semestre
	en millions de dollars E.U.					
Commerce (f.o.b.)						
Importations	2.715	1.235	1.480	3.260	1.725	1.535
Exportations	1.045	560	485	1.260	690	570
Balance commerciale	- 1.670	- 675	- 995	- 2.000	- 1.035	- 965
Services	+ 980	+ 325	+ 655	+ 940	+ 375	+ 565
Transferts gratuits ²	+ 300	+ 155	+ 145	+ 480	+ 220	+ 260
Balance des paiements courants	- 390	- 195	- 195	- 580	- 440	- 140
Mouvements de capitaux à long terme	+ 195	+ 90	+ 105	+ 360	+ 155	+ 205
Balance des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme	- 195	- 105	- 90	- 220	- 285	+ 65
Mouvements de capitaux à court terme,	+ 90	+ 45	+ 45	+ 15	+ 70	- 55
Balance totale (= variations des réserves officielles)	- 105	- 60	- 45	- 205	- 215	+ 10

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

que doublé, celles de biens de consommation ont progressé d'un tiers et celles de denrées alimentaires d'un cinquième.

Les recettes des transferts sans contrepartie, remises de travailleurs principalement, ont augmenté de \$300 à \$480 millions, mais les recettes du tourisme, qui avaient augmenté par bonds depuis 1959, se sont accrues de 8% seulement l'an dernier. Le nombre des visiteurs étrangers s'est accru d'un cinquième pour atteindre 17,3 millions, mais les recettes moyennes par touriste ont fléchi de \$81 à \$72.

Bien que les entrées nettes de capitaux à long et à court terme aient progressé de \$285 millions en 1965 à \$375 millions l'an dernier, cet accroissement n'a pas été suffisant pour compenser le déficit étendu de la balance des paiements courants et l'Espagne a enregistré, pour la seconde année de suite, un fléchissement des réserves officielles.

Japon. En dépit de la vigueur du mouvement de reprise à l'intérieur, l'excédent important de la balance commerciale qui était apparu à la suite du mouvement de récession de 1965 s'est encore accru l'an dernier. Après avoir plafonné dans l'ensemble en 1965, les importations se sont accrues de 14,5%, pendant que les exportations augmentaient de 15,5%. La vigueur des exportations a reflété en partie la conduite de la guerre au Viêt-nam et l'activité intense aux Etats-Unis. Sur la base

Japon: Balance des paiements.¹

Postes	1965			1966		
	Année entière	1er semestre	2ème semestre	Année entière	1er semestre	2ème semestre
en millions de dollars E.U.						
Commerce (f.o.b.)						
Exportations	6.330	3.675	4.455	6.640	4.390	5.260
Importations	6.430	3.290	3.140	7.360	3.560	3.800
Balance commerciale . . .	+ 1.900	+ 585	+ 1.315	+ 2.280	+ 820	+ 1.460
Services						
Transports	- 525	- 230	- 295	- 610	- 320	- 290
Revenus des investissements . .	- 190	- 100	- 90	- 185	- 95	- 90
Opérations gouvernementales ² .	+ 310	+ 125	+ 185	+ 440	+ 195	+ 245
Divers	- 665	- 275	- 290	- 675	- 325	- 350
Total	- 970	- 480	- 490	- 1.030	- 545	- 485
Balance des paiements courants	+ 930	+ 105	+ 825	+ 1.250	+ 275	+ 975
Mouvements de capitaux à long terme	- 415	- 125	- 290	- 820	- 285	- 535
Balance des paiements courants et des mouvements de capi- taux à long terme	+ 515	- 20	+ 535	+ 430	- 10	+ 440
Mouvements de capitaux à court terme	- 60	+ 30	- 90	- 55	-	- 55
Erreurs et omissions	- 45	+ 20	- 65	- 55	+ 45	- 100
Balance totale (= variations des postes monétaires) . .	+ 410	+ 30	+ 360	+ 320	+ 35	+ 285

¹ Sur la base des transactions. ² Il s'agit surtout de transactions de caractère militaire.

des statistiques douanières, les exportations à destination d'un groupe de pays d'Extrême-Orient ont progressé de 46% et celles à destination des Etats-Unis de 20%.

Le déficit des postes des transactions invisibles s'est accru de \$970 millions en 1965 à \$1.030 millions en 1966; en dépit de cette aggravation, l'excédent de paiements courants s'est accru, pendant la même période, de \$930 à \$1.250 millions. Au cours du premier trimestre de 1967, en revanche, la balance des paiements courants a fait apparaître un déficit de \$170 millions, l'excédent de la balance commerciale ayant été réduit à \$150 millions, à la suite d'une expansion très vigoureuse des importations.

Le maintien d'une assez large aisance monétaire à l'intérieur et la montée des taux d'intérêt à l'étranger ont provoqué une nouvelle augmentation accentuée des exportations de capitaux à long terme qui ont pratiquement doublé l'an dernier pour atteindre \$820 millions. Ces exportations ont eu surtout pour contrepartie l'octroi de crédits en yen à l'Inde et à d'autres pays asiatiques, le remboursement de dettes privées et l'ouverture de crédits commerciaux liée au développement des exportations des industries chimiques et des industries du fer et de l'acier.

Politique commerciale.

Dix ans après sa mise en route, la C.E.E. est de nos jours à mi-chemin des objectifs fixés par le Traité de Rome. La réalisation du Marché Commun est en vue mais l'intégration des économies des Six en une unité économique est encore lointaine. La fusion des trois organismes exécutifs de la C.E.E., de la C.E.C.A. et de l'Euratom, décidée par les Etats membres en vertu d'un traité du 8 avril 1965, doit s'opérer le 1^{er} juillet 1967.

Le 26 juillet 1966, le Conseil des Ministres a décidé qu'une réduction de 5% du tarif intérieur pour les produits industriels sera opérée le 1^{er} juillet 1967 et que les derniers 15% seront abolis une année plus tard, date à laquelle le tarif extérieur commun entrera également en application. En ce qui concerne la politique agricole, le Conseil a décidé, le 26 juillet 1966, de créer des organismes de commercialisation pour les fruits et légumes, le sucre et les matières grasses et de fixer en même temps les prix du lait, de la viande de bœuf, du sucre, du riz, des graines oléagineuses et de l'huile d'olives. En fait, l'huile d'olives a été le premier produit agricole à atteindre le stade d'un Marché Commun le 10 novembre 1966, sans qu'une période transitoire ait été prévue. Des mesures importantes vers l'unification des politiques économiques ont été prises en février 1967. Le 8 février, le Conseil a approuvé le programme de politique économique à moyen terme pour les années 1966-70; le lendemain, il a adopté les directives en vue de l'harmonisation des taxes sur le chiffre d'affaires qui implique l'introduction, le 1^{er} janvier 1970 au plus tard, d'une taxe sur la valeur ajoutée.

Les négociations avec l'Autriche au sujet d'une association éventuelle de ce pays à la C.E.E. se sont poursuivies pendant toute l'année 1966 et le 1^{er} semestre de 1967, mais elles ne sont pas encore terminées. Le 11 mai 1967, le gouvernement du Royaume-Uni, fort d'un puissant soutien parlementaire, a présenté une demande officielle d'admission aux trois communautés. L'Irlande et le Danemark ont présenté leur demande presque en même temps et d'autres pays de l'A.E.L.E. ont fait part de leur désir d'entamer des négociations.

Le 1^{er} janvier 1967 - c'est-à-dire trois ans avant la date fixée - les pays de l'A.E.L.E. ont aboli les derniers 20% des droits de douane sur les produits industriels. La Finlande a abaissé les siens de 10% et le solde sera supprimé vers la fin de 1967. Quelques dérogations d'une durée limitée ont été accordées à l'Autriche, la Finlande, la Norvège et la Suisse et tous les pays, sauf le Danemark, maintiennent des droits de douane de caractère fiscal sur certaines marchandises. Au cours des prochaines années, on s'efforcera essentiellement d'écarter les obstacles aux échanges autres que les droits de douane et de faire appliquer scrupuleusement les règles de la concurrence loyale.

Après quatre années de discussions difficiles, la négociation Kennedy a pris fin le 15 mai 1967. Quelque cinquante pays, représentant 80% environ du commerce mondial, ont pris part à cette négociation. Les problèmes les plus délicats à résoudre avaient trait au Marché Commun, à la Grande-Bretagne et aux Etats-Unis. Il reste beaucoup de travail détaillé à accomplir avant de pouvoir se rendre compte clairement de toutes les conséquences de l'accord. Bien que le principal objectif d'une réduction linéaire de 50% des droits de douane frappant les produits industriels n'ait pas été tout à fait atteint, des réductions de 30 à 40% ont pu cependant être opérées. On estime qu'elles toucheront quelque \$40 milliards de marchandises, soit un tiers environ du commerce mondial des produits manufacturés. En ce qui concerne les produits agricoles, le prix minimum du blé a été fixé à \$1,725 par boisseau, et il a été convenu de fournir à titre de don 4,5 millions par an de tonnes métriques de céréales pour venir en aide aux pays en voie de développement. Quelques pays développés ont réduit, parfois avec effet immédiat, les tarifs douaniers applicables à des produits d'origine tropicale. Bien que les réductions de tarifs doivent normalement s'effectuer sur une période de cinq ans, il a été décidé d'explorer, avant la signature de l'accord, le 30 juin 1967, la possibilité de procéder à des réductions anticipées en faveur des pays en voie de développement.

III. OR, RÉSERVES MONÉTAIRES ET CHANGES.

Production et marché de l'or; encaisses-or.

On estime qu'en 1966, la production mondiale d'or (U.R.S.S., autres pays d'Europe de l'Est, Chine continentale et Corée du Nord non compris) s'est élevée à 41,1 millions d'onces, montant identique à celui de l'année précédente. Comme d'habitude, l'extraction a continué de fléchir dans l'ensemble des pays autres que l'Afrique du Sud. Au Canada, en particulier, deuxième producteur du monde occidental, elle s'est inscrite en recul de plus de 300.000 onces, soit près de 9%. En revanche, elle s'est un peu accrue aux Etats-Unis, en Australie, au Japon et aux Philippines. Le fait dominant de l'année a été toutefois le ralentissement de la cadence d'accroissement de la production en Afrique du Sud: l'augmentation du tonnage extrait est en effet tombée de 1,4 million d'onces en 1965 à 0,3 million d'onces l'an dernier. Au cours des douze années précédentes, la production sud-africaine était passée de 11,9 à 30,5 millions d'onces. Cet accroissement a compensé largement la diminution progressive de l'extraction chez les autres pays producteurs, et permis de porter la production globale de 24 à 41 millions d'onces en chiffres ronds. La phase d'expansion de l'industrie des mines d'or semble maintenant toucher à son terme.

Production mondiale d'or.

Pays	1929	1940	1946	1953	1963	1964	1965	1966
	poids, en milliers d'onces de fin							
Afrique du Sud	10.412	14.046	11.927	11.941	27.432	29.137	30.540	30.869
Canada	1.928	5.333	2.849	4.056	4.003	3.799	3.587	3.274
Etats-Unis	2.059	4.870	1.575	1.958	1.454	1.456	1.705	1.790
Australie	427	1.644	824	1.075	1.024	964	878	905
Ghana	208	886	586	731	921	865	755	684
Japon	335	867	40	258	433	460	519	555
Philippines	163	1.121	1	481	376	426	436	445
Colombie	137	632	437	437	325	365	319	280
Mexique	655	863	420	483	238	210	216	212
Total	18.324	30.282	18.659	21.420	36.206	37.682	38.955	39.014
Autres pays ¹	2.276	6.718	3.041	2.680	2.494	2.418	2.145	2.086
Evaluation de la production mondiale ¹	18.600	37.000	21.700	24.100	38.700	40.100	41.100	41.100
Valeur approximative de la production mondiale sur la base de \$35 l'once de fin	en millions de dollars E.U.							
	650 ²	1.295	760	645	1.355	1.405	1.440	1.440

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

La croissance très vigoureuse de la production en Afrique du Sud a été due au développement de l'extraction dans les nouvelles mines, qui est passée, entre 1953 et 1966, de 2,5 à 25,1 millions d'onces. Pendant la même période, l'extraction dans les mines plus anciennement exploitées est tombée de 9,4 à 5,8 millions d'onces. Le mouvement de croissance provoqué par la mise en exploitation des nouveaux gisements a atteint son maximum d'intensité en 1961-62. Depuis cette époque, il a eu tendance à se ralentir et même à marquer, semble-t-il, un temps d'arrêt dans le courant de l'année dernière. Si les conflits sociaux qui ont éclaté vers la fin de 1966 ont été peut-être à l'origine des résultats peu satisfaisants de l'année, il demeure que la tendance au fléchissement de la production sud-africaine est due essentiellement à l'absence de découvertes de nouveaux gisements, et aux répercussions, sur les marges bénéficiaires, de la hausse des salaires, et des prix des approvisionnements. Dans les mines les plus anciennes, celles de la Chambre des Mines du Transvaal et de l'Etat libre d'Orange, où la production a diminué de 0,5 million d'onces pour tomber à 5,3 millions l'an dernier, les charges d'exploitation par tonne de minerai traité ont augmenté de 22% depuis 1958, et malgré la limitation de l'extraction aux minerais à plus forte teneur, les marges bénéficiaires par once ont été amputées de 44%.

Sur la base de la parité officielle de \$35 l'once, la valeur de l'or extrait en 1966 a été de \$1.440 millions. En l'absence de ventes pour le compte de l'U.R.S.S., pendant l'année, ce chiffre a représenté également la valeur de l'offre de métal neuf. La demande globale d'or, autre que celle émanant des autorités monétaires des pays occidentaux, a certes été nettement inférieure au maximum de \$1.750 millions atteint en 1965, mais sa contraction a été moins étendue que l'amenuisement du disponible. Pour maintenir l'équilibre entre la demande et l'offre, il a donc fallu prélever, pendant l'année, \$95 millions sur les encaisses officielles du monde occidental.

Origines et utilisations de l'or (évaluations).

	1962	1963	1964	1965	1966
	en millions de dollars E.U.				
Production d'or ¹	1.295	1.355	1.405	1.440	1.440
Ventes de l'U.R.S.S.	200	550	450	550	—
Total	1.495	1.905	1.855	1.990	1.440
Augmentation des réserves officielles de métal du monde occidental	330	840	750	240	— 95
Autres utilisations ²	1.165	1.065	1.105	1.750	1.535

¹ Non compris l'U.R.S.S., l'Europe de l'Est, la Chine continentale et la Corée du Nord. ² Chiffres obtenus par différence. Y compris, pour 1965 et 1966, les achats de la Chine, évalués respectivement à \$150 millions environ et à \$75 millions.

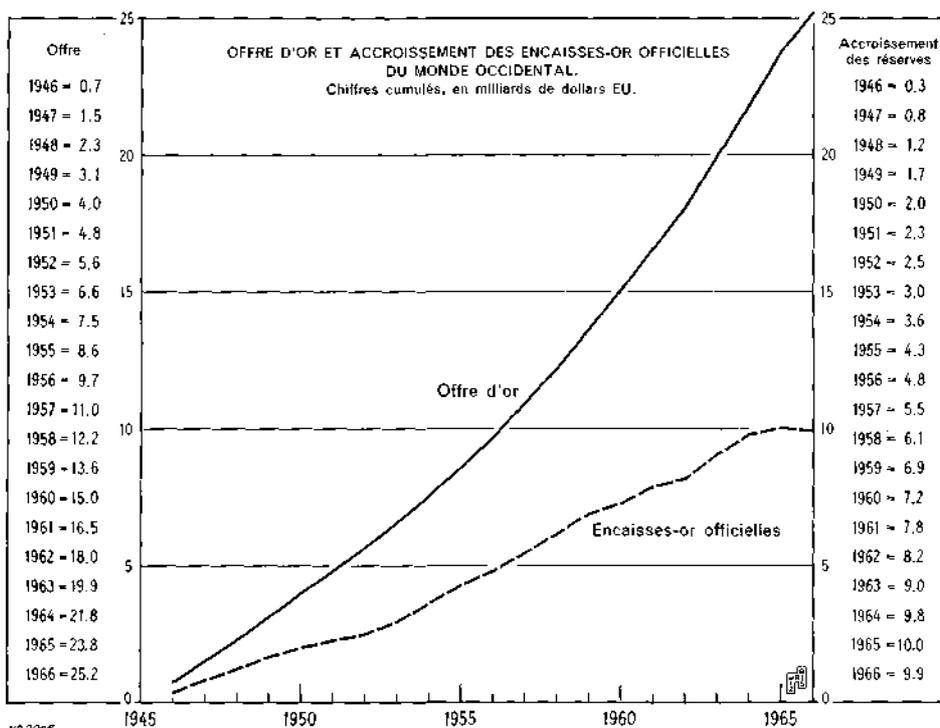
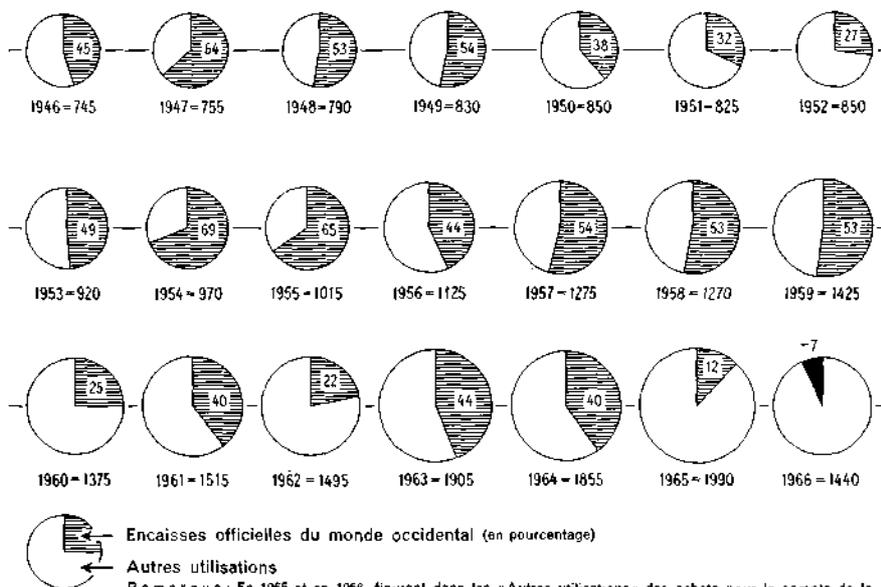
Les achats de métal de la Chine, évalués à environ \$150 millions pour l'année 1965, ont atteint probablement quelque \$75 millions en 1966. La demande d'or à des fins non monétaires a donc été de l'ordre de \$1.450 millions, chiffre inférieur de près de \$150 millions à celui de 1965, mais sensiblement plus élevé que la moyenne des années 1962 à 1964 (\$1.100 millions environ). Ce mouvement a été dû dans une large mesure à l'activité accrue des demandes émanant de l'industrie et de la thésaurisation privée, encore que l'année 1966 ait été également marquée par des achats de métal à des fins spéculatives.

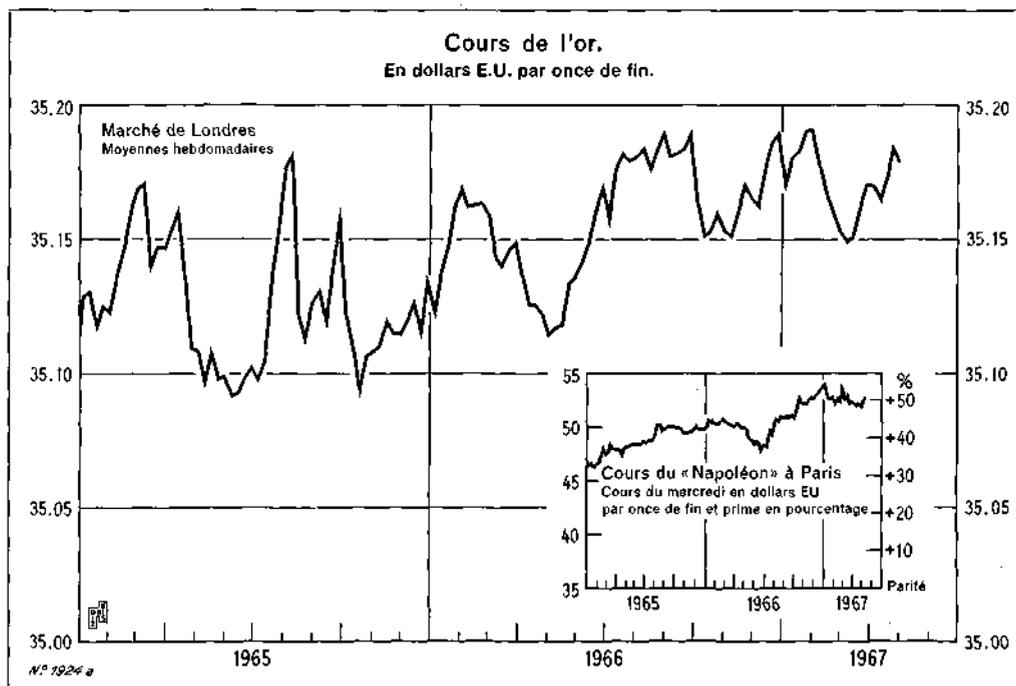
Pour la première fois depuis la seconde guerre mondiale, les encaisses officielles n'ont pas augmenté en 1966. Pendant les vingt et une années qui ont suivi la fin du conflit, on constate que, sur une offre globale d'or neuf de \$25,2 milliards, \$9,9 milliards au total ont été versés aux encaisses officielles du monde occidental. Les graphiques de la page suivante montrent, année par année, la relation entre la demande d'or monétaire et la demande à d'autres fins, ainsi que l'évolution cumulative de l'offre et des réserves officielles pendant la période considérée.

Quand on examine l'évolution du marché de l'or de Londres, on relève deux facteurs importants qui, pendant la période sous revue, ont maintenu l'approvisionnement du marché à un niveau insuffisant et contribué au premier prélèvement net que la Réserve commune ait subi, en une année entière, depuis sa création: l'absence, déjà mentionnée, de ventes d'or pour le compte de l'U.R.S.S. et le peu d'importance des ventes effectuées, jusque vers la fin de 1966, par l'Afrique du Sud dont la balance des paiements était excédentaire. A la suite du ralentissement de la demande des particuliers, pendant les premiers mois de 1966, le prix coté à la séance officielle du marché de Londres a été ramené de plus de \$35,17, à fin janvier, à moins de \$35,11 (niveau le plus bas de l'année), au début de mai. La crise du sterling étant entrée dans une nouvelle phase aiguë, la demande s'est intensifiée en juin et a continué de peser lourdement sur les cours jusqu'au début d'octobre, c'est-à-dire après l'Assemblée générale du F.M.I. Aussi, le prix à la séance officielle a-t-il progressivement remonté pour atteindre, à la mi-juillet, un maximum de \$35,18. Après avoir accusé des fluctuations assez étendues autour de ce niveau, il est revenu à \$35,15 au début d'octobre. Vers la fin de l'année, les bruits circulant au sujet de la participation de l'Afrique du Sud au conflit rhodésien, et d'un relèvement du prix de l'or, ont été à l'origine de l'apparition de nouvelles tensions. Pendant la seconde moitié de décembre, le prix à la séance officielle s'est approché de \$35,19 ½. Les cours se sont tassés un peu dans les premiers jours de 1967, mais se sont ensuite raffermis, pour atteindre \$35,19 ½ à fin janvier. Bien que les ventes de l'Afrique du Sud aient été sensiblement supérieures à la production courante pendant le premier trimestre de 1967, le cours coté à la

Origine et utilisations de l'or, 1946-66.

OFFRE D'OR NEUF, EN MILLIONS DE DOLLARS E.U.,
ET PART AFFECTÉE AUX ENCAISSES OFFICIELLES DU MONDE OCCIDENTAL.





séance officielle du marché de Londres s'est tenu la plupart du temps au-dessus de \$35,15; au milieu de mai, il se situait aux environs de \$35,18. Un peu plus tard, à la suite de la suspension des ventes d'argent par le Trésor des Etats-Unis (voir ci-dessous), et aussi en partie à cause des événements du Moyen-Orient, la demande d'or s'est brusquement accrue et le 25 mai le cours à la séance officielle a atteint \$35,19³/₄, niveau le plus élevé depuis octobre 1962.

Sur le marché des pièces d'or, les cours ont sensiblement monté en 1966, pour la deuxième année de suite. Exprimé en dollars par once de fin, le cours du «Napoléon» à Paris, après s'être alourdi pendant les premiers mois de 1966, est passé de \$48,25 à fin mai à \$53,75 aux environs du 31 décembre, chiffre le plus élevé depuis quatorze ans. Dans les premiers jours de 1967, il est revenu à \$52,50 environ mais, vers la fin mai, il est remonté à \$54, pour des raisons identiques à celles qui ont provoqué la hausse de l'or en lingots. Dans le cadre du programme général de libération des changes, les autorités françaises ont abrogé, à compter du 31 janvier 1967, l'interdiction faite aux particuliers d'importer et d'exporter de l'or. Si cette mesure a permis au marché de Paris de devenir partie intégrante du marché international, rien ne prouve pour le moment qu'elle a eu pour effet de gonfler le volume des transactions sur cette place.

Le 18 mai 1967, le Trésor des Etats-Unis, faisant usage des pouvoirs qui lui sont conférés par la loi de 1965 sur la frappe des monnaies, a suspendu toutes les

Argent-métal: offre mondiale et utilisations.

Années	Offre			Utilisations ¹			Excédent de la demande sur l'offre	Variation du stock du Trésor des E. U.
	Extraction ¹	Autres apports ²	Total	Frappe de monnaies	Industries	Total		
en millions d'onces de fin								
1959	189	35	224	86	213	299	- 75	- 47
1960	208	53	261	104	225	329	- 68	- 68
1961	203	55	258	137	240	377	- 119	- 130
1962	209	99	308	128	259	387	- 79	- 96
1963	215	75	290	166	261	427	- 137	- 184
1964	217	—	217	267	304	571	- 354	- 369
1965	223	98	321	376	347	723	- 402	- 418
1966	231	37	268	107	357	464	- 196	- 202

¹ Non compris l'U.R.S.S., l'Europe de l'Est, la Chine continentale et la Corée du Nord. ² Déchets, pièces démonétisées, variations des stocks et ventes de la Chine et de l'U.R.S.S.

ventes d'argent-métal, sauf à destination des « entreprises nationales de bonne foi qui utilisent l'argent à des fins industrielles »; en outre, il a interdit la fonte, la transformation et l'exportation de pièces en argent. Cette décision est intervenue après une période de plus de huit années pendant laquelle la demande mondiale d'argent n'a cessé de dépasser l'offre de métal neuf. Durant tout ce temps, le Trésor des Etats-Unis a satisfait l'excédent des demandes en vendant au marché le métal à un prix fixe (\$1,293 l'once de fin depuis septembre 1963); le résultat de ces interventions est qu'entre la fin de 1958 et la date de la suspension des ventes, le stock d'argent-métal du Trésor est tombé de 2.100 millions à environ 500 millions d'onces, chiffre correspondant à peu près au montant des certificats d'argent du Trésor en circulation. La suspension des ventes du Trésor a eu pour effet immédiat de faire monter le cours du métal sur le marché au-dessus du prix de vente officiel. A la fin de mai 1967, le cours s'établissait à \$1,55 l'once de fin.

Comme on l'a déjà signalé, la valeur des réserves d'or du monde (non compris l'U.R.S.S., les autres pays d'Europe de l'Est, la Chine continentale et la Corée du Nord) a fléchi de \$95 millions en 1966 pour s'établir à \$43.205 millions au total à la fin de l'année. A côté de cette diminution, la principale caractéristique des mouvements d'or entre autorités monétaires a été le transfert de métal des encaisses individuelles à des organismes monétaires internationaux, principalement en vue de libérer en or les souscriptions qui ont fait suite au relèvement des quotes-parts dans le F.M.I.

Les avoirs en or des organismes monétaires internationaux ont accusé une augmentation de \$635 millions en 1966, dont la majeure partie (\$515 millions) est allée au F.M.I. Les versements d'or des Etats membres au titre de la libération

Encaisses-or dans le monde.

Pays ou zones	Variations en		Montants disponibles à fin 1966
	1965	1966	
en millions de dollars E.U.			
Etats-Unis	- 1.665	- 570	13.235
Canada	+ 125	- 105	1.045
Europe occidentale	+ 2.435	- 125	22.835
dont:			
Allemagne fédérale	+ 160	- 120	4.290
Autriche	+ 100	-	700
Belgique-Luxembourg	+ 105	- 35	1.525
Espagne	+ 195	- 25	785
France	+ 975	+ 530	5.240
Italie	+ 300	+ 10	2.415
Pays-Bas	+ 70	- 25	1.730
Portugal	+ 55	+ 70	645
Royaume-Uni	+ 130	- 325	1.940
Suisse	+ 315	- 200	2.840
Autres pays d'Europe occidentale	+ 30	- 5	725
Républiques d'Amérique Latine	- 80	- 70	985
dont:			
Brésil	- 30	- 15	45
Colombie	- 25	- 10	25
Mexique	- 10	- 50	110
Autres pays latino-américains	- 15	+ 5	805
Asie	+ 75	- 30	1.690
Afrique	- 115	+ 165	880
dont:			
Afrique du Sud	- 150	+ 210	640
Autres pays africains	+ 35	- 45	240
Autres pays	- 5	+ 5	250
Total, tous pays	+ 770	- 730	40.920
Organismes internationaux	- 630	+ 635	2.285
dont:			
B.R.I.	- 510	+ 135	- 425
Fonds Européen	+ 20	- 15	50
F.M.I.	- 40	+ 515	2.650
Autres organismes internationaux	-	-	10
Total général	+ 240	- 95	43.205

des souscriptions ont atteint un total de \$853 millions. L'effet de ces versements sur les encaisses métalliques de certains pays a été toutefois compensé en partie par des dépôts d'or, d'un montant de \$254 millions, effectués par le Fonds auprès des Etats-Unis et de la Grande-Bretagne, en partie par des cessions de métal à des Etats membres pour \$148 millions au total. La B.R.I. a également enregistré une amélioration de sa position-or au comptant en 1966. A la suite principalement d'une diminution de \$220 millions par rapport à fin 1965 du montant des swaps sur or conclus entre la B.R.I. et la Banque Nationale Suisse à la fin de 1966, la position négative sur l'or au comptant de la B.R.I. était inférieure l'an dernier de \$135 millions au niveau atteint un an auparavant.

En examinant les fluctuations des encaisses-or des divers pays, on constate que les deux centres de réserves ont enregistré, en 1966, les sorties les plus importantes. Les Etats-Unis ont subi une perte d'or de \$570 millions, très inférieure à celle de 1965 (\$1.665 millions). Cette réduction des sorties de métal est évidemment due en premier lieu au ralentissement du rythme des conversions de dollars en or par des pays étrangers. Au total, les ventes nettes d'or des Etats-Unis à l'étranger ont atteint \$610 millions en 1966, contre \$1.320 millions au cours de l'année précédente. Les ventes à l'Europe occidentale ont atteint en définitive \$660 millions, dont \$600 millions à destination de la France et \$60 millions à destination de l'Italie; ces deux transactions représentent virtuellement les seuls achats d'or de quelque importance des pays d'Europe, alors qu'en 1965, la plupart d'entre eux avaient procédé à des conversions d'un montant très appréciable auprès du Trésor des Etats-Unis. Une autre raison de cette diminution des pertes est qu'en 1966, le F.M.I. a «compensé» les ventes américaines à d'autres pays à concurrence de \$177 millions, tandis qu'en 1965, la libération en or de leur souscription avait aggravé de \$259 millions les pertes des Etats-Unis.

L'encaisse métallique de la Grande-Bretagne a fléchi de \$325 millions en 1966. Les autres pays d'Europe occidentale, considérés dans leur ensemble, ont renforcé leur stock d'or officiel de \$200 millions. La France et le Portugal ont été les seuls à enregistrer des gains appréciables (\$530 millions pour le premier pays et \$70 millions pour le second), tandis qu'en dehors de la Grande-Bretagne, seules la Suisse et l'Allemagne ont subi des pertes notables (\$200 et \$120 millions respectivement). Encore faut-il observer que la «perte» enregistrée par la Suisse, a revêtu, comme on l'a déjà expliqué, un caractère fictif, car elle a reflété un simple aménagement des dispositions prises à l'occasion de la présentation des bilans de banques en fin d'année. A part le cas de la Grande-Bretagne et celui de la Suisse, les pertes d'or subies en 1966 par les pays européens ont été dues en majeure partie à la libération en or des souscriptions au relèvement des quotes-parts au F.M.I.

Dans le reste du monde, on relève seulement deux changements d'une certaine importance: d'une part, un fléchissement de \$105 millions des réserves du Canada, les ventes aux Etats-Unis (pour une valeur de \$200 millions) ayant été très sensiblement supérieures aux apports en provenance de la production nationale; d'autre part, un accroissement de \$210 millions de l'encaisse-or de l'Afrique du Sud. En fait, les réserves sud-africaines ont progressé de \$250 millions pendant les sept premiers mois de l'année, mais ultérieurement, elles ont quelque peu fléchi, lorsque l'exécution de programmes de stockage du gouvernement a provoqué l'apparition d'un déficit de paiements.

Fonds Monétaire International.

L'année 1966 a été marquée par une expansion notable des ressources globales du F.M.I. Le relèvement général de 25% des quotes-parts, décidé en 1964, a pris effet en février; combinée avec les majorations spéciales des quotes-parts de seize pays membres, cette opération a porté le montant des quotes-parts de \$16 milliards à environ \$21 milliards au total. En 1966, le Fonds a encore déployé une très grande activité, bien que les tirages aient été sensiblement inférieurs à ceux de 1965. Le montant brut des tirages des pays membres a atteint au total \$1.448 millions, contre \$2.433 millions l'année d'avant. Les rachats de monnaies nationales (\$721 millions) ont été légèrement supérieurs à ceux de 1965, et les tirages nets ont fléchi de \$1.732 à \$727 millions.

Les tirages des Etats-Unis ont atteint \$680 millions en chiffres bruts, contre \$435 millions en 1965. Les prélèvements de dollars d'autres membres ayant représenté la contre-valeur de \$159 millions pendant l'année, les tirages nets des Etats-Unis ont été de \$521 millions. Les tirages techniques, effectués par les Etats-Unis pour permettre à d'autres membres du Fonds de se procurer des devises pouvant être utilisées pour le rachat de leur monnaie nationale, se sont élevés à l'équivalent de \$430 millions, dont \$400 millions en dollars canadiens et le solde en deutsche marks. De plus, les Etats-Unis ont effectué, en août 1966, un tirage en livres pour l'équivalent de \$250 millions, dont le produit a servi à absorber des dollars

Fonds Monétaire International: Tirages et rachats de monnaies en 1966.

Pays ou zones	Tirages	Rachats de monnaies nationales	Tirages nets
	en millions de dollars E.U.		
Etats-Unis	680	159*	521
Royaume-Uni	122	82*	40
Autres pays d'Europe	83	63	20
<i>dont:</i>			
Yougoslavie	38	40	— 2
Amérique Latine	174	220	— 46
<i>dont:</i>			
Argentine	48	76	— 28
Brésil	—	39	— 39
Chili	30	45	— 15
Colombie	38	34	4
Autres pays	389	197	192
<i>dont:</i>			
Ceylan	30	11	19
Ghana	52	2	50
Inde	225	125	100
Total	1.448	721	727

* Rachats résultant de tirages effectués par d'autres pays membres.

détenus par les autorités monétaires italiennes. A la fin de l'année, le montant cumulé des prélèvements effectués par les Etats-Unis depuis février 1964 s'élevait à \$1.640 millions en chiffres bruts, dont \$1.090 millions de tirages techniques. Les tirages en dollars E.U. des autres pays au cours de cette période s'étant élevés à \$719 millions, les tirages nets des Etats-Unis ont donc atteint un montant global de \$921 millions. Ce chiffre représente un peu plus de 70% de leur tranche-or (\$1.290 millions).

La Grande-Bretagne a effectué en 1966 un nouveau tirage de \$122 millions, mais, comme d'autres pays ont prélevé des livres sterling pour l'équivalent de \$82 millions, sa position débitrice envers le Fonds s'est accrue de \$40 millions seulement en chiffres nets. Ce tirage, dont le montant était égal au versement en or exigible au moment de la libération de la souscription à l'augmentation de la quote-part, a eu pour but d'alléger les charges qui pesaient sur l'encaisse de la Grande-Bretagne. Il a revêtu la forme d'un prélèvement de deutsche marks qui ont servi à acheter de l'or à la Bundesbank. Le Fonds a vendu ensuite du métal à la Bundesbank pour un montant correspondant, ce qui lui a permis de reconstituer ses avoirs en deutsche marks tout en cédant de l'or à la Bundesbank en compensation du métal vendu à la Banque d'Angleterre.

Les tirages d'autres pays d'Europe ont atteint au total \$20 millions seulement en chiffres nets pour 1966. Le tirage le plus important effectué en bloc a été celui de la Yougoslavie (\$38 millions), qui a été toutefois plus que compensé par des rachats (\$40 millions en tout). Parmi les autres opérations de pays européens, on mentionnera d'une part des tirages nets de \$21 millions de l'Irlande, d'autre part des tirages et des rachats de la Turquie pour un montant brut de \$21 millions.

Dans l'ensemble, les pays d'Amérique Latine ont réduit de \$46 millions leurs engagements envers le Fonds. Le montant net des tirages des autres pays membres du Fonds s'est élevé à \$192 millions dont \$100 millions pour l'Inde et \$50 millions pour le Ghana.

Quatorze monnaies ont été prélevées sur les ressources du F.M.I. pendant l'année considérée. Le dollar canadien vient pour la première fois en tête, avec \$460 millions. Il convient toutefois de noter que, sur ce prélèvement total, \$400 millions ont été utilisés par d'autres pays membres pour racheter leur monnaie nationale et que les utilisations nettes de dollars canadiens ont atteint \$48 millions seulement. A ne considérer que les montants nets, la monnaie la plus utilisée a été la lire, avec \$304 millions, suivie du deutsche mark avec \$225 millions.

Sur des tirages bruts d'un montant global de \$1.448 millions, \$1.050 millions ont été financés par des prélèvements sur les souscriptions en monnaie nationale des

Etats membres, \$148 millions par des ventes d'or du Fonds et \$250 millions avec le produit d'un prêt en liras accordé au Fonds par l'Italie en août 1966, pour une durée de cinq ans. A propos de cette dernière transaction, on observera que c'est la première fois qu'un Etat membre consent un prêt au Fonds en dehors du cadre des Accords Généraux d'Emprunt. Les conditions de ce prêt présentent d'étroits rapports avec les stipulations contenues dans ces Accords.

Pendant l'année 1966 et le premier trimestre de 1967, le Fonds a effectué des dépôts d'or de \$272 millions auprès des deux pays à monnaie de réserve, afin de compenser les prélèvements opérés sur leurs encaisses par d'autres Etats membres au moment de la libération des souscriptions au relèvement des quotes-parts. Au total, entre septembre 1965 et mars 1967, le Fonds a constitué des dépôts d'or à cet effet pour un montant de \$315 millions, dont \$228 millions aux Etats-Unis et \$87 millions en Grande-Bretagne. Sur un total de versements en or de \$1.177 millions effectués depuis février 1965 à l'occasion du relèvement des quotes-parts, le Fonds avait, à la fin de mars 1967, restitué \$463 millions à des membres sous forme de ventes et de dépôts.

L'année a été également marquée par un aménagement et une extension des facilités spéciales mises au point par le Fonds en 1963, en vue d'accorder des financements compensatoires à des Etats membres producteurs de matières premières, dont la balance des paiements devient déficitaire par suite d'une insuffisance des recettes d'exportation. Le plafond des encours des Etats membres envers le Fonds, dans le cadre de ces financements, a été porté de 25 à 50% de leur quote-part. Si donc des Etats membres du Fonds admis à se prévaloir de ces facilités les utilisaient en même temps que leurs droits de tirage ordinaires, les avoirs du Fonds en leur monnaie pourraient atteindre 250% au maximum de leur quote-part, contre 225% précédemment.

Au cours du premier trimestre de 1967, les tirages sur le F.M.I. ont atteint \$100 millions en chiffres nets, la principale opération ayant été un prélèvement de \$166 millions de l'Espagne. Autre trait caractéristique des opérations du F.M.I. pendant le trimestre considéré: la livre sterling a été, avec l'équivalent de \$72 millions, la principale monnaie prélevée. Il va de soi que des prélèvements de sterling par des Etats membres provoquent une amélioration correspondante de la position nette de la Grande-Bretagne envers le F.M.I. D'autre part, le 25 mai, la Grande-Bretagne a remboursé au F.M.I. \$405 millions sur \$1 milliard prélevé en décembre 1964. Le Fonds a utilisé le produit de l'opération pour rembourser les montants mis à sa disposition à cette époque aux termes des Accords Généraux d'Emprunt.

Réserves officielles et autres mouvements monétaires.

Etats-Unis. Le déficit de la balance des paiements, mesuré d'après les fluctuations de la position de liquidité des Etats-Unis, a été du même ordre de grandeur en 1966 que l'année précédente: \$1.370 millions contre \$1.335 millions; mais les méthodes de financement ont été tout à fait différentes. En 1965, le déficit avait été comblé à raison de 90% par des financements entre autorités monétaires. En 1966, au contraire, les règlements entre autorités monétaires ont laissé un excédent de \$245 millions, dont la cause principale doit être recherchée dans une amélioration de \$1.020 millions du solde net des engagements liquides des autorités monétaires envers l'étranger et de leurs avoirs à l'étranger.

Le trait essentiel des mouvements monétaires des Etats-Unis avec l'étranger en 1966 a été l'accroissement de \$2.390 millions de leurs engagements envers des particuliers non-résidents; notablement accentuée pendant le second semestre, cette augmentation a été provoquée en partie par le resserrement des conditions d'accès au crédit à l'intérieur du pays. En particulier, des banques, exerçant leur activité aux Etats-Unis, ont attiré vers elles des dépôts, en faisant agir leurs succursales

Etats-Unis: Mouvements monétaires avec l'étranger.

Postes	1965	Année entière	1966				1967 1er trimestre
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
	en millions de dollars E. U. (+ = accroissement des avoirs, diminution des engagements)						
Réserves	- 1.220	- 570	- 425	- 70	- 80	+ 5	- 1.025
<i>dont:</i>							
Or	- 1.665	- 570	- 70	- 210	- 170	- 120	- 50
Avoirs en devises	+ 350	+ 540	- 220	+ 165	+ 425	+ 170	- 1.005
Tranche-or au F. M. I.	+ 95	- 540	- 135	- 25	- 335	- 45	+ 30
Engagements envers des organismes officiels	- 85	+ 815	+ 825	- 315	+ 490	- 185	- 255
<i>dont:</i>							
Engagements liquides	+ 15	+ 1.590	+ 850	- 55	+ 600	+ 195	+ 85
Engagements non liquides	- 100	- 775	- 25	- 260	- 110	- 380	- 340
Balance sur la base des règlements entre autorités monétaires	- 1.305	+ 245	+ 400	- 385	+ 410	- 180	- 1.280
<i>Moins</i>							
Engagements non liquides envers des autorités monétaires étrangères	+ 100	+ 775	+ 25	+ 260	+ 110	+ 380	+ 340
Variation globale de la position liquide envers les autorités monétaires étrangères	- 1.205	+ 1.020	+ 425	- 125	+ 520	+ 200	- 940
<i>Plus</i>							
Engagements envers des non-rési- dents particuliers	- 130	- 2.390	- 475	- 25	- 1.220	- 670	+ 710
Balances calculées d'après les fluc- tuations de la position de liquidité	- 1.335	- 1.370	- 50	- 150	- 700	- 470	- 230

étrangères sur l'Euro-marché. Ces dépôts ont pu comprendre en partie des avoirs officiels, qui figuraient pourtant dans les statistiques comme des engagements envers des particuliers non-résidents. En effet, lorsque des autorités étrangères transfèrent à l'Euro-marché des dollars investis aux Etats-Unis, ou lorsqu'elles emploient sur l'Euro-marché des dollars récemment encaissés, les statistiques dressées aux Etats-Unis font en général apparaître une augmentation des engagements envers des banques commerciales non-résidentes, et non pas envers des autorités monétaires étrangères. Il est probable, par conséquent, que les statistiques dressées aux Etats-Unis aboutissent à exagérer la véritable étendue de l'accroissement des avoirs en dollars de particuliers non-résidents, et la portée véritable du fléchissement des avoirs officiels en dollars.

Si l'afflux de fonds à court terme vers les Etats-Unis par le canal de leur système bancaire a permis de couvrir, et au-delà, le déficit de paiements calculé d'après les fluctuations de leur position de liquidité, les autorités américaines se sont néanmoins heurtées l'an dernier à des problèmes de financement extérieur. L'encaisse-or a subi en effet une nouvelle amputation de \$570 millions et les ventes nettes de métal à des pays étrangers se sont élevées à \$610 millions. En outre, les prélèvements des Etats-Unis sur les ressources du Fonds dans les limites de leur tranche-or ont atteint \$540 millions. L'effet de ces pertes de réserves sur la position nette des autorités monétaires américaines envers l'étranger a été toutefois plus que compensé par les changements intervenus dans leurs avoirs en devises et dans leurs engagements envers des autorités monétaires étrangères.

Après s'être accrus de \$350 millions en 1965, les avoirs officiels en devises des Etats-Unis ont encore progressé de \$540 millions en 1966 et atteignaient, à la fin de l'an dernier, le niveau record de \$1.320 millions. La progression enregistrée en 1966 représentait, pour près de la moitié, le montant en sterling de l'aide accordée à la Banque d'Angleterre et, pour la majeure partie du solde, le produit d'une opération de swap deutsche marks contre dollars (équivalent de \$200 millions) nouée en décembre 1966 entre le Système de Réserve Fédérale et la B.R.I., en vue de permettre à cette dernière de freiner la hausse des taux sur l'Euro-marché au moment des règlements de fin d'année. L'augmentation des avoirs officiels en devises des Etats-Unis a eu par conséquent une contrepartie dans un accroissement des avoirs étrangers en dollars.

Les engagements des Etats-Unis envers des autorités monétaires étrangères ont fléchi de \$815 millions en 1966. Les engagements liquides ont diminué de \$1.590 millions; en même temps certains engagements non liquides envers des organismes officiels étrangers ont augmenté de \$775 millions. Si cette progression

n'a eu aucune incidence sur la balance générale des paiements dressée d'après les fluctuations de la position de liquidité des Etats-Unis, elle est comprise, en revanche, dans la balance établie sur la base des règlements entre autorités monétaires. Une fraction du fléchissement des engagements liquides a simplement formé la contrepartie de l'augmentation des engagements non liquides envers des organismes officiels étrangers; une autre fraction a représenté vraisemblablement le gonflement des engagements envers des particuliers non-résidents. Toutefois, comme on l'a déjà observé plus haut, une partie de l'augmentation des engagements des Etats-Unis envers des particuliers non-résidents n'a peut-être pas représenté des transferts réels de dollars d'organismes officiels étrangers à des particuliers non-résidents. Les engagements liquides des Etats-Unis envers des autorités monétaires étrangères ont été également affectés par des remboursements anticipés de dettes de gouvernements étrangers. En 1966, ces remboursements ont atteint \$410 millions au total, dont \$195 millions en provenance de la République fédérale d'Allemagne, \$145 millions en provenance de l'Italie et \$70 millions en provenance de la France. En 1965, la France avait été la seule à procéder au remboursement anticipé (\$180 millions) de sa dette envers les Etats-Unis. En considérant ces remboursements comme des financements du déficit des Etats-Unis, et en les ajoutant au déficit calculé d'après les fluctuations de leur position de liquidité, on constate que le déficit global se serait élevé à \$1.780 millions, contre \$1.515 millions en 1965.

Les engagements des Etats-Unis envers des organismes officiels étrangers comprennent également des avoirs en Bons non négociables du Trésor fédéral, libellés pour la plupart en la monnaie des porteurs, et connus généralement sous le vocable « Bons Roosa ». Le portefeuille total de ces Bons a fléchi de \$450 millions en 1966. Les avoirs de la République fédérale d'Allemagne ont fléchi de \$250 millions, ceux du Canada de \$125 millions, ceux de l'Autriche et de la Suisse de \$50 et \$45 millions respectivement. En revanche, le portefeuille de Bons Roosa de l'Italie s'est accru de \$25 millions. En outre, \$515 millions d'avoirs étrangers non liquides ont été mis sous une forme liquide, dont \$300 millions pour l'Allemagne, \$190 millions pour la Suisse et \$25 millions pour l'Autriche. Ces conversions ont donné lieu à un aménagement correspondant des composantes liquides et non liquides des engagements des Etats-Unis envers des autorités monétaires étrangères.

Mesuré d'après les fluctuations de la position de liquidité, le déficit du premier trimestre de 1967, non corrigé des variations saisonnières, s'est élevé à \$230 millions, mais sur la base des règlements entre autorités monétaires, le déficit a été de \$1.280 millions. La différence entre ces deux chiffres tient à deux facteurs. Le premier et le plus important a été une sortie de capitaux de \$710 millions résultant de la réduction des engagements du système bancaire

des Etats-Unis à l'égard des particuliers non-résidents, réduction due au remboursement des fonds empruntés en 1966 sur le marché de l'Euro-dollar par des banques exerçant leur activité aux Etats-Unis. Le second facteur a été un nouvel accroissement de \$340 millions des engagements non liquides envers les autorités monétaires étrangères. Le dernier élément mis à part, le déficit des règlements entre autorités monétaires a été financé essentiellement par une réduction de \$1.005 millions des avoirs officiels en devises convertibles (livres sterling principalement).

Grande-Bretagne. En dépit d'un redressement appréciable de la balance générale des paiements l'an dernier, les sorties de fonds de Londres ont revêtu une ampleur telle que le montant total des financements officiels a été bien supérieur à celui de 1965. Tel a été le trait caractéristique des mouvements monétaires de la Grande-Bretagne avec l'étranger en 1966. Plus précisément, les sorties de fonds pendant les mois d'été des deux années ont été très considérables, mais le reflux enregistré en automne 1966 a été bien inférieur à celui de la période correspondante de 1965, en raison principalement d'un fléchissement des avoirs en livres des pays d'outre-mer faisant partie de la zone sterling, et de l'existence, déduction faite de la couverture du risque de change, d'un écart de taux favorable à New York.

Les mesures prises par les autorités en juillet 1966 ont permis de ramener le déficit global des paiements de \$695 millions en 1965 à \$500 millions en 1966. En réalité, le redressement a été plus accentué que le dernier chiffre ne le laisse supposer. Le déficit global de 1966 comprend, en effet, quelque \$200 millions représentant l'annuité des emprunts contractés après la guerre aux Etats-Unis et au Canada, alors que le versement de celle-ci avait été différé en majeure partie en 1964 et en 1965. Il est assez malaisé de mesurer avec précision la composition exacte des mouvements monétaires de la Grande-Bretagne avec l'étranger, faute de renseignements sur le montant des utilisations, par la Banque d'Angleterre, des lignes de crédit ouvertes par des banques centrales. On peut toutefois se faire une idée approximative des opérations en supposant que les fluctuations des avoirs officiels en livres des pays ne faisant pas partie de la zone sterling ont reflété assez fidèlement l'utilisation des lignes de crédit ou le remboursement des facilités accordées.

En partant de cette hypothèse, on peut en effet déduire qu'en 1966, les besoins de financement entre autorités monétaires ont vraisemblablement été supérieurs de quelque \$1 milliard au déficit de la balance générale des paiements. Ce chiffre permet par conséquent de mesurer de façon très approximative l'étendue des mouvements monétaires défavorables à la Grande-Bretagne pendant l'année. Deux facteurs principaux ont été à l'origine de ces mouvements: le renouveau de défiance envers la livre sterling pendant l'été 1966, et l'attrait exercé sur les capitaux flottants par les taux d'intérêt élevés du marché monétaire des Etats-Unis. Pour

Royaume-Uni: Mouvements monétaires avec l'étranger.

Postes	1965	Année entière	1er trimestre	1966		
	en millions de dollars E.U. (+ = augmentation des avoirs, diminution des engagements)			2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
Avoirs officiels	+ 690	- 790	- 320	- 295	- 115	- 60
dont:						
Réserve monétaires	+ 690	+ 95	+ 565	- 295	- 115	- 60
Utilisation du portefeuille de valeurs libellées en dollars	-	- 885	- 885	-	-	-
Position envers le F.M.I.	- 1.400	+ 5	- 10	+ 20	- 10	+ 5
Engagements en livres (chiffres nets) envers des autorités monétaires non-membres de la zone sterling	- 290	- 810	+ 350	- 40	- 1.110	- 10
Dépôts officiels en monnaies étran- gères de banques centrales de pays d'outre-mer (chiffres nets)	+ 200	- 40	-	-	- 50	+ 10
Autres engagements en livres (chiffres nets)	+ 80	+ 420	- 325	- 275	+ 885	+ 135
dont:						
Engagements envers des déten- teurs résidant dans la zone sterling	- 25	- 15	- 255	- 485	+ 470	+ 255
Engagements envers des parti- culiers ne résidant pas dans la zone sterling	+ 90	+ 475	- 60	+ 210	+ 405	- 80
Engagements envers des organisations internationales	+ 15	- 40	- 10	-	+ 10	- 40
Engagements en devises des banques du Royaume-Uni (chiffres nets)	+ 185	+ 455	+ 150	+ 185	- 20	+ 140
Engagements en monnaies (chiffres nets) de pays d'outre-mer membres de la zone sterling	- 20	+ 125	- 65	+ 50	+ 125	+ 15
Mouvements de capitaux (divers)	- 140	+ 135	+ 100	+ 100	+ 5	- 70
Total général	- 695	- 500	- 120	- 255	- 290	+ 165

l'ensemble de l'année 1966, l'action de ces deux facteurs a provoqué essentiellement: une réduction de \$420 millions du poste «Autres engagements en livres (en chiffres nets)» – qui enregistre les fluctuations de l'ensemble des engagements en livres envers des titulaires, autres que des autorités monétaires, ne résidant pas dans la zone sterling, et qui comprend un fléchissement de \$475 millions des engagements en livres envers des particuliers non-résidents –, et une diminution de \$455 millions en chiffres nets des engagements en monnaies étrangères des banques exerçant leur activité au Royaume-Uni.

A côté de ces deux facteurs principaux on a noté, en 1966, un fléchissement de \$125 millions des engagements nets des banques de la Grande-Bretagne en les monnaies des pays d'outre-mer membres de la zone sterling, et une diminution de \$135 millions du poste «Engagements divers». Le changement de la position des banques de Grande-Bretagne en les monnaies des Etats membres de la zone sterling a reflété des transactions de caractère comptable qui ont été compensées dans le

poste «Avoirs en livres des pays d'outre-mer membres de la zone sterling». Les sorties de capitaux comptabilisées au poste «Engagements divers» ont été dues, à concurrence de \$105 millions, à la réduction des dépôts constitués par la République fédérale d'Allemagne, à titre d'acomptes sur des commandes à transmettre ultérieurement.

En se plaçant au point de vue des financements entre autorités monétaires, la principale composante a été l'utilisation des \$885 millions représentant le produit de la mobilisation de valeurs américaines détenues en portefeuille par le Trésor. Par ailleurs, une fraction très importante de l'augmentation de \$810 millions des engagements en livres envers les autorités monétaires de pays ne faisant pas partie de la zone sterling doit avoir reflété principalement l'utilisation de lignes de crédit ouvertes auprès des banques centrales étrangères. La même observation prévaut en ce qui concerne l'augmentation de \$40 millions en chiffres nets du poste «Dépôts officiels en monnaies étrangères de banques centrales de pays d'outre-mer». Les réserves publiées se sont accrues de \$95 millions l'an dernier.

La pression sur la livre a atteint son maximum d'intensité au cours du troisième trimestre de 1966, à la suite principalement de l'apparition d'un déficit élevé des paiements (\$290 millions y compris le poste «Erreurs et omissions»), pour des raisons de caractère saisonnier, et d'un fléchissement de \$885 millions des engagements en livres envers des particuliers résidant hors de Grande-Bretagne. Le fléchissement de ce second poste s'explique, à concurrence de plus de moitié, par une diminution de \$470 millions des avoirs en livres des pays d'outre-mer membres de la zone sterling, qui a reflété beaucoup plus l'apparition de déficits de paiements de caractère en grande partie saisonnier dans cette zone qu'un mouvement de défiance proprement dit. Au cours du premier semestre de 1966, au contraire les excédents de paiements des pays d'outre-mer membres de la zone sterling, avaient été suivis d'un gonflement de \$740 millions de leurs avoirs à Londres, et les charges de financement qui pesaient sur les autorités de la Grande-Bretagne avaient été considérablement allégées de ce fait.

Pendant le quatrième trimestre de 1966, la balance des paiements a fait apparaître des excédents. Les réserves ont fléchi de \$60 millions, mais des remboursements de dettes envers des banques centrales ont pu être effectués. En même temps, la reconstitution des avoirs à Londres des pays ne faisant pas partie de la zone sterling s'est amorcée. Les avoirs en livres d'autorités monétaires étrangères (aide non comprise) doivent avoir accusé une augmentation significative: même en tenant compte du remboursement de certains crédits, ces avoirs ont progressé de \$10 millions pendant le quatrième trimestre. Les avoirs à Londres de particuliers ne résidant pas dans la zone sterling ont également augmenté de \$80 millions.

Les effets sur les réserves de ce retour de fonds et de certaines entrées de capitaux comptabilisées au poste « Divers » pour \$70 millions, ont été toutefois annulés par de nouvelles sorties de fonds de \$140 millions ayant leur source dans des variations de la position nette des banques en monnaies étrangères, et par une nouvelle réduction de \$255 millions des avoirs en livres des territoires d'outre-mer membres de la zone sterling.

Au cours du premier trimestre de 1967, l'afflux de fonds vers Londres a atteint, en particulier au début de l'année, un volume considérable en raison, d'une part, de la poursuite de la reconstitution des avoirs en livres des pays ne faisant pas partie de la zone sterling et, d'autre part, du reflux de fonds en provenance des Etats-Unis, à la suite de la détente des taux d'intérêt à New York. On ne possède pas encore de renseignements détaillés pour le trimestre écoulé; on sait, en revanche, que les réserves de la Grande-Bretagne ont augmenté de \$160 millions, et que la majeure partie des engagements envers les banques centrales étrangères ont été remboursés.

Pays continentaux d'Europe occidentale. En 1966, les mouvements monétaires des pays continentaux d'Europe occidentale ont fait ressortir, par rapport à 1965, des différences accentuées. L'excédent de leurs transactions monétaires avec l'étranger (\$1.080 millions en 1966) a été inférieur de plus de moitié à celui de l'année précédente. Ce fléchissement reflète dans une large mesure la diminution des excédents de paiements de la France et de l'Italie. On signalera en outre qu'en 1966 les pays d'Europe occidentale ont remboursé par anticipation \$410 millions de dettes envers les Etats-Unis, contre \$180 millions seulement l'année précédente. En second lieu, l'amélioration de la position en devises des systèmes bancaires des pays du continent sur lesquels on possède des renseignements a représenté, l'an dernier, 10% seulement de l'excédent global, contre 40% en 1965. De ce point de vue également, la cause du fléchissement de pourcentage doit être recherchée en premier lieu du côté de la France et de l'Italie. L'accroissement des réserves officielles (\$1.495 millions en 1965) a été de \$975 millions seulement l'an dernier. Enfin, alors qu'en 1965 l'accroissement de \$335 millions des avoirs officiels en or et en devises était le résultat net d'une réduction de \$1.980 millions des avoirs en devises et d'une augmentation de \$2.315 millions des encaisses-or, ces deux composantes ont accusé, l'an dernier, des mouvements de faible amplitude. Les encaisses-or ont augmenté, en effet, de \$200 millions et les avoirs en devises ont fléchi de \$85 millions.

En ce qui concerne les encaisses-or des pays du continent, la différence entre l'augmentation de celles-ci en 1965 et l'accroissement noté en 1966 s'explique, à concurrence de plus de 50% par des opérations avec les institutions monétaires internationales. En 1965, à l'occasion du tirage de \$1,4 milliard de la Grande-Bretagne, le

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

Pays	Fin d'année	Or et devises étrangères	Position nette envers le F.M.I. et les Accords Généraux d'Emprunt	Total des réserves monétaires officielles	Position nette des banques commerciales	Total des avoirs sur l'étranger	Modifications (+ = augmentation des avoirs, diminution des engagements)	
							Avoirs officiels	Banques commerciales
en millions de dollars E.U.								
Allemagne fédérale	1965	7.070	1.075	8.145	- 680	7.465	- 325	+ 45 ¹
	1966	7.240	1.255	8.495	- 580	7.915	+ 350	+ 100
Autriche	1965	1.295	70	1.305	- 60	1.245	- 10	- 45
	1966	1.225	100	1.325	- 145	1.180	+ 20	- 85
Belgique-Luxembourg	1965	2.145	310	2.455	- 560	1.895	+ 160	- 25
	1966	2.120	370	2.490	- 705	1.785	+ 35	- 145
Danemark	1965	510	60	570	- 45	525	- 60	+ 80
	1966	510	70	580	- 25	555	+ 10	+ 20
Espagne	1965	1.270	140	1.410	-	1.410	- 105	-
	1966	1.040	165	1.205	-	1.205	- 205	-
Finlande	1965	275	15	290	- 65	225	- 70	- 15
	1966	140	30	170	- 90	80	- 120	- 25
France	1965	5.370	885	6.255	- 110	6.145	+ 705	+ 255
	1966	5.655	985	6.640	- 155	6.485	+ 385	- 45
Grèce	1965	235	15	250	5	255	- 30	-
	1966	250	25	275	5	280	+ 25	-
Irlande	1965	395	10	405	250	655	- 40	- 10
	1966	490	-	490	240	730	+ 85	- 10
Islande	1965	45	5	50	- 5	45	+ 5	-
	1966	50	5	55	- 10	45	+ 5	- 5
Italie	1965	4.400	550	4.950	- 195	4.755	+ 955	+ 620
	1966	4.235	885	5.120	195	5.315	+ 170	+ 390
Norvège	1965	445	25	470	10	480	+ 90	+ 70
	1966	480	45	525	- 40	485	+ 55	- 50
Pays-Bas	1965	2.045	360	2.405	35	2.440	+ 75	- 75
	1966	2.030	415	2.445	- 45	2.400	+ 40	- 80
Portugal	1965	990	15	1.005	110	1.115	+ 55	+ 30
	1966	1.100	20	1.120	110	1.230	+ 115	-
Suède	1965	815	140	955	95	1.050	+ 5	+ 20
	1966	845	165	1.010	135	1.145	+ 55	+ 40
Suisse	1965	3.700	-	3.700	.	.	+ 60	.
	1966	3.685	-	3.685	.	.	- 15	.
Turquie	1965	60	- 20	40	.	.	+ 25	.
	1966	25	- 20	5	.	.	- 35	.
Total	1965	31.005	3.655	34.660	- 1.215 ²	29.705 ²	+ 1.495	+ 950 ²
	1966	31.120	4.515	35.635	- 1.110 ²	30.835 ²	+ 975	+ 105 ²
Canada	1965	2.605	355	2.960	- 70	2.890	+ 140	- 400
	1966	2.230	450	2.680	355	3.035	- 280	+ 425
Japon	1965	1.865	255	2.120	- 900	1.220	+ 130	+ 280
	1966	1.735	320	2.055	- 515	1.540	- 65	+ 385

¹ Après élimination de fluctuations statistiques. ² Pour quinze pays seulement.
Remarque: Pour les pays du Groupe des Dix et 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.

F.M.I. avait cédé \$350 millions de métal à des pays du continent. En 1966, au contraire, les versements d'or de ces pays en libération de leurs souscriptions ont atteint la contre-valeur de \$365 millions. D'autre part, le montant des swaps sur or, conclus entre la Banque Nationale Suisse et la B.R.I. au moment des règlements de fin d'année, a augmenté de \$330 millions en 1965, mais a fléchi de \$220 millions l'an dernier. Il demeure que, même en ne tenant pas compte de ces transactions spéciales avec des organismes internationaux, l'accroissement des encaisses des pays du continent avait légèrement dépassé, en 1965, le volume global des financements entre autorités monétaires; l'an dernier, au contraire, ces financements ont été légèrement supérieurs à l'augmentation des encaisses des pays considérés.

En ce qui concerne la différence entre les mouvements des avoirs officiels en devises des pays du continent en 1965 et 1966, le fléchissement accentué noté en 1965 a été dû, dans une large mesure, à l'importance des prêts de monnaies nationales par l'intermédiaire du F.M.I., et au renforcement de la position nette en devises des banques commerciales. L'année 1965 avait été marquée, de surcroît, par des conversions exceptionnelles en or d'avoirs en devises précédemment accumulés.

Du point de vue de la répartition géographique des gains de réserves, la France s'est classée en tête des pays du continent avec, en 1966, \$385 millions, suivie de près par la République fédérale d'Allemagne (avec \$350 millions). Les réserves monétaires de l'Italie ont augmenté de \$170 millions, leur progression ayant été limitée par des cessions d'avoirs officiels en dollars au système bancaire, dans le cadre d'opérations de swap d'un caractère particulier. Eu égard à leur puissance économique, le Portugal (+ \$115 millions), l'Irlande (+ \$85 millions) et la Norvège (+ \$55 millions) ont réalisé des gains de réserves plutôt considérables.

L'augmentation des encaisses-or de l'Europe du continent a été pratiquement le fait de trois pays: France (+ \$530 millions), Portugal (+ \$70 millions) et Grèce (+ \$40 millions). D'autre part, avec \$250 millions, la France s'est classée en tête pour le fléchissement des avoirs en devises, mais les avoirs de l'Espagne ont aussi considérablement diminué (— \$205 millions) et ceux de l'Italie ont été réduits de \$175 millions. En revanche, les avoirs en devises de l'Allemagne se sont accrus de \$285 millions. L'élargissement des positions créditrices nettes envers le F.M.I. (\$860 millions) a été assez uniformément réparti entre les membres du Groupe. L'Italie, avec \$335 millions (dont \$250 millions représentent un prêt spécial accordé au F.M.I. en août 1966) a enregistré l'élargissement le plus accentué.

Au cours du premier trimestre de 1967, les réserves monétaires des pays du continent ont diminué de \$545 millions. Leurs encaisses-or et leurs avoirs en devises ont fléchi de \$435 millions, et leurs positions nettes envers le F.M.I. et au titre des

Accords Généraux d'Emprunt de \$110 millions. En revanche, les engagements nets en devises des banques commerciales des pays communiquant des renseignements se sont rétrécis de \$740 millions; à elles seules, les banques allemandes ont augmenté leurs engagements en devises de \$820 millions.

République fédérale d'Allemagne. En 1966, les mouvements monétaires avec l'étranger ont été surtout influencés par le redressement très accentué de la balance des paiements, un déficit de \$280 millions en 1965 ayant fait place à un excédent de \$450 millions l'an dernier. En comprenant dans les financements entre autorités monétaires le remboursement anticipé de \$195 millions de dettes envers les Etats-Unis effectué en décembre 1966, cet excédent ressort à \$645 millions. Comme la position nette en devises des banques allemandes a peu varié, l'amélioration de la balance des paiements s'est principalement traduite par un renversement de la position des autorités monétaires, qui ont enregistré un gain de \$350 millions (ou de \$545 millions en tenant compte du remboursement anticipé) contre une perte de \$325 millions en 1965.

La position monétaire de la République fédérale d'Allemagne envers l'étranger s'est nettement renversée pour faire apparaître des surplus à partir de mai 1966. Au cours des quatre premiers mois, elle s'était soldée par un léger déficit de \$5 millions. Pour des raisons de caractère saisonnier, la position nette en devises des banques commerciales s'était améliorée de \$360 millions, mais ce redressement avait été en partie compensé par une diminution de \$125 millions des avoirs officiels en devises, et par un fléchissement de \$125 millions du poste «Autres réserves monétaires». Le portefeuille de Bons Roosa libellés en deutsche marks avait été allégé de \$150 millions, et les avoirs officiels en sterling, constitués en 1965 aux termes de l'accord anglo-allemand sur la compensation des charges militaires, avaient fléchi de \$70 millions.

République fédérale d'Allemagne: Mouvements monétaires avec l'étranger.

Postes	1965	1966	Janvier-avril 1966	Mai 1966 à mars 1967
	en millions de dollars E. U., (+ = augmentation des avoirs, diminution des engagements)			
Avoirs officiels nets	- 325	+ 350	- 365	+ 815
<i>dont:</i>				
Or	+ 160	- 115	- 5	- 110
Devises convertibles	- 700	+ 785	- 125	+ 895
Autres réserves monétaires	+ 35	- 390	- 220	- 170
Position nette envers le F.M.I. et au titre des Accords Généraux d'Emprunt	+ 165	+ 190	+ 35	+ 150
Autres avoirs (chiffres nets)	+ 15	- 110	- 50	+ 50
Position nette en devises des banques	+ 45	+ 100	+ 360	+ 560
Total général	- 280	+ 450	- 5	+ 1.375

Depuis le mois de mai 1966, la balance des paiements fait apparaître des excédents dont l'accumulation s'est poursuivie à une cadence soutenue jusqu'au premier trimestre de 1967. Pour se faire une idée plus précise de la structure des mouvements monétaires, il est préférable de retenir l'ensemble de la période, car on élimine ainsi les répercussions des opérations nouées par les banques commerciales au moment des règlements de fin d'année. De la fin avril 1966 à la fin mars 1967, l'excédent cumulé de la balance des paiements a atteint \$1.375 millions, dont \$560 millions ont servi à renforcer la position nette en devises des banques commerciales, et le solde (\$815 millions) a été financé par les autorités. Au cours de cette période, les financements officiels ont revêtu en premier lieu la forme d'un accroissement de \$895 millions des réserves de change. L'encaisse-or, au contraire, a diminué de \$110 millions, en raison d'un versement de métal de \$103 millions au F.M.I. au titre de la libération de la souscription, qui explique, dans une large mesure, l'augmentation de la position créditrice nette (\$150 millions) de la République fédérale d'Allemagne envers le F.M.I. Les autres composantes des réserves monétaires ont fléchi de \$170 millions, dont \$100 millions représentant l'encaissement de Bons Roosa libellés en deutsche marks, \$50 millions une diminution des avoirs officiels en sterling, et \$20 millions le remboursement de dettes contractées dans le cadre de l'Union Européenne des Paiements.

France. En 1966, les mouvements monétaires avec l'étranger se sont ressentis du renversement de la situation des comptes extérieurs du pays. Au cours des huit premiers mois, la balance des paiements avait fait apparaître un excédent de \$610 millions, dont \$505 millions avaient été versés à l'encaisse-or, et \$95 millions (dont \$50 millions représentant la libération de la souscription en or) avaient servi à renforcer la position créditrice de la France envers le F.M.I. Après le renversement de situation en septembre, le déficit de paiements a atteint \$270 millions au total pendant les quatre derniers mois de l'année. Comme la France a effectué en septembre un remboursement anticipé de \$70 millions de dettes envers les Etats-Unis, les financements entre autorités monétaires ont atteint \$340 millions pendant les quatre mois considérés. Ils ont essentiellement revêtu la forme d'un prélèvement de \$245 millions sur les réserves officielles de change, et d'un fléchissement de \$45 millions de la position nette en devises des banques françaises. Au cours du premier semestre de 1967, la balance des paiements a fait de nouveau apparaître un léger déficit de \$50 millions. Comme ce déficit a été accompagné d'un afflux de fonds de \$60 millions par le canal des banques, les réserves officielles ont un peu augmenté en chiffres nets.

Italie. Comme en France, la situation de la balance des paiements s'est présentée, en 1966, sous un aspect beaucoup moins favorable. La longue période d'excédents qui avait commencé au second trimestre de 1964 a pris fin au troisième

Italie: Mouvements monétaires avec l'étranger.

Postes	1965	Année entière	1er trimestre	1966				1967 1er trimestre
	en millions de dollars E. U., (+ = augmentation des avoirs, diminution des engagements)							
Réserves monétaires nettes	+ 400	- 220	- 275	+ 175	- 35	- 85	- 170	
dont:								
Or	+ 295	+ 10	- 35	-	- 10	+ 55	-	
Devises	- 110	- 175	- 190	+ 185	- 105	- 65	- 150	
Autres réserves monétaires	+ 225	- 85	- 50	- 10	+ 60	- 85	- 15	
Engagements à court terme	- 10	+ 30	-	-	+ 20	+ 10	- 5	
Position nette envers le F.M.I. et au titre des G.A.B.* et autres prêts au F.M.I.	+ 405	+ 335	+ 40	+ 30	+ 255	+ 10	+ 25	
Autres réserves officielles	+ 150	+ 55	+ 90	- 30	+ 5	- 10	+ 5	
Position officielle nette	+ 955	+ 170	- 145	+ 175	+ 225	- 85	- 140	
Position nette en devises des banques	+ 620	+ 390	+ 220	+ 10	+ 185	- 25	- 105	
Total général	+ 1.575	+ 560	+ 75	+ 185	+ 410	- 110	- 245	

* Accords Généraux d'Emprunt.

trimestre de 1966 et la balance des paiements de l'Italie a fait apparaître un déficit de \$110 millions pendant le quatrième trimestre. Aussi l'excédent global de paiements a-t-il fléchi de \$1.575 millions en 1965 à \$560 millions en 1966. La comparaison entre ces deux chiffres aboutit toutefois à exagérer l'étendue du renversement, l'Italie ayant procédé, en septembre, à un remboursement anticipé de \$145 millions de dettes envers les Etats-Unis, qui peut être compris en quelque sorte dans les financements entre autorités monétaires.

Au cours des trois premiers trimestres de 1966, les banques commerciales italiennes ont continué à absorber une partie des excédents de paiements, contribuant ainsi à limiter les besoins de financement entre autorités monétaires. Dans ce cadre général, la structure des mouvements monétaires de l'Italie avec l'étranger a cependant fait ressortir, d'un trimestre à l'autre, des différences très sensibles.

Les financements entre autorités monétaires n'ont soulevé aucun problème au cours du premier trimestre de 1966. L'excédent global de paiements de \$75 millions a été très largement couvert par une amélioration de \$220 millions, de caractère en partie saisonnier, de la position nette en devises des banques italiennes. Les réserves monétaires nettes ont fléchi de \$275 millions, chiffre nettement supérieur à celui des excédents accumulés par les banques pendant le trimestre considéré.

Deux raisons expliquent la diminution des réserves officielles. D'une part, l'Italie a effectué un versement d'or de \$30 millions au F.M.I. pour libérer sa souscription; d'autre part, le poste «Autres réserves officielles» s'est accru de \$90 millions, à la suite de la transformation de réserves de premier rang en avoirs à plus long terme.

Au cours du deuxième semestre, l'excédent de paiements de \$185 millions a eu, au point de vue monétaire, sa contrepartie dans une augmentation de \$175 millions du volume net des réserves. Au moment où l'excédent de paiements a atteint son maximum saisonnier pendant le troisième trimestre, la position nette en devises des banques commerciales italiennes s'est fortement améliorée (+ \$185 millions) et le solde de l'excédent (\$225 millions) a été financé par les autorités. Au mois de juillet, le Système de Réserve Fédérale a utilisé, à concurrence de \$225 millions, les facilités de swap disponibles auprès de la Banque d'Italie afin d'empêcher un afflux de dollars vers les réserves officielles. Le mois suivant, l'opération de swap a été dénouée grâce à un prélèvement de liras par les Etats-Unis sur le F.M.I. pour l'équivalent de \$250 millions. Le tirage a été financé par l'octroi d'un prêt spécial de liras au F.M.I., qui a représenté essentiellement l'accroissement de la position créditrice nette de l'Italie envers cet organisme au cours du trimestre considéré.

Le déficit de paiements du dernier trimestre de 1966 a eu presque entièrement sa contrepartie dans un affaiblissement de \$85 millions de la position monétaire nette des autorités italiennes envers l'étranger. Il a été financé par une réduction des avoirs en dollars conservés par les autorités italiennes aux termes de swaps conclus avec le Système de Réserve Fédérale, qui sont compris dans la rubrique «Autres réserves monétaires». Les réserves de change ont diminué de \$65 millions, le recul ayant été dû presque exclusivement à des achats d'or au Trésor fédéral des Etats-Unis.

En raison principalement d'exportations de capitaux motivées par un aménagement du régime fiscal des valeurs mobilières, le déficit de la balance générale des paiements a été de \$245 millions pendant le premier trimestre de 1967. Les réserves officielles de change ont diminué de \$150 millions, et la position nette en devises des banques italiennes s'est affaiblie de \$105 millions. Le déficit a été noté en janvier et en février seulement; en mars, on a relevé en effet un excédent de \$40 millions.

Considérés du point de vue du financement des excédents de paiements, les principaux aspects de la politique des autorités italiennes ressortent clairement lorsqu'on fait la somme des mouvements monétaires en 1965 et en 1966. L'excédent de paiements s'est élevé à \$2.135 millions pour l'ensemble des deux années. Sur ce

montant, \$1.010 millions ont été financés par les banques et \$740 millions grâce à l'intervention du F.M.I. Les réserves de premier rang, encaisse-or et avoirs officiels en devises, se sont accrues de \$20 millions seulement.

Pays-Bas. Le déficit de la balance des paiements a été de \$40 millions en 1966 mais, comme le système bancaire a procédé à une réduction de sa position nette envers l'étranger égale au double de ce montant, les réserves monétaires nettes ont augmenté de \$40 millions, se décomposant en un élargissement de \$55 millions de la position créditrice nette envers le F.M.I., et une réduction de \$15 millions de l'encaisse-or et des avoirs officiels en devises. L'élargissement de la position créditrice nette des Pays-Bas envers le F.M.I. a eu sa contrepartie dans un versement d'or de \$25 millions, représentant la libération de la souscription au relèvement de la quote-part et, pour le solde, dans des tirages de florins par d'autres Etats membres. Ces transactions ont provoqué un fléchissement correspondant des réserves d'or et de moyens de change mais, en ce qui concerne les réserves de devises, leurs effets ont été plus que compensés par le fléchissement de la position nette des banques envers l'étranger, de sorte qu'en fin de compte, les avoirs officiels en devises ont effectivement augmenté de \$10 millions l'an dernier.

La structure et la direction des mouvements monétaires avec l'étranger ont fait ressortir de profondes différences d'un semestre à l'autre. De janvier à juin 1966, les Pays-Bas ont enregistré un déficit de paiements de \$180 millions, qui a eu sa contrepartie dans une diminution de \$105 millions des avoirs nets des banques à l'étranger et dans un fléchissement de \$75 millions des réserves monétaires. La balance des paiements sur la base des règlements ayant fait apparaître un excédent pendant le second semestre, la position des banques en devises s'est améliorée de \$25 millions seulement, mais les réserves monétaires se sont accrues de \$115 millions.

Au cours du premier trimestre de 1967, la balance des paiements (dressée sur la base des règlements) s'est de nouveau soldée par un déficit de \$60 millions, qui a eu ses contreparties dans un fléchissement de la position nette des autorités monétaires et des banques envers l'étranger. Les réserves monétaires ont diminué de \$50 millions, en partie à la suite d'un accroissement de quelque \$20 millions d'autres composantes des avoirs officiels, et les engagements nets des banques envers l'étranger se sont accrus de \$35 millions.

Belgique. Pour l'ensemble de 1966, la structure des mouvements monétaires a été, à certains égards, comparable à celle des Pays-Bas. Le déficit de paiements s'est monté à \$110 millions mais, à la suite d'un fléchissement de \$145 millions de la position nette en devises des banques, les réserves officielles se sont accrues de

\$35 millions. Comme celle des Pays-Bas, la position créditrice nette de la Belgique envers le F.M.I. s'est élargie de \$60 millions, c'est-à-dire d'un montant supérieur à celui de l'accroissement des réserves monétaires, parce que l'encaisse-or et les avoirs officiels en devises ont diminué, de leur côté, de \$25 millions. Pendant les trois premiers mois de 1967, la Belgique a dégagé \$35 millions d'excédent de paiements, mais les réserves monétaires ont diminué de \$10 millions, les engagements nets des banques envers l'étranger, qui s'étaient accrus de \$185 millions pendant les trois trimestres précédents, ayant été réduits de \$45 millions.

Autriche. L'Autriche a également accusé l'an dernier un accroissement de ses réserves monétaires, bien que la balance des paiements ait été en déficit (\$65 millions). Le déséquilibre a été en effet très largement couvert par un fléchissement de \$85 millions de la position nette des banques envers l'étranger (intervenu en majeure partie pendant le dernier trimestre au cours duquel le déficit avait atteint \$90 millions). Comme aux Pays-Bas et en Belgique, les réserves monétaires ont également enregistré l'an dernier une augmentation (de \$20 millions en chiffres nets), en raison de l'élargissement de la position créditrice de l'Autriche envers le F.M.I. (\$30 millions en 1966, dont \$25 millions provenant d'un versement d'or au moment de la libération de la souscription). L'encaisse de la Banque Nationale n'a pas varié, mais les réserves de change ont diminué de \$10 millions.

Suisse. Les réserves monétaires nettes ont fléchi de \$15 millions en 1966. L'encaisse-or et les avoirs officiels en devises se sont accrus de \$75 millions mais on a noté un fléchissement de \$90 millions d'autres composantes des avoirs officiels. Au cours des quatre premiers mois de l'an dernier, les réserves monétaires avaient diminué de \$450 millions, en partie à la suite de l'entrée en jeu de facteurs saisonniers, en partie en raison de la tension des taux d'intérêt à l'étranger. En mai, le marché monétaire et le marché des capitaux suisses ont commencé à se resserrer. Combiné avec les précautions prises par les banques en prévision de la présentation de leurs situations semestrielles, ce resserrement avait abouti, fin juin, à une augmentation de \$200 millions des réserves officielles. Les effets du renversement en juillet des opérations effectuées par les banques en mai ont été compensés dans une large mesure par les répercussions de la crise de la livre; néanmoins, les réserves monétaires ont progressivement diminué (\$110 millions au total de fin juin à fin octobre) pour accuser une nouvelle augmentation de \$435 millions en fin d'année. Au 31 décembre 1966, l'encaisse-or avait diminué de \$200 millions par rapport à la date correspondante de l'année précédente, principalement en raison de la réduction du volume des swaps sur or conclus en fin d'année avec la B.R.I. Les avoirs officiels en devises ont augmenté en revanche de \$275 millions. Le

fléchissement de \$90 millions des autres composantes des réserves monétaires officielles s'explique, à concurrence de \$45 millions, par un allègement des avoirs de la Confédération en Bons non négociables, libellés en francs suisses, du Trésor des Etats-Unis.

Les premiers mois de 1967 ont été caractérisés par des fluctuations de grande amplitude des réserves monétaires. Après le fléchissement de \$415 millions enregistré pour des raisons de caractère saisonnier en janvier 1967, les banques suisses ont, pour la première fois, pris des dispositions en vue de présenter leurs situations de fin mars sous un jour plus favorable. De ce fait, les réserves monétaires s'étaient accrues de \$210 millions fin mars 1967. Le renversement des opérations conclues en mars explique, dans une large mesure, le fléchissement de \$280 millions des réserves noté le mois suivant.

Dans le groupe des pays nordiques, le Danemark et la Norvège ont réalisé l'équilibre approximatif de leur balance des paiements l'an dernier. En revanche, la Suède a enregistré des surplus et la Finlande un déficit.

Suède. L'excédent global de paiements a été de \$95 millions l'an dernier. Les réserves monétaires nettes se sont accrues de \$55 millions, dont \$30 millions représentent l'accroissement des avoirs officiels en devises et \$25 millions l'élargissement de la position créditrice nette envers le F.M.I. Le volume net des avoirs des banques suédoises à l'étranger a progressé de \$40 millions, le fléchissement de \$40 millions de ceux-ci pendant le premier semestre ayant été suivi d'une augmentation de \$80 millions pendant le second.

Finlande. De 1965 à 1966, le déficit global de paiements est passé de \$85 à \$145 millions; plus de la moitié de l'aggravation a été enregistrée pendant le quatrième trimestre de l'an dernier. Le déséquilibre a été financé dans une très large mesure par une réduction de \$120 millions des réserves monétaires. L'encaisse-or a fléchi de \$40 millions (dont \$15 millions ont représenté un versement en or au F.M.I. et sont venus améliorer la position nette de la Finlande envers cet organisme), et les avoirs officiels en devises ont diminué de \$80 millions.

Espagne. En 1966, le déficit de la balance des paiements s'est aggravé pour atteindre \$205 millions. Pendant le premier semestre, les réserves monétaires ont diminué de \$215 millions en chiffres nets. L'encaisse-or et les avoirs en devises ont fléchi de \$240 millions mais, à la suite d'un versement d'or au moment de la libération de la souscription, la position nette de l'Espagne envers le F.M.I. s'est améliorée de \$25 millions. Au cours du troisième trimestre, les réserves monétaires

ont enregistré un accroissement saisonnier de \$85 millions et, après une nouvelle diminution au cours du quatrième, elles se tenaient cependant en fin d'année à \$15 millions au-dessus de leur niveau de fin juin. Pendant le premier trimestre de 1967, la balance des paiements a accusé encore un déficit de \$170 millions, qui a été financé presque entièrement par un tirage sur le F.M.I. d'un montant de \$165 millions représentant la totalité de la tranche-or de l'Espagne.

Canada. La balance des paiements, dressée en faisant la somme des mouvements des réserves monétaires nettes et de la position nette des banques avec l'étranger, s'est améliorée entre 1965 et 1966, un déficit de \$260 millions ayant fait place à un excédent de \$145 millions. En même temps, l'orientation et la structure des mouvements monétaires se sont profondément modifiées. En 1965, le déficit avait été plus que couvert par une réduction de \$400 millions en chiffres nets de la position à court terme des banques envers l'étranger. De ce fait, les réserves monétaires avaient augmenté de \$140 millions. L'an dernier, au contraire, la position nette des banques envers l'étranger s'est renforcée de \$425 millions, et les réserves monétaires ont fléchi de \$280 millions.

L'élargissement des positions des banques canadiennes envers l'étranger en 1966 a été dû essentiellement à la tension des taux d'intérêt aux Etats-Unis. Plus de la moitié de cette amélioration est intervenue pendant le troisième trimestre, au moment où les conditions sur le marché monétaire de New York étaient particulièrement difficiles. En ce qui concerne les fluctuations des réserves officielles, la principale composante a été une diminution de \$430 millions de l'encaisse-or et des avoirs en devises. L'encaisse-or a subi une amputation de \$105 millions, en tenant compte des ventes de métal (\$200 millions) aux Etats-Unis. Pour l'année 1966 tout entière, les avoirs officiels en devises ont été réduits de \$325 millions, dont \$145 millions ont représenté le rachat de valeurs du Trésor canadien libellées en dollars des Etats-Unis, conservées en portefeuille dans ce dernier pays. Les réserves de change ont été d'autre part affectées par une série de transactions ayant provoqué un accroissement d'avoirs monétaires ne présentant pas le caractère de réserves. D'une part, la position créditrice nette du Canada envers le F.M.I. s'est améliorée de \$95 millions l'an dernier; d'autre part, le Canada a acheté à des résidents américains \$25 millions d'obligations de la Banque Internationale pour la Reconstruction et le Développement. Fin décembre 1966, les réserves canadiennes d'or et de dollars des Etats-Unis, augmentées de la position créditrice nette du Canada envers le F.M.I., étaient tombées à \$2.500 millions environ, chiffre un peu inférieur à celui qui avait été convenu avec les autorités américaines en échange de l'exemption des résidents canadiens de la taxe d'égalisation des taux d'intérêt.

Le déficit de paiements (\$315 millions) du premier trimestre de 1967 a été financé presque en totalité grâce à une diminution de \$280 millions de la position nette des banques envers l'étranger. Les réserves monétaires ont diminué de \$35 millions, ce mouvement se décomposant en un fléchissement de \$70 millions des avoirs officiels en devises, et une augmentation de \$35 millions de l'encaisse-or.

Japon. De \$410 millions en 1965, l'excédent global de paiements a fléchi à \$320 millions l'an dernier. Il a été financé et au-delà, comme au Canada, par un accroissement de \$385 millions de la position nette des banques envers l'étranger. En raison de la tension des taux d'intérêt à l'extérieur, surtout aux Etats-Unis où ceux-ci avaient dépassé les taux pratiqués au Japon, les engagements en yens des banques japonaises envers des non-résidents ont diminué de \$215 millions et leurs engagements nets en devises de \$170 millions. Les réserves monétaires officielles ont fléchi de \$65 millions, les principales composantes de ce mouvement ayant été une réduction de \$100 millions des avoirs officiels en devises et une amélioration de \$65 millions de la position créditrice envers le F.M.I.

Au cours du premier trimestre de 1967, on a enregistré un déficit de \$285 millions qui a été largement comblé par un fléchissement de \$300 millions de la position nette des banques envers l'étranger.

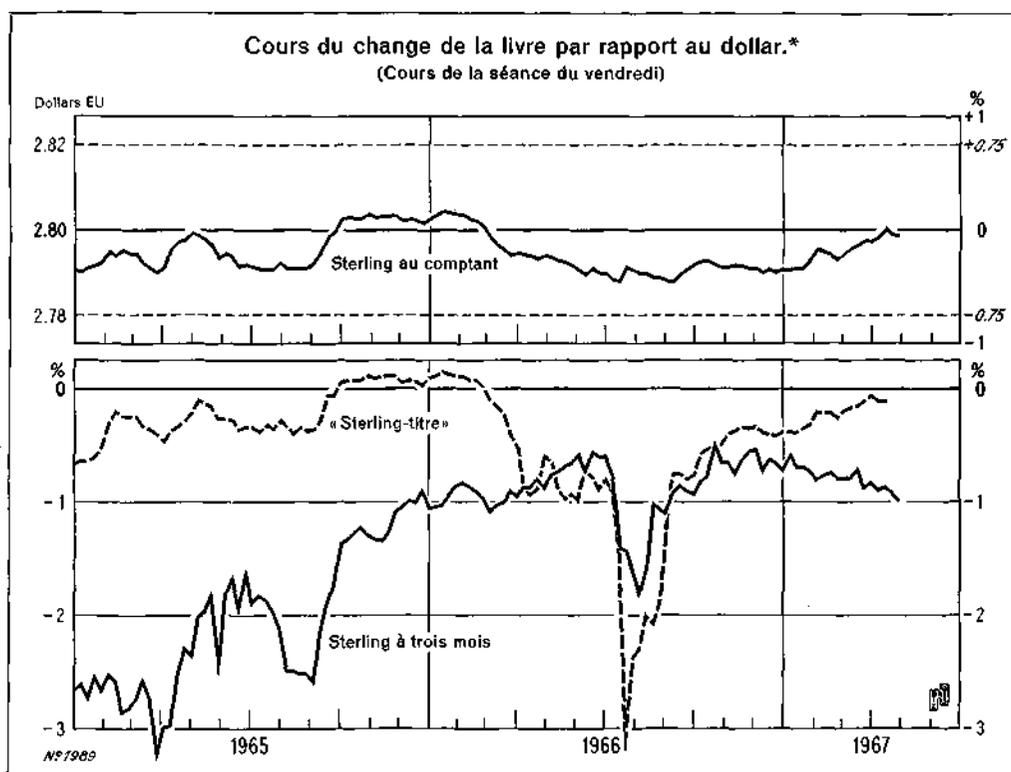
Marché des changes.

Deux importantes séries de facteurs ont agi sur la tenue du marché des changes pendant la période passée sous revue: l'évolution de la politique monétaire aux Etats-Unis, les fluctuations de la balance des paiements de base d'un certain nombre de grands pays d'Europe. En ce qui concerne le premier facteur, la période étudiée a comporté deux phases distinctes. Pendant la première, qui s'est étendue sur la majeure partie de 1966, le resserrement du crédit aux Etats-Unis a attiré des fonds vers ce pays. En dépit de la persistance du déficit de paiements, ces flux de fonds ont donné naissance à de fortes demandes de dollars et provoqué, sauf dans les pays qui enregistraient des excédents globaux de paiements considérables, un certain accès de faiblesse des monnaies européennes par rapport au dollar. Au cours d'un second stade qui a débuté en décembre 1966 et s'est étendu sur les premiers mois de 1967, la politique monétaire des Etats-Unis a été progressivement assouplie. En partie en raison de cet assouplissement et aussi de l'aménagement dans un sens moins restrictif des politiques monétaires en Europe, les monnaies de la plupart des pays européens étaient cotées à la parité ou légèrement au-dessus de la parité par rapport au dollar des Etats-Unis au début de mai 1967.

Les répercussions des fluctuations des balances des paiements de certains pays d'Europe sur le marché des changes ont été clairement reflétées dans l'accès de faiblesse de la livre au printemps et en été, suivi d'une reprise à la fin septembre, dans le léger recul du franc français et de la lire italienne au cours du dernier trimestre de 1966, et dans le raffermissement progressif du deutsche mark à partir de mai 1966.

Livre sterling. Au début de 1966, les perspectives de la livre paraissaient encourageantes. Malgré l'importance des achats de dollars effectués à partir de septembre 1965 par les autorités, dont la plus grande partie a été utilisée pour rembourser l'aide obtenue de l'étranger et pour réduire leurs engagements de livraison de devises à terme, la régularité de l'afflux de fonds vers Londres avait fait monter le cours du comptant à \$2,80½ vers le milieu de janvier. En même temps, le déport de la livre par rapport au dollar à trois mois ne représentait plus qu'un taux d'intérêt annuel de 1% contre 2½%.

A partir de la mi-février, au contraire, la situation a commencé à s'aggraver. Des doutes au sujet de la tendance fondamentale de la balance des paiements



* Le cours du comptant de la livre sterling est exprimé à la fois en dollars et en pourcentage par rapport à la parité déclarée (c'est aussi sous cette seconde forme qu'est exprimé le cours du sterling-titre). 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.

ont été exprimés une fois de plus. Ces bruits, combinés avec l'annonce de prochaines élections générales, ont ramené le cours du comptant à la parité par rapport au dollar fin février. La livre a commencé en même temps de se ressentir de la tension des taux d'intérêt sur les places étrangères, aux Etats-Unis en particulier. Fin mars, le cours du comptant ne dépassait pas \$2,79 $\frac{1}{4}$ et il s'est tenu à ce niveau ou aux environs immédiats de celui-ci jusqu'au milieu de mai.

La pression sur la livre a redoublé d'intensité au début du conflit dans la marine marchande le 16 mai. En fin de mois, le cours du comptant a fléchi à \$2,79 $\frac{1}{8}$, et la dévaluation de la roupie indienne au début de juin a encore accentué le malaise qui régnait sur le marché des changes. La livre a bénéficié d'un répit temporaire lors de l'annonce, le 13 juin, de la conclusion d'un arrangement portant octroi d'une aide nouvelle par un groupe de banques centrales. Le nouveau resserrement du crédit à l'étranger et l'approche des règlements de fin de semestre ont toutefois contribué à faire tomber le cours du comptant au-dessous de \$2,79, mais pendant le second trimestre, le montant des engagements à terme des autorités a peu varié. En fait, le déport de la livre par rapport au dollar à trois mois s'est détendu de 1 à 0,6%, du fait principalement d'opérations de swap livres contre dollars.

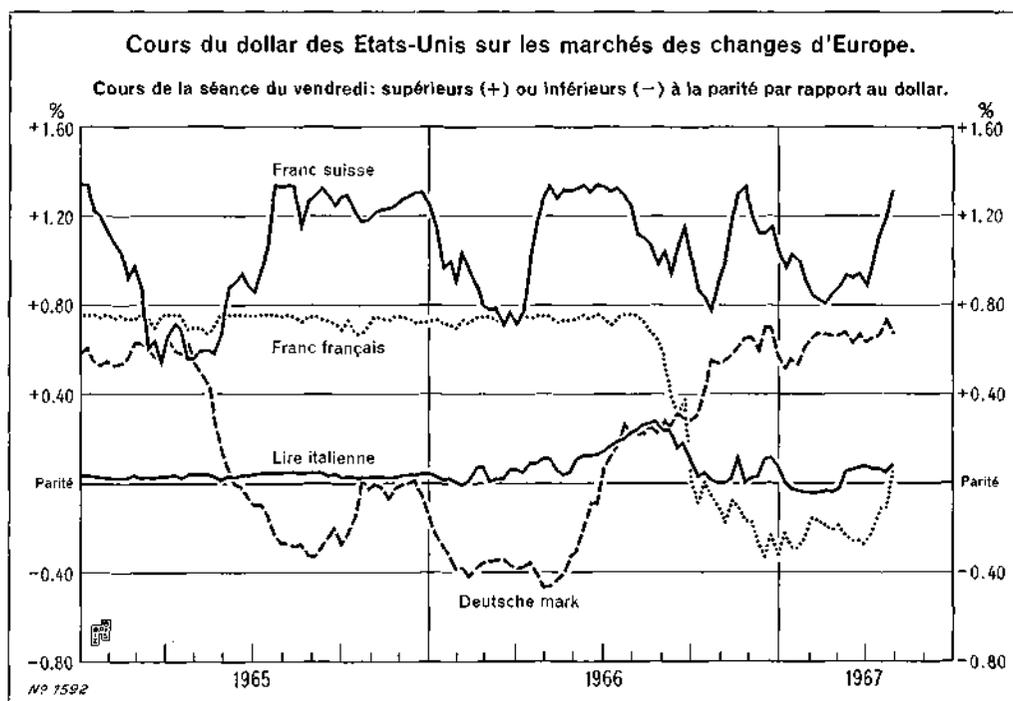
En juillet, le maintien du resserrement du crédit à l'étranger, la publication de résultats décevants pour la balance des paiements du premier trimestre et l'annonce d'une perte sévère de moyens de change au cours du mois précédent ont créé une situation encore plus grave. La première quinzaine de juillet a été caractérisée par des ventes massives de sterling au comptant et à terme. Des prélèvements très importants sur les réserves, combinés avec une aide étrangère sur une vaste échelle, ont permis d'empêcher le cours du comptant de tomber au-dessous de \$2,78 $\frac{5}{8}$. Toutefois, le déport à trois mois s'est de nouveau tendu à plus de 1% vers le milieu de juillet. Parmi les indices du brusque mouvement de défiance envers la livre, on relevait un élargissement de plus de 3% de la perte du «sterling-titres» par rapport au cours officiel, et une tension à plus de 8% du taux des dépôts en sterling à trois mois sur l'Euro-marché. Des mesures énergiques ont été prises pour redresser la situation, mais la livre a encore subi quelques pressions jusqu'à courant septembre. Il semble toutefois qu'à partir du milieu d'août, ces pressions aient été dues, autant à une raréfaction généralisée du dollar à l'étranger, qu'à une attitude réservée envers la livre. Après être remonté aux environs de \$2,79 fin juillet, le cours du comptant a de nouveau cédé du terrain en août, et s'est tenu au-dessous de ce niveau jusqu'à la seconde quinzaine de septembre. D'autre part, le déport de la livre à trois mois s'est nettement tendu fin juillet et début août à 1 $\frac{3}{4}$ % par an.

L'octroi, le 13 septembre, d'une nouvelle aide par des banques centrales, au moment où la raréfaction du dollar était déjà moins accentuée, et où la livre devenait elle-même manifestement plus rare, a finalement provoqué un renversement de situation. La livre s'est raffermie au comptant et à terme en cours de mois, et, dans l'ensemble, le terrain gagné a été conservé pendant le reste de l'année. Le cours du comptant n'a pas sensiblement dépassé \$2,79, mais le déport par rapport au dollar à trois mois s'est détendu à moins de $\frac{3}{4}\%$ par an à la fin octobre.

Le fléchissement des taux d'intérêt aux Etats-Unis à partir de décembre 1966 a provoqué la réapparition d'un écart (frais de couverture du risque de change déduits) en faveur du sterling. Combiné avec l'attente d'une réduction prochaine des taux d'intérêt en Grande-Bretagne, ce renversement a accentué le reflux normal de capitaux vers Londres après les règlements de fin d'année. Avec le retour à des excédents de la balance des paiements de base, l'afflux de moyens de change en janvier 1967 a atteint un montant considérable et les autorités ont pu effectuer d'importants remboursements de l'aide accordée par l'étranger, tout en laissant monter le cours du comptant à \$2,79 $\frac{1}{2}$. Après un léger glissement en février, le cours s'est de nouveau raffermi en mars et au milieu d'avril. A cette époque, la très grande majorité de l'aide étrangère était remboursée et, pour la première fois depuis plus de douze mois, le cours du comptant atteignait la parité. En mai, un certain nombre de facteurs ont contribué à provoquer un léger recul du cours, qui se tenait aux environs de \$2,79 $\frac{1}{2}$ en fin de mois.

Franc suisse. Les sorties de capitaux de Suisse ont atteint, pendant les premiers mois de 1966, un volume considérable, en partie pour des raisons de caractère saisonnier, en partie à la suite de la montée des taux sur l'Euro-marché. Le cours au comptant du franc suisse a par conséquent cédé progressivement du terrain par rapport au dollar, fléchissant de FS 4,31 $\frac{7}{8}$ fin 1965 à FS 4,34 $\frac{3}{8}$ trois mois plus tard. En avril, le resserrement du marché monétaire suisse a provoqué un raffermissement du franc et, au début de mai, le cours au comptant du dollar était tombé au plancher d'intervention de FS 4,31 $\frac{1}{2}$. Une détente très accentuée du report du franc suisse par rapport au dollar, qui a complètement disparu en avril, donnait toutefois à penser que le resserrement du marché monétaire ne se prolongerait pas au-delà du milieu de l'année. En fait, la crise de la livre a maintenu le cours au comptant du dollar par rapport au franc suisse aux environs immédiats du plancher d'intervention jusqu'à la fin juillet.

En août, une fois franchi le point culminant de la crise de la livre, les sorties de capitaux de Suisse ont repris, car les taux d'intérêt sur nombre de places étrangères atteignaient leurs niveaux maximums. Dans ces conditions, le cours du franc suisse au comptant a reculé à FS 4,33 pour \$1. Après un nouveau



fléchissement à presque FS 4,34 en octobre, il s'est raffermi à FS 4,31 ½ en novembre, au moment de la préparation des règlements de fin d'année par les banques suisses, pour reculer au-dessous de FS 4,32 en décembre, au moment où le resserrement saisonnier du marché a été atténué par les interventions des autorités.

Au début de 1967, et conformément à la tendance saisonnière, le cours au comptant du franc suisse a encore cédé du terrain. Toutefois, comme les taux d'intérêt continuaient à se raffermir, en Suisse, alors qu'ils se détendaient à l'étranger, la demande de francs suisses a ramené le cours du dollar au comptant au plancher d'intervention fin avril.

Deutsche mark. Le redressement impressionnant des comptes extérieurs de la République fédérale d'Allemagne pendant la période passée sous revue s'est reflété dans les mouvements des cours du deutsche mark sur le marché des changes. Toutefois, le renversement de situation n'a commencé à se faire sentir qu'en mai 1966. En fait, pendant les quatre premiers mois, le cours du deutsche mark au comptant s'est tenu bien au-dessous de la parité par rapport au dollar, en partie en raison des exportations saisonnières de capitaux effectuées par les banques en janvier, en partie en raison de la persistance de déficits globaux de paiements en février, mars et avril. A la vérité, si les autorités américaines n'avaient pas acheté des deutsche marks sur le marché au cours des mois considérés, le recul du cours du deutsche mark au comptant aurait peut-être été encore plus prononcé.

A partir de fin avril au contraire, le cours du deutsche mark au comptant par rapport au dollar s'est raffermi presque sans discontinuer pour atteindre, fin décembre, le plafond d'intervention. La vigueur du mouvement d'appréciation s'explique évidemment par la réapparition d'excédents de paiements très considérables, mais d'autres facteurs sont entrés en jeu. La gravité de la crise de la livre a certainement contribué à faire progresser fortement le cours du deutsche mark au milieu de l'année. Par la suite, la tendance à la hausse du deutsche mark a été contrecarrée par la montée des taux sur l'Euro-marché. Malgré une réduction des pourcentages de réserves obligatoires, le resserrement du marché monétaire au moment des règlements de fin d'année a finalement porté le cours du deutsche mark au plafond d'intervention.

Au début de 1967, des exportations de capitaux, d'une étendue supérieure à celle que le jeu des facteurs saisonniers ne permettait à lui seul de l'expliquer, ont provoqué un glissement du deutsche mark au comptant en janvier. En dépit de la poursuite des sorties de fonds, la pression des surplus a été rapidement suivie d'une reprise, qui a porté le cours juste au-dessous du plafond d'intervention.

Franc français. Les excédents de paiements enregistrés sans interruption depuis les mesures d'assainissement financier de décembre 1958, ne se sont plus manifestés à la fin de l'été 1966. Le cours du comptant franc-dollar, qui s'était constamment tenu au plafond d'intervention ou très légèrement au-dessous de celui-ci, a commencé assez rapidement à céder du terrain. Après être tombé au-dessous de la parité fin septembre, il accusait, fin décembre, une perte de quelque 0,3% par rapport à celle-ci. Malgré la persistance d'un déficit extérieur assez modéré du reste, le franc s'est quelque peu raffermi au début de 1967. Le cours a cédé un peu de terrain en février et mars, pour se redresser encore plus vigoureusement au mois d'avril. Fin mai, le cours franc-dollar au comptant se tenait bien au-dessus de la parité.

Lire italienne. Le trait le plus caractéristique des fluctuations des cours de la lire italienne pendant la période étudiée a été leur degré plus élevé de souplesse. De mars 1964 au début de 1966, les autorités italiennes avaient tenu le cours du comptant par rapport au dollar juste au-dessus de la parité de LIT 625. En août 1966, le cours du comptant lire-dollar est monté à LIT 623 $\frac{1}{4}$, à la suite de l'accroissement saisonnier des excédents de paiements pour fléchir juste au-dessous de la parité en janvier 1967, au moment où les surplus ont fait place à des déficits. Lorsque des excédents ont fait leur réapparition en mars 1967, le cours au comptant de la lire par rapport au dollar est remonté au-dessus de la parité; fin avril il se tenait à LIT 624 $\frac{1}{2}$.

Autres événements dans le domaine des changes.

De nouveaux aménagements ont été apportés pendant l'année passée sous revue au contrôle des changes au sens étroit des termes, et à certains arrangements de caractère moins formel tendant à fixer des limites à la liberté des flux internationaux de capitaux. Les deux pays à monnaies de réserve ont apporté chacun de nouvelles restrictions aux transferts à destination de l'étranger, tandis qu'en France, les textes réglementaires dans le domaine des changes étaient fondamentalement modifiés.

Aux Etats-Unis, les directives en matière de balance des paiements édictées pour 1967 présentent une structure comparable à celle de l'année précédente. Les sociétés américaines (organismes financiers non compris) devront, au cours de l'exercice 1966-67, limiter le montant de leurs investissements directs à l'étranger à 20% au maximum au-dessus du niveau annuel moyen de la période 1962-64. Le plafond fixé à l'expansion des encours des banques commerciales envers l'étranger (109% du niveau de ceux-ci à fin 1964) devra être respecté jusqu'à la fin de 1967, et les banques ont été invitées à étaler cette expansion de manière uniforme pendant ce délai. Les organismes financiers autres que les banques devront, entre octobre 1966 et décembre 1967, limiter à 5% l'accroissement de leurs avoirs à l'étranger. Enfin, une série d'aménagements a été apportée aux modalités d'application de la taxe d'égalisation des taux d'intérêt, dont la durée a été prorogée jusqu'en juillet 1969. La quotité de la taxe a été relevée de manière à porter le supplément de taux à payer à un point et demi et le Président a été autorisé à apporter des aménagements à ce dernier dans les limites d'un point à un point et demi. En février 1967, une exemption de la taxe a été accordée aux prêts à plus d'un an d'échéance octroyés par des succursales de banques américaines exerçant leur activité à l'étranger.

Les sorties de capitaux à long terme de Grande-Bretagne étant déjà surveillées de façon plutôt stricte, les autorités se sont surtout attachées, au moment de l'annonce du programme de juillet 1966, à renforcer les restrictions frappant les transferts courants. L'allocation de devises aux touristes britanniques se rendant à l'étranger a été limitée à la contre-valeur de £50 par personne et par an; les dons en espèces de résidents britanniques à des personnes ne résidant pas dans la zone sterling ont été limités à la même somme. En même temps, le contrôle sur les transferts de fonds des émigrants britanniques a été renforcé. Un mois plus tard, afin de réduire les possibilités de conversion de livres en devises étrangères offertes aux banques de Grande-Bretagne, les plafonds individuels attribués aux intermédiaires de change pour le maintien de positions à découvert et de positions comptant contre terme ont été abaissés. Un autre changement de nature toute différente a été

apporté à la réglementation des changes dans le budget d'avril 1967. Aux termes de nouvelles dispositions, toutes les opérations entre non-résidents sur valeurs mobilières libellées en sterling peuvent maintenant être réglées sur le marché des changes officiel. De ce fait, le marché du sterling-titres a cessé de fonctionner.

Sur le continent, la mesure la plus importante a été la décision de la France de revenir à un régime de convertibilité quasi totale. Depuis fin janvier 1967, les mesures de contrôle des changes encore en vigueur ont été presque toutes abolies, et le transfert de tous les moyens de paiement, des valeurs mobilières et de l'or peut s'effectuer librement. Cette libération de grande envergure avait été précédée, en 1966, par l'autorisation générale donnée aux banques d'ouvrir à leurs clients des comptes en monnaies étrangères, par l'allongement à un an du délai maximum des opérations de change à terme, et de l'échéance des prêts en francs français accordés à des non-résidents. Sont encore soumis au régime de l'autorisation les investissements directs étrangers en France (y compris les investissements de portefeuille, lorsque ces derniers ont pour effet d'assurer à des étrangers une participation de 20% dans des sociétés dont les valeurs sont admises à la cote officielle) et les investissements directs de Français à l'étranger. L'offre de valeurs étrangères sur le marché des capitaux français, et les emprunts d'un montant supérieur à FF 2 millions d'entreprises françaises autres que les banques à l'étranger exigent encore une autorisation préalable.

En dehors de l'Europe et de l'Amérique du Nord, les principaux événements en matière de changes ont été les dévaluations annoncées en Inde, au Brésil et en Argentine. Le 6 juin, la parité déclarée de la roupie indienne a été amputée de 36% environ (de 4,76 à 7,5 roupies pour 1 dollar des Etats-Unis). Dans le cadre d'une réforme monétaire plus vaste, le cours libre du nouveau cruzeiro brésilien (d'une valeur égale à 1.000 cruzeiros anciens) a été déprécié de 18%, de \$CR 2,22 à \$CR 2,72 pour 1 dollar des Etats-Unis, à compter du 13 février 1967. Un mois plus tard, après une série de dépréciations mineures, le peso argentin a été dévalué de 29% de 250 à 350 pesos par dollar des Etats-Unis, et le nouveau cours s'applique à tous les règlements avec l'étranger.

IV. LE MARCHÉ DES EURO-MONNAIES.

Sur le marché des Euro-monnaies, l'année écoulée a été caractérisée, au point de vue des engagements et des avoirs des banques, par l'augmentation la plus accentuée qui ait été relevée jusqu'ici. On estime, en effet, qu'en ce qui concerne les pays d'Europe qui communiquent des renseignements à la B.R.I., le volume des dépôts en dollars négociés, à l'exclusion des dépôts de banque à banque, s'est accru de la contre-valeur de \$10 à \$13 milliards environ en chiffres nets.

L'élargissement des dimensions du marché s'explique en premier lieu par le resserrement du crédit aux *Etats-Unis*, qui a provoqué une vive recrudescence des emprunts de dépôts en dollars des banques américaines à l'étranger. De plus, la demande de dépôts en dollars est demeurée active, en raison de la réduction des possibilités d'accès des étrangers aux marchés du crédit des *Etats-Unis*, et du resserrement monétaire en République fédérale d'Allemagne et aux Pays-Bas. La vigoureuse progression des demandes de dépôts en dollars a fait vivement monter les taux de rémunération proposés, ce qui a permis, semble-t-il, d'attirer de nouvelles ressources vers le marché. L'offre a été d'ailleurs alimentée par une nouvelle extension des opérations de swap contre dollars conclues par l'Office des Changes Italien, par le placement sur le marché d'une partie du produit des émissions d'obligations libellées en dollars par des sociétés américaines et, pendant les mois d'été, par la conversion en dollars d'avoirs en sterling de non-résidents au moment de la crise de la livre.

Dans les huit pays d'Europe qui communiquent des renseignements, les engagements en dollars des banques envers des non-résidents ont progressé de \$3,4 milliards (+ 30% environ), et leurs créances en dollars sur des étrangers de \$4,5 milliards (soit de presque 40%). L'augmentation de \$1,1 milliard de la position créditrice nette en dollars de ces banques en 1966 s'est reflétée, dans une large mesure, dans le développement des placements de ressources en dollars aux *Etats-Unis*. En raison de cette demande de dépôts en dollars, les banques des huit pays ont eu tendance à ralentir leurs activités de prêt à l'intérieur de leurs zones monétaires, et à convertir en dollars un volume accru des ressources qu'elles détenaient en d'autres monnaies. L'observation qui précède est confirmée par le fléchissement de \$480 millions de la position nette des banques des huit pays en les devises autres que le dollar.

Dans les huit pays étudiés, les engagements et les avoirs des banques en monnaies autres que le dollar ont augmenté de \$770 et \$290 millions respectivement, soit à une cadence moyenne bien inférieure à celle des fluctuations de leurs positions en dollars. Comme au cours des années précédentes, l'importance

Variations des positions extérieures des banques en monnaies étrangères.

Postes	Dollars			Autres monnaies recensées ¹		
	Engagements	Avoirs	Position nette	Engagements	Avoirs	Position nette
en millions de dollars E.U.						
Ensemble des huit pays européens donnant des renseignements à la B.R.I.²						
1965	+ 1.710	+ 2.590	+ 880	+ 250	+ 520	+ 270
1966	+ 3.370	+ 4.470	+ 1.100	+ 770	+ 290	+ 480
<i>Montants en cours à la fin de 1966³</i>	14.720	16.060	+ 1.340	3.590	3.850	+ 260
Canada et Japon						
1965	- 50	- 100	- 50	+ 20	- 110	- 130
1966	- 220	+ 470	+ 690	- 80	- 30	+ 50
<i>Montants en cours à la fin de 1966³</i>	4.700	5.760	+ 1.060	310	460	+ 150

¹ Livres sterling, francs suisses, deutsche marks, francs français, florins néerlandais, liras italiennes.
² Belgique-Luxembourg, France, Grande-Bretagne, Italie, Pays-Bas, République fédérale d'Allemagne, Suède, Suisse.
³ Pour les séries complètes, voir les tableaux des pages 193 à 198.

des avoirs et des engagements en ces monnaies a eu tendance à diminuer en valeur relative. Par rapport à septembre 1963, date à laquelle des renseignements assez complets ont pu être rassemblés pour la première fois, les positions totales (en chiffres bruts) en dollars ont plus que doublé; les positions en les autres monnaies ont augmenté d'un tiers environ seulement. Toutefois, l'évolution qui vient d'être décrite n'a pas été uniforme. En 1966, par exemple, les engagements des banques des huit pays en francs français ont progressé de \$100 à \$570 millions, l'augmentation a été de \$930 à \$1.220 millions pour les engagements en francs suisses; et de \$870 à \$970 millions pour les engagements en deutsche marks. En revanche, leurs engagements en florins ont fléchi de \$170 à \$70 millions, et ceux en sterling de \$730 à \$710 millions.

La position en devises (en chiffres bruts) des banques canadiennes et japonaises, dont les variations sont liées en partie seulement aux développements sur l'Euro-marché, s'est peu modifiée relativement dans l'ensemble en 1966. Leurs engagements en dollars ont diminué de \$220 millions pour se situer à \$4.700 millions, et leurs avoirs en dollars se sont accrus de \$470 millions pour atteindre \$5.760 millions. La position nette de ces banques en dollars s'est donc très sensiblement améliorée, passant de \$370 à \$1.060 millions. En raison de la mise en route du programme de restrictions volontaire des sorties de capitaux et du resserrement du crédit sur les marchés américains, l'amélioration est intervenue entièrement du côté de la position des banques canadiennes et japonaises envers les Etats-Unis. Envers le reste du monde, au contraire, elle a fléchi de \$150 millions. La position des banques

canadiennes et japonaises en monnaies autres que le dollar présente d'ailleurs relativement peu d'importance, et elle a pour le moins tendance à diminuer.

Répartition géographique des positions en dollars envers l'étranger des banques d'Europe communiquant des renseignements. Sur un accroissement de \$3.370 millions des engagements en dollars des banques des huit pays d'Europe en 1966, \$1.270 millions, soit 38% environ, ont représenté l'augmentation des engagements envers des pays ne faisant pas partie du groupe étudié. Malgré l'exécution du programme de limitations volontaire des sorties de capitaux, les engagements de ces banques envers des résidents des Etats-Unis se sont accrus de \$320 millions. Cet accroissement a eu sa source dans des transferts à l'Euro-marché d'une fraction des \$475 millions de ressources collectées l'an dernier par des sociétés américaines, grâce à des émissions de valeurs libellées en dollars sur le marché international.

Les engagements des banques étudiées envers des pays ne faisant pas partie du groupe (Etats-Unis non compris) ont augmenté de \$950 millions l'an dernier, après avoir accusé une légère progression (\$160 millions seulement) en 1965. Cet accroissement a vraisemblablement reflété l'amélioration des conditions de rémunération proposées sur l'Euro-marché et la fuite devant la livre. Les engagements des banques des huit pays envers «le reste de l'Europe occidentale» se sont accrus de \$240 millions; ceux envers l'Amérique Latine, le Moyen-Orient et les «Divers» ont augmenté de \$540 millions.

Après avoir augmenté de \$1,4 milliard en 1965, les engagements des banques communiquant des renseignements envers des pays faisant partie du groupe ont accusé une nouvelle progression de \$2,1 milliards l'an dernier. Dans une large mesure, ce mouvement a représenté le transit par la place de Londres de fonds se dirigeant vers les Etats-Unis. Les engagements envers la Suisse se sont accrus de \$850 millions, et ceux envers la Belgique de \$300 millions. Le solde de l'augmentation des engagements a été assez uniformément réparti entre les membres du groupe.

La répartition géographique de l'augmentation des créances des banques des huit pays fait ressortir, par rapport à celle des engagements, des différences très sensibles. Les créances du groupe sur des pays ne faisant pas partie de la zone, ont représenté, en effet, les deux tiers environ de l'augmentation totale (\$4.470 millions) notée l'an dernier. Après avoir progressé de \$190 millions seulement en 1965, les créances des banques du groupe sur des résidents des Etats-Unis se sont accrues l'an dernier de \$2.260 millions, soit 75% environ, et ce mouvement a constitué, à n'en pas douter, l'élément le plus dynamique du marché. L'accroissement des créances sur les Etats-Unis est, dans une très large mesure, la contrepartie des emprunts de dépôts en dollars contractés par des banques américaines grâce

**Positions en dollars des banques des pays d'Europe communiquant
des renseignements, envers des non-résidents.**

Positions envers	1964	1965	1966			
	Décembre	Décembre	Mars	Juin	Septembre	Décembre
	en millions de dollars E. U.					
Engagements						
Autres pays d'Europe occidentale	800	850	770	870	1.020	1.090
Europe de l'Est	260	290	220	190	280	360
Canada	880	560	490	510	610	660
Japon	40	50	60	60	50	50
Amérique Latine	610	720	710	740	760	840
Moyen-Orient	680	850	860	960	1.090	1.000
Divers	740	850	860	950	1.060	1.120
Total	4.010	4.170	3.970	4.280	4.870	5.120
Etats-Unis	1.260	1.370	1.450	1.680	1.800	1.690
Position globale envers l'extérieur de la zone	5.270	5.540	5.420	5.960	6.670	6.810
Position envers l'intérieur de la zone dont position envers:	4.370	5.810	5.060	5.550	6.400	7.910
<i>Allemagne fédérale</i>	140	190	250	220	340	240
<i>Belgique</i>	270	340	390	450	520	640
<i>France</i>	550	840	720	880	960	1.040
<i>Italie</i>	620	1.240	850	880	1.300	1.510
<i>Pays-Bas</i>	260	290	260	300	320	410
<i>Royaume-Uni</i>	1.180	1.050	720	940	970	1.340
<i>Suède</i>	110	130	80	130	110	150
<i>Suisse</i>	1.240	1.730	1.790	1.750	1.880	2.580
Total général	9.640	11.350	10.480	11.510	13.070	14.720
Avoirs						
Autres pays d'Europe occidentale	380	670	620	780	760	890
Europe de l'Est	460	540	580	720	690	670
Canada	420	670	480	420	360	620
Japon	440	510	530	610	620	670
Amérique Latine	290	380	400	470	420	450
Moyen-Orient	110	170	150	150	170	190
Divers	120	270	310	350	390	390
Total	2.220	3.210	3.070	3.500	3.410	3.880
Etats-Unis	2.820	3.010	3.530	3.900	4.720	5.270
Position globale envers l'extérieur de la zone	5.040	6.220	6.600	7.400	8.130	9.150
Position envers l'intérieur de la zone dont position envers:	3.860	5.370	4.800	4.860	5.930	6.910
<i>Allemagne fédérale</i>	370	370	340	410	480	480
<i>Belgique</i>	320	370	400	380	390	460
<i>France</i>	540	710	520	550	780	900
<i>Italie</i>	880	1.070	650	600	890	1.190
<i>Pays-Bas</i>	230	370	400	470	520	570
<i>Royaume-Uni</i>	1.200	1.860	1.770	1.690	2.140	2.460
<i>Suède</i>	90	160	150	180	160	180
<i>Suisse</i>	330	460	570	580	570	670
Total général	9.000	11.590	11.400	12.260	14.060	16.060

à l'intervention de leurs succursales en Europe, principalement celles de la place de Londres. Les banques établies aux Etats-Unis ont poursuivi semble-t-il la collecte de dépôts en dollars jusque vers le milieu de décembre 1966, mais leur activité a apparemment atteint son maximum pendant le troisième trimestre. A ce moment, en effet, les créances des banques des huit pays sur les Etats-Unis ont fait un bond de \$820 millions.

Les créances des banques sur des pays ne faisant pas partie du groupe (Etats-Unis non compris) ont progressé de \$670 millions seulement l'an dernier, contre \$990 millions en 1965. La cause de ce ralentissement est peut-être la suivante: en 1965, l'exécution du programme de limitations volontaire des sorties de capitaux des Etats-Unis avait conduit ces pays à accoître leurs emprunts de dépôts en dollars sur l'Euro-marché; l'an dernier, l'intensification de la concurrence des banques américaines a provoqué une éviction partielle d'autres emprunteurs. L'accroissement de \$670 millions des créances des banques des pays d'Europe sur des pays autres que les Etats-Unis a été assez largement répartie. Seules les créances sur le Canada ont fléchi. En revanche leurs créances sur des résidents japonais ont augmenté de \$160 millions, soit de près du tiers du total, en raison de la vigueur du mouvement de reprise dans ce pays et des difficultés accrues d'accès au crédit aux Etats-Unis.

Les avoirs des banques des huit pays sur les membres du groupe ont accusé, avec une augmentation de \$1.540 millions, un mouvement comparable à celui de 1965. Les créances sur le Royaume-Uni se sont accrues de \$600 millions, soit le tiers environ du total.

En ce qui concerne la répartition géographique de la position nette en devises des banques des huit pays, on constate que l'accroissement de \$1,1 milliard de leurs avoirs nets a été le résultat d'une augmentation de \$1.940 millions de leurs créances nettes sur les Etats-Unis et d'une progression de \$280 millions et de \$560 millions respectivement de leurs engagements nets envers d'autres pays et envers les membres du groupe. Le changement le plus important envers des pays ne faisant pas partie du groupe (Etats-Unis non compris) a été l'augmentation de \$160 millions des créances nettes sur le Japon. La position nette du groupe envers le Canada, qui s'était améliorée de \$570 millions en 1965 à la suite de l'exécution du programme de restrictions volontaire aux Etats-Unis, a fléchi de \$150 millions l'an dernier.

A l'intérieur de la zone, la position nette des banques communiquant des renseignements s'est aggravée de \$640 millions vis-à-vis de la Suisse, de \$210 millions vis-à-vis de la Belgique et de \$150 millions vis-à-vis de l'Italie. En revanche, leur position nette envers la Grande-Bretagne s'est améliorée de \$310 millions, et de \$80 et \$60 millions respectivement envers les Pays-Bas et la République fédérale d'Allemagne. L'accroissement des créances nettes sur le Royaume-Uni a eu

sa contrepartie dans la forte progression des créances sur les Etats-Unis des banques exerçant leur activité en Grande-Bretagne; d'autre part, les appels accrus à l'Euro-marché des résidents néerlandais et allemands ont reflété le resserrement du crédit dans leurs pays respectifs.

Estimation des dimensions nettes du marché de l'Euro-dollar. Pour obtenir un aperçu plus fidèle du volume net des crédits canalisés par l'intermédiaire de l'Euro-marché, il faut tenir compte d'une série de facteurs lorsqu'on interprète les données chiffrées du tableau ci-dessous. D'une part, les chiffres sont gonflés par des dépôts successifs de fonds de banque à banque, qui représentent un chiffre d'affaires appréciable; d'autre part, une fraction de la position en devises des banques n'a que de très lointains rapports avec les opérations effectivement traitées sur l'Euro-marché. En outre, les données chiffrées du tableau ne comprennent pas les positions en devises des banques envers leurs résidents, et elles ne peuvent enregistrer ni l'apport ni le placement de dollars provenant de swaps. Dans ce tableau, on s'est efforcé de tenir compte de ces divers facteurs, en utilisant les méthodes exposées dans le Trente-sixième Rapport annuel de la B.R.I. (pages 190 à 194).

Il résulte de ces estimations que les dimensions nettes de l'Euro-marché se sont élargies de \$10 à \$13 milliards environ entre 1965 et 1966. Les engagements envers les Etats-Unis ont augmenté de \$300 millions, ceux envers des

Dimensions nettes du marché de l'Euro-dollar - Estimation.

Postes	Sources			Utilisations			Net		
	1964	1965	1966	1964	1965	1966	1964	1965	1966
chiffres de fin d'année, en milliards de dollars E.U.									
Zone extérieure aux huit pays									
Etats-Unis	0,7	0,8	1,1	1,5	1,8	4,1	+ 0,8	+ 1,0	+ 3,0
Autres	4,0	4,2	5,1	2,2	3,2	3,9	- 1,8	- 1,0	- 1,2
Total	4,7	5,0	6,2	3,7	5,0	8,0	- 1,0	-	+ 1,8
Intérieur de la zone des huit pays									
Organismes monétaires officiels .	0,8	2,2	2,8	-	-	-	- 0,8	- 2,2	- 2,8
Non-résidents autres que des banques	0,8	1,0	1,5	0,5	0,6	0,8	- 0,3	- 0,4	- 0,7
Résidents autres que des banques, compte tenu des conversions de monnaies nationales ou en devises tierces*	1,7	1,8	2,5	3,8	4,4	4,2	+ 2,1	+ 2,6	+ 1,7
Total	3,3	5,0	6,8	4,3	5,0	5,0	+ 1,0	-	- 1,8
Volume net du marché	8,0	10,0	13,0	8,0	10,0	13,0	-	-	-

* 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 leur bilan sous un jour favorable (conversion temporaire de dollars en monnaie nationale).

pays ne faisant pas partie du groupe de \$900 millions; enfin les apports de dépôts en dollars en provenance des membres du groupe peuvent être estimés à \$1,8 milliard environ.

Les modifications des positions envers les pays ne faisant pas partie de la zone des huit sont à peu près les mêmes que celles mentionnées au tableau de la page 184. En ce qui concerne l'augmentation de \$1,8 milliard des apports en provenance des huit pays, on constate que les ressources fournies par des organismes monétaires officiels se sont accrues de \$600 millions de 1965 à 1966. Sur ce montant, \$350 millions représentent des ressources nouvelles en dollars obtenues par les banques italiennes dans le cadre de swaps avec l'Office des Changes, et \$310 millions le placement de dépôts en dollars effectué par la Banque Nationale Suisse au moment des règlements de fin d'année. Les engagements envers des non-résidents autres que des banques ont accusé une progression de \$500 millions, dont \$200 millions environ représentent des dépôts en dollars effectués, semble-t-il, par des résidents suisses (autres que des banques) dans des établissements de crédit du Royaume-Uni, à la suite de la hausse des taux de l'Euro-marché. L'augmentation des apports de dollars par des résidents (autres que les banques) et dans le cadre d'opérations de swap peut être estimée à \$700 millions environ. Le fléchissement de \$480 millions de la position nette des banques du groupe en monnaies autres que le dollar (voir tableau page 182) reflète, semble-t-il, une accélération du mouvement de conversion d'autres monnaies en dollars. En outre, les indices recueillis montrent que les engagements purs et simples en dollars des banques des huit pays envers leurs résidents (autres que les établissements de crédit) et les conversions de leurs monnaies nationales en dollars se sont développés.

Du côté des emplois des dépôts en dollars, l'augmentation des prêts est intervenue semble-t-il en totalité dans les pays situés en dehors des huit. On a déjà constaté (voir tableau page 184) que les créances des banques des huit pays sur les Etats-Unis se sont accrues de \$2,3 milliards environ, et que celles sur les pays ne faisant pas partie de la zone ont progressé de quelque \$700 millions. Les emplois à l'intérieur de la zone des huit ont enregistré, semble-t-il, des fluctuations limitées. En raison principalement d'une augmentation de \$200 millions des créances des banques de Grande-Bretagne sur des résidents allemands autres que des banques, les créances sur des non-résidents (établissements de crédit non compris) se sont accrues de \$600 en 1965, à \$800 millions l'an dernier, mais cette progression a été à peu près compensée, semble-t-il, par un fléchissement des avances aux résidents, en raison principalement du ralentissement de la cadence des prêts consentis par les banques de Grande-Bretagne aux collectivités locales. En revanche, les banques italiennes ont continué de convertir des dollars par voie de swaps en d'autres monnaies, afin de prêter ces dernières à leurs résidents.

Variations des positions en monnaies étrangères, des banques des divers pays. Avec un accroissement de \$2.330 millions pour les engagements et de \$2.760 millions pour les créances, l'élargissement de la position en dollars des banques exerçant leur activité en Grande-Bretagne a représenté l'an dernier 70% environ de l'augmentation des engagements en dollars et 60% environ de l'augmentation des créances en dollars des huit pays. En conséquence, la part des banques de Grande-Bretagne dans les positions globales en devises des huit pays étudiés s'est accrue de 6% pour atteindre 48%. Le rôle de premier plan joué l'an dernier par les banques britanniques reflète surtout l'activité déployée par les succursales et agences de Londres de banques américaines pour emprunter des dépôts en dollars sur l'Euro-marché en vue de leur transfert aux Etats-Unis. Aussi les créances des banques de Grande-Bretagne sur les résidents des Etats-Unis ont-elles augmenté de \$1,9 milliard, et leurs engagements envers le reste du monde d'un montant à peu près égal, dont \$650 millions envers la Suisse. Les engagements des banques de Grande-Bretagne envers les Etats-Unis se sont accrus de \$400 millions. La réduction de \$430 millions de leur position débitrice nette, qui traduit l'accroissement de la demande de dépôts en dollars émanant des Etats-Unis, a été facilitée par le plafonnement de l'octroi des crédits à l'économie et par le fléchissement des besoins de moyens financiers des collectivités locales.

Les créances en monnaies étrangères des banques italiennes sur des non-résidents ont progressé l'an dernier de \$690 millions pour atteindre \$2.730 millions, et celles sur des résidents de \$160 millions pour se situer à \$1.980 millions. Après une amélioration de \$590 millions en 1965, la position nette en devises des banques italiennes envers l'étranger s'est encore redressée de \$320 millions en 1966. En

Positions en monnaies étrangères, envers des non-résidents, des banques européennes qui communiquent des renseignements.

Banques	Engagements		Avoirs		Position nette	
	Dollars	Autres monnaies recensées*	Dollars	Autres monnaies recensées*	Dollars	Autres monnaies recensées*
variations entre fin 1965 et fin 1966, en millions de dollars E. U.						
Allemagne fédérale	- 40	- 20	- 40	- 50	-	- 30
Belgique-Luxembourg	+ 110	+ 340	+ 270	+ 60	+ 160	- 280
France	+ 260	+ 100	+ 640	- 40	+ 380	- 140
Italie	+ 220	+ 150	+ 520	+ 170	+ 300	+ 20
Pays-Bas	+ 260	+ 140	+ 130	+ 110	- 130	- 30
Royaume-Uni	+ 2.330	+ 140	+ 2.760	+ 110	+ 430	- 30
Suède	+ 40	+ 70	+ 70	+ 40	+ 30	- 30
Suisse	+ 190	- 150	+ 120	- 110	- 70	+ 40
Variation totale	+ 3.370	+ 770	+ 4.470	+ 290	+ 1.100	- 480

* Sterling, francs suisses, deutsche marks, francs français, florins néerlandais, lires italiennes.

l'espace de deux ans, la position débitrice nette en devises des banques italiennes envers l'étranger (\$700 millions) a fait place à une position créditrice nette pour \$210 millions. L'amélioration notée l'an dernier a été surtout due à l'utilisation, par les banques italiennes, des facilités de swap (pour \$350 millions) accordées par l'Office des Changes, et à la persistance de conditions faciles sur le marché intérieur du crédit, contrairement à la montée des taux sur de nombreuses places étrangères.

L'augmentation de \$380 millions des créances nettes en dollars des banques françaises sur des non-résidents a été due principalement à la persistance d'une aisance relative sur le marché du crédit, et à la libération progressive de la réglementation des changes. Cette augmentation a été due, à concurrence d'un tiers environ, à des conversions en dollars de monnaies tierces. Les créances des banques françaises sur des résidents des Etats-Unis ont progressé l'an dernier de \$200 à \$590 millions.

Le trait essentiel des fluctuations de la position en devises des banques belges et luxembourgeoises a été, l'an dernier, une augmentation de \$360 millions de leurs engagements en francs français et un accroissement de \$270 millions des créances libellées en dollars. Les deux tiers environ des ressources en francs français ont été reprêtés, semble-t-il, à des résidents. La variation la plus étendue des créances en dollars de ces banques a été l'augmentation de \$90 millions de celles-ci sur les Pays-Bas. Calculée sur une base nette, la position en dollars des banques belges s'est améliorée de \$160 millions, mais elle s'est aggravée de \$280 millions en les monnaies des autres pays du groupe.

De \$80 millions de créances, la position nette en devises des banques néerlandaises a fait place à \$80 millions d'engagements l'an dernier, en raison principalement des difficultés accrues d'accès au crédit sur le marché intérieur. La position nette en devises des banques de la République fédérale d'Allemagne, de Suède et de Suisse s'est peu modifiée dans l'ensemble l'an dernier.

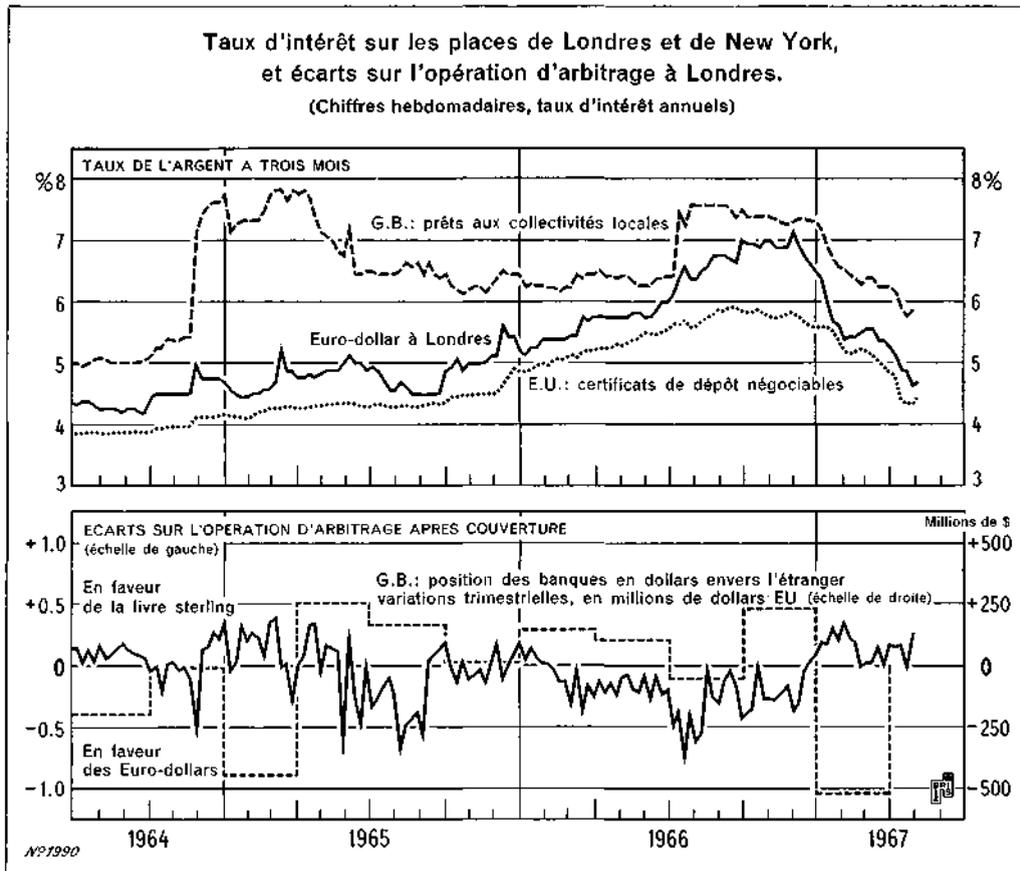
Vers la fin de 1966, plusieurs banques centrales ont pris des dispositions pour atténuer les pressions exercées sur le marché de l'Euro-dollar au moment des opérations de fin d'année des banques commerciales. Leur aide directe s'est montée à \$800 millions environ. La Banque Nationale Suisse a remis sur le marché \$470 millions provenant, à concurrence de \$310 millions, de cessions directes de ses banques commerciales et, pour le solde, de la B.R.I. Pour sa part, la B.R.I. a procédé à un investissement supplémentaire de \$275 millions. Sur ce dernier montant, \$200 millions ont eu leur contrepartie dans l'utilisation de la facilité de swap disponible auprès de la Réserve Fédérale, le solde étant prélevé sur ses ressources propres. La Nederlandsche Bank a mis des dollars à la disposition de

ses banques commerciales au moyen de swaps. Enfin, la Deutsche Bundesbank et la Banque d'Italie ont pris des dispositions pour limiter, en fin d'année, le rapatriement par les banques commerciales de fonds investis à l'étranger.

* * *

Mouvements des taux d'intérêt. Le resserrement du crédit sur la plupart des grandes places financières et la vive recrudescence des demandes de prêts en dollars qui lui a fait suite, ont provoqué une forte tension des taux d'intérêt des dépôts en dollars. Le taux des dépôts à trois mois sur la place de Londres, déjà nettement orienté à la hausse depuis le dernier trimestre de 1965, a poursuivi son mouvement ascendant sans interruption pendant les neuf premiers mois de 1966; au début de septembre, il se tenait à $6\frac{3}{4}\%$, soit 2 points $\frac{1}{4}$ au-dessus du niveau de la période correspondante de l'année précédente. La raréfaction saisonnière de l'offre l'a porté à 7% en octobre, et au début de décembre, il a même atteint $7\frac{1}{8}\%$ au cours d'une séance. Cette pointe saisonnière ayant coïncidé avec le changement de climat sur le marché international du crédit, le taux des dépôts en dollars à trois mois s'est brusquement détendu à très bref délai. Au début de février 1967, il était ramené au-dessous de $5\frac{1}{2}\%$. Après une pause de courte durée, le mouvement de détente a repris en mars et, à la fin avril, le taux avait fléchi à $4\frac{5}{8}\%$. Il s'est raffermi en mai, pour atteindre $5\frac{1}{8}\%$ à la fin du mois.

Les taux de rendement des certificats de dépôt négociables délivrés par les banques américaines, qui concurrencent assez activement les dépôts en dollars, ont également progressé, mais leur mouvement a été moins accentué. Aussi l'écart de taux entre ces deux instruments s'est-il élargi de $\frac{3}{8}$ de point environ en moyenne pour atteindre 1 point $\frac{1}{8}$ pendant le dernier trimestre de 1966. L'existence d'un écart plutôt considérable en faveur des dépôts en dollars explique, en majeure partie, pourquoi des sociétés américaines ont confié à l'Euro-marché l'an dernier une très importante fraction du produit de leurs émissions de valeurs libellées en dollars sur le marché financier international. Les taux de rémunération plus élevés dans le compartiment des dépôts en dollars n'ont toutefois pas découragé les banques exerçant leur activité aux Etats-Unis d'adresser des appels à l'emprunt à l'Euro-marché, en faisant agir leurs filiales d'Europe. Aux Etats-Unis, en effet, le taux des certificats est plafonné aux termes de la Réglementation Q; il ne reflète donc qu'imparfaitement le degré effectif de la raréfaction de l'offre de crédit aux Etats-Unis. Par ailleurs, les dépôts collectés par les banques des Etats-Unis auprès de leurs filiales à l'étranger ne donnent pas lieu à la constitution de réserves obligatoires; leur collecte est par conséquent moins onéreuse que le montant nominal des taux ne semble l'indiquer.



Avec la détente du taux des dépôts en dollars, l'écart par rapport à celui des certificats a eu tendance à diminuer; à la fin avril, il était tombé à un quart de point, mais il s'est élargi à un demi-point au cours de mai.

La tension des taux des dépôts en dollars en 1966 s'est également reflétée dans les fluctuations de l'écart (frais de couverture du risque de change sur le marché à terme déduits) entre ceux-ci et les taux des dépôts auprès des collectivités locales de Grande-Bretagne. Mis à part le mois de janvier et la seconde moitié de décembre, l'écart est demeuré en faveur des dépôts en dollars pendant la majeure partie de 1966. Les banques du Royaume-Uni n'étaient par conséquent pas incitées à procéder à des conversions de dépôts en dollars en sterling. Telle a été incontestablement la cause principale de l'amélioration de \$430 millions de leur position nette en dollars envers l'étranger. Au cours du troisième trimestre de 1966, en revanche, au moment où, à la suite de l'accès de faiblesse de la livre sur le marché à terme, l'écart en faveur des dépôts en dollars (frais de couverture du risque de change déduits) atteignait son niveau maximum, le volume net des engagements en dollars des banques de Grande-Bretagne a augmenté. Cette situation paradoxale s'explique

par l'aggravation de la crise de la livre qui a provoqué la conversion d'avoirs étrangers en sterling en dépôts en dollars et leur transfert à l'Euro-marché. Bien que les avoirs en dollars des banques de Grande-Bretagne à l'étranger se soient accrus de \$760 millions, cette augmentation n'a pas été suffisante pour compenser le gonflement de \$810 millions de leurs engagements en cette monnaie. Au cours du dernier trimestre de 1966, en revanche, les banques de Grande-Bretagne ont réussi à redresser la situation: leurs avoirs ont accusé une progression record de \$930 millions, et leur position nette s'est améliorée de \$230 millions.

En raison de la détente accentuée du taux des dépôts en dollars, à partir de la seconde moitié de décembre 1966, l'écart entre les taux (frais de couverture du risque de change déduits) est redevenu favorable aux dépôts auprès des collectivités locales de Grande-Bretagne. Au cours du premier trimestre de 1967, les engagements nets en dollars des banques de Grande-Bretagne se sont accrus de \$520 millions, et ce mouvement a plus que compensé le recul intervenu en 1966.

* * *

Bien qu'on ne possède pas encore de données chiffrées complètes sur les variations de la position en Euro-dollars des banques pendant le premier trimestre de 1967, il n'est cependant pas douteux qu'à la suite du dénouement des opérations de fin d'année le volume total des crédits a fléchi. En laissant de côté ce facteur saisonnier, il est permis d'observer que l'évolution de l'Euro-marché a été dominée par le retour à des conditions plus faciles sur les marchés monétaires des Etats-Unis et de la République fédérale d'Allemagne. L'assouplissement des restrictions de crédit aux Etats-Unis a provoqué une réduction des emprunts contractés sur l'Euro-marché par les banques américaines. De ce fait, après avoir augmenté de \$1.880 millions en 1966, les créances des banques de Grande-Bretagne sur les Etats-Unis ont fléchi de \$230 millions. D'autre part, à côté d'un certain ralentissement de la demande émanant de résidents allemands, l'effet du retour à une plus large aisance monétaire en République fédérale d'Allemagne s'est surtout manifesté du côté des offres de dépôts en dollars dont l'Euro-marché a été saisi. Les créances en dollars sur l'étranger des banques allemandes ont brusquement progressé de \$360 millions pour se monter à \$760 millions. Sur cet accroissement de \$360 millions, on a relevé une augmentation de \$240 millions environ et de \$100 millions respectivement des créances sur la Grande-Bretagne et sur la France; en revanche, les créances des banques allemandes sur les Etats-Unis ont un peu fléchi. Le changement des conditions de l'offre et de la demande d'Euro-dollars, déjà apparent au cours de décembre, s'est reflété dans une aisance accentuée du marché jusqu'en mai, époque à laquelle les taux se sont de nouveau raffermis.

**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 ¹		Total		
		Engagements	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements	Avoirs	Position nette
en millions de dollars E.U.								
Allemagne fédérale . . .	1963 septembre	270	510	100	170	370	680	310
	1964 mars	220	510	110	130	330	640	310
	septembre	290	420	80	150	370	570	200
	décembre	440	440	80	120	520	560	40
	1965 mars	230	510	60	120	290	630	340
	juin	250	460	70	120	320	580	260
	septembre	270	400	70	120	340	520	180
	décembre	370	440	70	170	440	610	170
	1966 mars	290	440	50	100	340	540	200
	juin	300	470	50	110	350	580	230
	septembre	330	660	60	100	390	760	370
	décembre	330	400	50	120	380	520	140
Belgique-Luxembourg . .	1963 septembre	360	260	280	230	640	490	-150
	1964 mars	380	310	370	210	750	520	-230
	septembre	290	310	540	270	830	580	-250
	décembre	420	360	520	320	940	680	-260
	1965 mars	400	440	570	280	970	720	-250
	juin	400	440	680	360	1.080	800	-280
	septembre	480	460	630	330	1.110	790	-320
	décembre	560	470	600	380	1.160	850	-310
	1966 mars	560	530	770	490	1.330	1.020	-310
	juin	530	520	790	470	1.320	990	-330
	septembre	570	590	810	410	1.380	1.000	-380
	décembre	670	740	940	440	1.610	1.180	-430
France ²	1963 septembre	650	670	630	660	1.280	1.330	50
	1964 mars	610	710	590	560	1.200	1.270	70
	septembre	620	720	540	560	1.160	1.280	120
	décembre	810	860	560	660	1.370	1.520	150
	1965 mars	730	890	550	590	1.280	1.480	200
	juin	770	830	550	700	1.320	1.530	210
	septembre	920	980	510	680	1.430	1.660	230
	décembre	1.070	1.220	530	640	1.600	1.860	260
	1966 mars	770	1.160	750	740	1.520	1.900	380
	juin	810	1.280	710	650	1.520	1.930	410
	septembre	1.100	1.570	710	610	1.810	2.180	370
	décembre	1.330	1.860	630	600	1.960	2.460	500
Italie	1963 septembre	1.540	950	750	410	2.290	1.360	-930
	1964 mars	1.240	780	580	300	1.820	1.080	-740
	septembre	1.250	810	360	270	1.610	1.080	-530
	décembre	1.530	870	360	320	1.890	1.190	-700
	1965 mars	1.340	800	450	260	1.790	1.060	-730
	juin	1.280	900	460	320	1.740	1.220	-520
	septembre	1.230	1.340	460	380	1.690	1.720	30
	décembre	1.710	1.570	440	470	2.150	2.040	-110
	1966 mars	1.220	1.280	500	560	1.720	1.840	120
	juin	1.230	1.330	460	480	1.690	1.810	120
	septembre	1.630	1.880	490	630	2.120	2.510	390
	décembre	1.930	2.090	590	640	2.520	2.730	210

¹ Sterling, francs suisses, deutsche marks, florins néerlandais, francs français, liras italiennes. ² Positions envers des banques seulement.

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

Pays	En fin de mois	Dollars E.U.		Autres monnaies ¹		Total		
		Engagements	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements	Avoirs	Position nette
		en millions de dollars E.U.						
Pays-Bas . . .	1963 septembre	270	360	100 ²	280 ²	370	640	270
	1964 mars	280	330	80 ²	220 ²	360	550	190
	septembre	310	280	150 ²	260 ²	460	540	80
	décembre	360	390	150 ²	290 ²	510	680	170
	1965 mars	380	420	150 ²	300 ²	510	720	210
	juin	400	380	180 ²	340 ²	580	720	140
	septembre	400	360	200 ²	400 ²	600	760	160
	décembre	530	420	210 ²	400 ²	740	820	80
	1966 mars	570	360	290 ²	500 ²	860	860	—
	juin	650	450	310 ²	520 ²	960	970	10
	septembre	670	440	310 ²	450 ²	980	890	— 90
	décembre	790	550	350 ²	510 ²	1.140	1.060	— 80
Royaume-Uni . . .	1963 septembre	3.160	2.970	490	510	3.650	3.480	— 170
	1964 mars	3.100	2.810	490	540	3.590	3.350	— 240
	septembre	3.890	3.190	490	640	4.380	3.830	— 550
	décembre	4.380	3.670	520	660	4.900	4.330	— 570
	1965 mars	4.560	3.410	550	720	5.110	4.130	— 980
	juin	4.410	3.520	480	690	4.890	4.210	— 680
	septembre	4.750	4.000	510	740	5.260	4.740	— 520
	décembre	5.260	4.550	540	790	5.800	5.340	— 460
	1966 mars	5.440	4.880	620	850	6.060	5.730	— 330
	juin	6.080	5.620	640	900	6.720	6.520	— 200
	septembre	6.890	6.380	640	930	7.530	7.310	— 220
	décembre	7.590	7.310	680	900	8.270	8.210	— 60
Suède	1963 septembre	80	150	40	100	120	250	130
	1964 mars	80	180	50	140	130	320	190
	septembre	110	200	80	170	190	370	180
	décembre	110	230	50	110	160	340	180
	1965 mars	130	180	70	110	200	290	90
	juin	150	220	100	130	250	350	100
	septembre	130	220	100	130	230	350	120
	décembre	150	260	70	160	220	420	200
	1966 mars	140	230	100	150	240	380	140
	juin	150	220	100	160	250	380	130
	septembre	150	230	100	170	250	400	150
	décembre	190	330	140	200	330	530	200
Suisse ³	1963 septembre	1.060	1.660	290 ⁴	500 ⁴	1.350 ⁴	2.160 ⁴	810 ⁴
	1964 mars	1.220	1.960	300 ⁴	500 ⁴	1.520 ⁴	2.460 ⁴	940 ⁴
	septembre	1.370	2.110	360	560	1.730	2.670	940
	décembre	1.590	2.180	330	560	1.920	2.740	820
	1965 mars	1.450	2.270	340	510	1.790	2.780	990
	juin	1.480	2.360	330	520	1.810	2.880	1.070
	septembre	1.580	2.380	320	440	1.900	2.820	920
	décembre	1.700	2.660	360	550	2.060	3.210	1.150
	1966 mars	1.490	2.520	360	560	1.850	3.080	1.230
	juin	1.760	2.370	260	550	2.020	2.920	900
	septembre	1.730	2.310	210	470	1.940	2.760	840
	décembre	1.890	2.780	210	440	2.100	3.220	1.120

¹ Sterling, francs suisses, deutsche marks, florins néerlandais, francs français, liras italiennes. suisses et deutsche marks seulement. ² Y compris les avoirs de la B. R. I. en Euro-monnaies.

³ Sterling, francs suisses. ⁴ Evaluations.

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

Pays	En fin de mois	Dollars E.U.		Autres monnaies ¹		Total		
		Engagements	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements	Avoirs	Position nette
en millions de dollars E.U.								
Sous-total des huit pays européens	1963 septembre	7.390	7.530	2.680 ²	2.860 ²	10.070 ²	10.390 ²	320 ²
	1964 mars	7.130	7.590	2.570 ²	2.600 ²	9.700 ²	10.190 ²	490 ²
	septembre	8.130	8.040	2.600	2.890	10.730	10.920	190
	décembre	9.640	9.000	2.570	3.040	12.210	12.040	- 170
	1965 mars	9.200	8.920	2.740	2.890	11.940	11.810	- 130
	juin	9.140	9.110	2.850	3.180	11.990	12.290	300
	septembre	9.760	10.140	2.800	3.220	12.560	13.360	800
	décembre	11.350	11.590	2.820	3.560	14.170	15.150	980
	1966 mars	10.480	11.400	3.440	3.950	13.920	15.350	1.430
	juin	11.510	12.260	3.320	3.840	14.830	16.100	1.270
	septembre	13.070	14.060	3.330	3.770	16.400	17.830	1.430
	décembre	14.720	16.060	3.590	3.850	18.310	19.910	1.600
Canada	1963 septembre	2.350	2.790	20 ³	130 ³	2.370	2.920	550
	1964 mars	2.170	2.360	10 ³	170 ³	2.180	2.530	350
	septembre	2.440	2.780	40 ³	230 ³	2.480	3.010	530
	décembre	2.590	3.180	20 ³	200 ³	2.610	3.380	770
	1965 mars	2.370	2.770	30 ³	190 ³	2.400	2.960	560
	juin	2.220	2.440	30 ³	150 ³	2.250	2.590	340
	septembre	2.470	2.740	30 ³	120 ³	2.500	2.660	360
	décembre	2.370	2.670	30 ³	110 ³	2.400	2.780	380
	1966 mars	2.040	2.440	30 ³	120 ³	2.070	2.560	490
	juin	1.960	2.360	10 ³	90 ³	1.970	2.450	480
	septembre	1.830	2.490	10 ³	80 ³	1.840	2.570	730
	décembre	2.150	2.890	10 ³	80 ³	2.160	2.970	810
Japon	1963 septembre	1.820	1.660	370	230	2.190	1.890	- 300
	1964 mars	2.110	1.780	330	300	2.440	2.080	- 360
	septembre	2.230	2.020	390	380	2.620	2.400	- 220
	décembre	2.380	2.210	350	400	2.730	2.610	- 120
	1965 mars	2.500	2.290	370	400	2.870	2.690	- 180
	juin	2.540	2.470	380	370	2.920	2.840	- 80
	septembre	2.460	2.600	370	360	2.830	2.960	130
	décembre	2.550	2.620	360	380	2.910	3.000	90
	1966 mars	2.570	2.600	340	340	2.910	2.940	30
	juin	2.590	2.640	350	330	2.940	2.970	30
	septembre	2.460	2.840	340	350	2.800	3.190	390
	décembre	2.550	2.870	300	380	2.850	3.250	400
Total général	1963 septembre	11.560	11.980	3.070 ²	3.220 ²	14.630 ²	15.200 ²	570 ²
	1964 mars	11.410	11.730	2.910 ²	3.070 ²	14.320 ²	14.800 ²	480 ²
	septembre	12.800	12.840	3.030	3.490	15.830	16.330	500
	décembre	14.610	14.390	2.940	3.640	17.550	18.030	480
	1965 mars	14.070	13.980	3.140	3.480	17.210	17.460	250
	juin	13.900	14.020	3.260	3.700	17.160	17.720	560
	septembre	14.690	15.480	3.200	3.700	17.890	19.180	1.290
	décembre	16.270	16.880	3.210	4.050	19.480	20.930	1.450
	1966 mars	15.090	16.440	3.810	4.410	18.900	20.850	1.950
	juin	16.060	17.260	3.680	4.260	19.740	21.520	1.780
	septembre	17.360	19.390	3.680	4.200	21.040	23.590	2.550
	décembre	19.420	21.820	3.900	4.310	23.320	26.130	2.810

¹ Sterling, francs suisses, deutsche marks, florins néerlandais, francs français, liras italiennes. ² Evaluations
³ Toutes les autres monnaies, mais principalement le sterling.

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 ¹		Total			
		Engagements	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements	Avoirs	Position nette	
en millions de dollars E.U.									
Allemagne fédérale	1963 septembre	220	300	50	20	270	320	50	
	1964 mars	190	290	50	20	240	310	70	
		septembre	260	190	50	20	310	210	— 100
		décembre	390	160	40	10	430	170	— 260
	1965 mars	190	160	20	20	210	180	— 30	
		juin	200	190	30	10	230	200	— 30
		septembre	220	190	30	10	250	200	— 50
	1966 mars	décembre	310	230	30	10	340	240	— 100
		190	290	20	10	260	300	40	
		juin	260	310	20	10	280	320	40
	Belgique-Luxembourg . .	1963 septembre	280 ²	190 ²	.	.	.	.	.
		1964 mars	290 ²	220 ²	.	.	.	.	.
septembre			220 ²	230 ²	.	.	.	.	.
décembre			330	260	380	60	710	320	— 390
1965 mars		350	310	300	60	650	370	— 280	
		juin	330	290	400	70	730	360	— 370
		septembre	420	280	400	60	820	340	— 480
1966 mars		décembre	460	350	410	100	870	450	— 420
		460	420	460	110	920	530	— 390	
		juin	410	360	490	110	900	470	— 430
France ³		1963 septembre	600	550	350	380	950	930	— 20
		1964 mars	590	540	350	320	940	860	— 80
	septembre		590	530	310	330	900	860	— 40
	décembre		730	660	400	340	1.130	1.000	— 130
	1965 mars	660	660	330	350	990	1.010	20	
		juin	650	620	310	360	960	980	20
		septembre	760	740	340	360	1.100	1.100	—
	1966 mars	décembre	940	1.010	360	370	1.300	1.380	80
		680	910	430	410	1.110	1.320	210	
		juin	680	1.050	420	360	1.100	1.410	310
	Italie	1963 septembre	940	1.150	450	380	1.390	1.530	140
		décembre	1.230	1.270	430	360	1.660	1.630	— 30
1964 mars		1.420	570	440	230	1.860	800	— 1.060	
		1.060	450	330	140	1.390	590	— 800	
		septembre	1.010	460	200	120	1.210	580	— 630
1965 mars		décembre	1.250	600	210	150	1.460	750	— 710
		1.030	640	250	110	1.280	750	— 530	
		juin	990	760	260	160	1.250	920	— 330
1966 mars		septembre	940	1.200	260	190	1.200	1.390	190
		décembre	1.420	1.370	250	200	1.670	1.570	— 100
		960	1.110	280	270	1.240	1.380	140	
1966 mars		juin	980	1.140	260	280	1.240	1.420	180
	septembre	1.380	1.670	340	310	1.720	1.980	260	
	décembre	1.700	1.670	390	390	2.090	2.260	170	

¹ Sterling, francs suisses, deutsche marks, florins néerlandais, francs français, liras italiennes.
² Positions envers des banques seulement.

³ Evaluations.

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 (suite).

Pays	En fin de mois	Dollars E.U.		Autres monnaies ¹		Total			
		Engagements	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements	Avoirs	Position nette	
en millions de dollars E.U.									
Pays-Bas	1963 septembre	230	250	40 ²	50 ²	270	300	30	
	1964 mars	240	230	40 ²	40 ²	280	270	- 10	
		septembre	270	190	60 ²	50 ²	330	240	- 90
		décembre	320	300	100 ²	100 ²	420	400	- 20
	1965 mars	300	340	100 ²	110 ²	400	450	50	
		juin	360	300	100 ²	120 ²	460	420	- 40
		septembre	370	270	130 ²	110 ²	500	380	- 120
	1966 mars	décembre	470	340	140 ²	90 ²	610	430	- 180
		480	280	190 ²	140 ²	670	420	- 250	
		juin	570	350	190 ²	150 ²	760	500	- 260
		septembre	600	350	190 ²	160 ²	790	510	- 280
		décembre	720	470	220 ²	170 ²	940	640	- 300
Royaume-Uni	1963 septembre	2.800	1.970	.	.	.	.	.
	1964 mars	2.780	1.740	.	.	.	.	.
		septembre	3.400	2.010	.	.	.	.	.
		décembre	3.840	2.460	.	.	.	.	.
	1965 mars	4.060	1.950	.	.	.	.	.
		juin	3.910	2.090	.	.	.	.	.
		septembre	4.230	2.320	.	.	.	.	.
	1966 mars	décembre	4.710	2.950	.	.	.	.	.
		4.770	2.660	.	.	.	.	.
		juin	5.210	3.150	.	.	.	.	.
		septembre	5.890	3.280	.	.	.	.	.
		décembre	6.640	3.830	.	.	.	.	.
Suède	1963 septembre	70	100	10	20	80	120	40	
	1964 mars	70	90	10	30	80	120	40	
		septembre	80	120	10	30	90	150	60
		décembre	80	140	30	20	110	160	50
	1965 mars	90	110	40	30	130	140	10	
		juin	110	140	50	40	160	180	20
		septembre	110	120	50	40	160	160	-
	1966 mars	décembre	120	170	50	40	170	210	40
		120	130	50	30	170	160	- 10	
		juin	120	140	50	30	170	170	-
		septembre	130	170	60	30	190	200	10
		décembre	160	240	60	50	220	290	70
Suisse ³	1963 septembre	920	1.330	.	.	.	.	.
	1964 mars	1.060	1.530	.	.	.	.	.
		septembre	1.210	1.710	200	90	1.410	1.800	390
		décembre	1.440	1.610	180	120	1.620	1.730	110
	1965 mars	1.290	1.800	150	70	1.440	1.870	430	
		juin	1.310	1.850	140	80	1.450	1.930	480
		septembre	1.420	1.840	160	110	1.580	1.950	370
	1966 mars	décembre	1.550	2.160	170	90	1.720	2.250	530
		1.320	2.070	160	110	1.480	2.180	700	
		juin	1.590	1.850	170	150	1.760	2.000	240
		septembre	1.670	1.830	120	130	1.690	1.960	270
		décembre	1.750	2.300	130	140	1.680	2.440	560

¹ Sterling, francs suisses, deutsche marks, florins néerlandais, francs français, liras italiennes. ² Sterling, francs suisses et deutsche marks seulement. ³ 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 (suite).

Pays	En fin de mois	Dollars E.U.		Autres monnaies ¹		Total		
		Engagements	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements	Avoirs	Position nette
en millions de dollars E.U.								
Sous-total des huit pays européens	1963 septembre	6.540 ²	5.260 ²	.	.	.	.	.
	1964 mars	6.280 ²	5.090 ²	.	.	.	.	.
	septembre	7.040 ²	5.440 ²	.	.	.	.	.
	décembre	8.380	6.190	.	.	.	.	.
	1965 mars	7.970	5.970	.	.	.	.	.
	juin	7.860	6.240	.	.	.	.	.
	septembre	8.470	6.960	.	.	.	.	.
	décembre	9.980	8.580	.	.	.	.	.
	1966 mars	9.030	7.870	.	.	.	.	.
	juin	9.820	8.350	.	.	.	.	.
	septembre	11.270	9.350	.	.	.	.	.
	décembre	13.020	10.800	.	.	.	.	.
Canada	1963 septembre	890	760	10 ³	40 ³	900	800	-100
	1964 mars	860	620	10 ³	30 ³	870	650	-220
	septembre	860	890	10 ³	40 ³	870	930	60
	décembre	910	1.210	20 ³	30 ³	930	1.240	310
	1965 mars	1.010	1.010	30 ³	30 ³	1.040	1.040	—
	juin	1.110	760	20 ³	30 ³	1.130	790	-340
	septembre	1.380	810	20 ³	30 ³	1.400	840	-560
	décembre	1.390	900	30 ³	40 ³	1.420	940	-480
	1966 mars	1.190	840	30 ³	40 ³	1.220	880	-340
	juin	1.180	830	10 ³	40 ³	1.190	870	-320
	septembre	1.120	800	- ³	40 ³	1.120	840	-280
	décembre	1.450	930	- ³	40 ³	1.450	970	-480
Japon	1963 septembre	300	300	.	.	.	.	.
	1964 mars	250	340	.	.	.	.	.
	septembre	330	510	100	240	430	750	320
	décembre	350	550	100	260	450	810	360
	1965 mars	380	550	100	230	480	780	300
	juin	360	570	120	220	480	790	310
	septembre	380	690	120	220	500	910	410
	décembre	390	690	100	230	490	920	430
	1966 mars	430	680	100	210	530	890	360
	juin	480	720	80	190	560	910	350
	septembre	560	780	70	210	630	990	360
	décembre	610	790	70	230	680	1.020	340
Total général . . .	1963 septembre	7.730 ²	6.320 ²	.	.	.	.	.
	1964 mars	7.390 ²	6.050 ²	.	.	.	.	.
	septembre	8.230 ²	6.840 ²	.	.	.	.	.
	décembre	9.640	7.950	.	.	.	.	.
	1965 mars	9.360	7.530	.	.	.	.	.
	juin	9.330	7.570	.	.	.	.	.
	septembre	10.230	8.460	.	.	.	.	.
	décembre	11.760	10.170	.	.	.	.	.
	1966 mars	10.650	9.390	.	.	.	.	.
	juin	11.480	9.900	.	.	.	.	.
	septembre	12.950	10.930	.	.	.	.	.
	décembre	15.080	12.520	.	.	.	.	.

¹ Sterling, francs suisses, deutsche marks, florins néerlandais, francs français, liras italiennes. ² Evaluations.
³ Toutes les autres monnaies, mais principalement le sterling.

V. ACCORD MONÉTAIRE EUROPÉEN.

L'Accord Monétaire Européen (A.M.E.), qui est entré en vigueur le 27 décembre 1958, sert de cadre à la coopération entre les autorités monétaires des Parties Contractantes, et vise, d'une façon générale, à encourager le multilatéralisme dans les échanges internationaux et la convertibilité monétaire. Du point de vue de son fonctionnement, il comporte deux éléments principaux: le Fonds Européen, dont les membres peuvent recevoir une aide à court ou à moyen terme lorsqu'ils éprouvent des difficultés de balance des paiements; le Système Multilatéral de Règlements, grâce auquel les banques centrales de chaque pays membre sont assurées d'obtenir le règlement en dollars, à un taux de change connu d'avance, de leurs avoirs en monnaies des autres pays membres. Le fonctionnement de l'Accord est assuré, par le Conseil de l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques (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.

Modification de l'Accord.

A la suite d'un examen général effectué en 1965, l'Accord a été prorogé pour une nouvelle période de trois ans se terminant à la fin de 1968. A l'occasion de cet examen, un certain nombre d'amendements, qui sont décrits dans le Rapport de l'an dernier, ont été apportés à l'Accord; il a été notamment institué, à côté de la procédure normale, une procédure accélérée d'octroi des crédits par le Fonds Européen: à cet effet, 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.

Compte tenu notamment de cette nouvelle facilité, il est souhaitable que le Fonds Européen puisse obtenir facilement des ressources financières supplémentaires lorsque les avoirs liquides et existants sont temporairement insuffisants pour faire face à un tirage sur un crédit accordé par le Comité. La procédure normale d'obtention de ressources supplémentaires consisterait à effectuer un appel général des contributions au capital non encore versé par les Parties Contractantes, ou à effectuer des prélèvements sur le capital de l'ancienne Union Européenne des

* 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.

Paiements (U.E.P.). Une troisième méthode de financement existe depuis qu'en 1960 les articles de l'Accord ont reçu des amendements permettant au Fonds Européen de recevoir des crédits spéciaux des Parties Contractantes. En pratique, il n'y a pas eu lieu de recourir à ce nouveau procédé pour obtenir des ressources financières supplémentaires, mais depuis quelque temps on estime que si l'occasion se présentait de faire appel à ce procédé, sa mise en œuvre pourrait donner lieu à des négociations prolongées. C'est pourquoi, en mai 1967, le Comité Directeur a proposé au Conseil d'apporter à l'Accord de nouveaux amendements qui permettraient au Fonds Européen d'obtenir des crédits à court terme d'institutions financières internationales situées sur le territoire d'une Partie Contractante. De plus, il a été proposé de déléguer au Comité Directeur les pouvoirs nécessaires pour obtenir ces crédits, à concurrence d'un encours total de \$50 millions et pour une durée d'un an au maximum. La Banque des Règlements Internationaux, à laquelle le Secrétaire Général de l'O.C.D.E. s'est adressé, s'est déclarée disposée en principe à coopérer à ce financement, sous réserve de la conclusion d'un accord dans chaque cas particulier. A la fin mai 1967, le Conseil ne s'était pas encore prononcé sur ces propositions.

Opérations effectuées au titre de l'Accord.

Fonds Européen. On trouvera dans le tableau ci-après la liste des crédits accordés par le Fonds Européen et qui se trouvaient en cours pendant la période avril 1966—mars 1967, avec l'indication des taux d'intérêt et des commissions de service. Pendant cette période, il n'a pas été accordé de nouveaux crédits.

A la fin du mois de mars 1966, les crédits en cours s'élevaient à un total de \$120 millions, sur lequel \$90 millions représentaient le reliquat du quatrième crédit et les quatre premières tranches du sixième crédit accordé à la Turquie, les \$30 millions restants représentant le crédit accordé à la Grèce en février 1966, et tiré intégralement depuis le 9 mars 1966.

Avec effet au 31 octobre 1966, le Comité Directeur a libéré la dernière tranche, d'un montant de \$5 millions, du sixième crédit accordé à la Turquie. Cette somme a été aussitôt tirée, et a servi à amortir une partie de la troisième échéance, d'un montant de \$15 millions, du quatrième crédit, qui était exigible à la même date. Le 15 mars 1967, la Turquie a remboursé en espèces la dernière échéance, d'un montant de \$10 millions, du quatrième crédit. Ces opérations ont réduit à \$70 millions, à fin mars 1967, l'endettement de la Turquie à l'égard du Fonds Européen au titre des crédits, et à \$100 millions le total des crédits restant à rembourser.

A. M. E.: Crédits accordés par le Fonds Européen
au cours de l'exercice se terminant en mars 1967.

Crédits	Montant accordé	Période d'utilisation du crédit	Intérêt sur les montants utilisés	Commission de service sur les montants non utilisés
	en millions d'unités de compte				en pourcentage annuel
Crédits remboursés depuis le 31 mars 1966				
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*		
Crédits disponibles au 31 mars 1967	20,0	31 mars 1965 jusqu'aux dates ci-dessous*	3,75	0,25
	25,0	30 juillet 1965 jusqu'aux dates ci-dessous*		
Turquie (6ème crédit)	5,0	29 octobre 1965 jusqu'aux dates ci-dessous*	3,875	0,25
	15,0	15 mars 1966 jusqu'aux dates ci-dessous*		
	5,0	31 octobre 1966 jusqu'aux dates ci-dessous*		
Grèce	30,0	8 février 1966 jusqu'aux dates ci-dessous*		

* Remboursement du reliquat du quatrième crédit accordé à la Turquie: 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 1966, 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.

Etant donné que la Turquie prévoit pour 1967 un déficit de sa balance des paiements, et que les réserves officielles de ce pays se sont abaissées à un niveau critique, le Conseil a décidé, le 23 mai 1967, de lui octroyer un nouveau crédit, d'un montant de \$25 millions, avec effet au 1^{er} juin 1967. Les conditions de remboursement de ce nouveau crédit sont tout à fait comparables à celles qui ont été consenties à la Grèce en février 1966. L'amortissement s'effectuera à raison de \$5 millions à la fin de la troisième année, \$5 millions à la fin de la quatrième année, et le reliquat, soit \$15 millions, à la fin de la cinquième année. Ces conditions correspondent au délai maximum qui peut être consenti au titre de l'Accord.

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 février 1959, date à laquelle les premiers crédits ont été accordés, pour la fin de chaque année de 1959 à 1964, et pour chacun des mois de la période décembre 1964-mars 1967 au cours desquels des changements sont intervenus.

A. M. E.: Utilisation des crédits consentis par le Fonds Européen.

A la date de valeur des règlements du mois	Grèce		Islande		Espagne		Turquie		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											
février	15,0	—	—	—	—	—	21,5	—	36,5	—	36,5
décembre	—	—	—	—	51,0	24,0	0,5	21,0	51,5	45,0	96,5
1960											
décembre	—	—	5,0	7,0	76,0	24,0	15,0	21,5	96,0	52,5	148,5
1961											
décembre	—	—	7,0	5,0	—	—	—	50,0	7,0	55,0	62,0
1962											
décembre	—	—	5,0	—	—	—	—	80,0	5,0	80,0	85,0
1963											
décembre	—	—	—	—	—	—	—	95,0	—	95,0	95,0
1964											
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	25,0	5,0	—	—	—	—	—	90,0	25,0	95,0	120,0
mars	—	30,0	—	—	—	—	—	90,0	—	120,0	120,0
octobre	—	30,0	—	—	—	—	—	80,0	—	110,0	110,0
1967											
mars	—	30,0	—	—	—	—	—	70,0	—	100,0	100,0

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. Avec les \$148 millions provenant du capital de l'ancienne U.E.P., le Fonds dispose ainsi effectivement d'un capital de \$186 millions, tandis que le capital non appelé reste fixé à \$421 millions.

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 acheteur et vendeur, 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 1966, 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 statistique 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 transféré de l'Union Européenne de Paiements), avaient atteint à fin mars 1966 un maximum de \$143,1 millions, sur lequel \$120 millions représentaient le montant non encore remboursé des tirages opérés sur les crédits accordés, et \$23,1 millions le solde des créances à long terme sur la Norvège et la Turquie. Ce total est resté sans changement jusqu'à la fin octobre, où il est tombé à \$133,1 millions à la suite du remboursement net opéré par la Turquie, comme il a été exposé précédemment. En décembre, le sixième versement effectué par la Norvège et la Turquie au titre de l'amortissement de leur dette à long terme a encore réduit ce total de \$2,6 millions, et avec le remboursement par la Turquie, en mars, de la dernière échéance de \$10 millions sur le quatrième crédit, la somme des crédits et créances en cours est descendue à \$120,5 millions.

Ce fléchissement de \$22,6 millions des avoirs non liquides du Fonds au cours de la période de douze mois s'achevant à la fin mars 1967 a été plus que compensé par l'accroissement des ressources liquides, qui sont passées de \$71,1 millions à fin mars 1966 à \$99,2 millions un an plus tard. Le solde de \$5,5 millions laissé par l'augmentation des avoirs liquides a traduit un nouvel accroissement des revenus nets non distribués.

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

A la date de valeur des règlements du mois	Actif				Total de la situation	Passif	
	Avoirs liquides	Compte auprès du Trésor américain	Capital non appelé des pays membres	Crédits et créances en cours		Capital	Compte de profits et pertes
en millions d'unités de compte							
A l'origine	113,0	123,5	328,4	35,0	600,0	600,0	—
1959 décembre	104,4	123,5	302,9	80,0	610,9	607,5	3,4
1960 décembre	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	130,8	631,4	607,5	23,9
1965 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
avril	71,2	123,5	297,9	143,1	635,8	607,5	28,3
mai	71,3	123,5	297,9	143,1	635,9	607,5	28,4
juin	73,4	123,5	297,9	143,1	638,0	607,5	30,5
juillet	73,1	123,5	297,9	143,1	637,7	607,5	30,2
août	73,2	123,5	297,9	143,1	637,8	607,5	30,3
septembre	73,4	123,5	297,9	143,1	638,0	607,5	30,5
octobre	83,7	123,5	297,9	133,1	638,3	607,5	30,8
novembre	83,9	123,5	297,9	133,1	638,4	607,5	30,9
décembre	89,4	123,5	297,9	130,5	641,3	607,5	33,8
1967 janvier	88,9	123,5	297,9	130,5	640,9	607,5	33,4
février	89,1	123,5	297,9	130,5	641,1	607,5	33,6
mars	99,2	123,5	297,9	120,5	641,2	607,5	33,7

Le calcul des intérêts à verser sur les contributions souscrites au capital du Fonds a continué d'être effectué d'après le principe adopté les années précédentes, selon lequel le montant cumulatif de l'intérêt versé à chaque pays membre 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. Le revenu net de 1966 est le plus élevé qui ait été réalisé en une année depuis la création du Fonds; ce résultat est imputable d'une part aux montants élevés des crédits restant à rembourser, d'autre part aux rendements accrus des placements en dollars à court terme effectués par le Fonds. En conséquence, le montant des intérêts sur les contributions de l'ensemble de l'année a atteint \$1 million, ce qui a porté à \$6,4 millions le montant cumulatif de l'intérêt versé jusqu'à présent aux pays membres.

TROISIÈME PARTIE.

OPÉRATIONS DE LA BANQUE.

1. Activité du Département bancaire.

Le bilan de la Banque au 31 mars 1967, contrôlé par les vérificateurs aux comptes, figure à la fin du présent Rapport. Sa présentation a subi les deux modifications suivantes.

D'une part, dans le cadre du règlement des placements de la Banque en Allemagne, deux postes provisoires étaient apparus au bilan du 31 mars 1966, l'un à l'actif «Créance au titre de la Convention du 29 novembre 1965 avec la République fédérale d'Allemagne», l'autre au passif «Créances des gouvernements au titre du Compte de Trust des Annuités»; le règlement ayant eu lieu en avril 1966, ces postes ont disparu au cours du même mois et par conséquent ne figurent plus au bilan du 31 mars 1967.

D'autre part, le poste «Provision pour charges éventuelles» a été scindé en deux du fait de la création d'une rubrique «Provision pour immeubles», rubrique qui sera commentée sous section 6 ci-après, «Bénéfices nets et répartition».

* * *

Le total du bilan au 31 mars 1967 s'élève à 8.231.996.517 francs* contre 7.881.659.477 au 31 mars 1966, enregistrant une augmentation de 350.337.040. Le total de la situation mensuelle a varié assez fortement au cours de l'exercice; c'est ainsi qu'il a fléchi à fin mai 1966 à 7.282 millions et a franchi pour la première fois, à fin décembre 1966, le cap des 9 milliards avec 9.098 millions.

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

B. R. I.: Evolution du total du bilan.

Exercice clos le 31 mars	Total du bilan	Différences
	en millions de francs	
1963	4.950**	+ 218
1964	5.778**	+ 828
1965	7.850**	+ 2.072
1966	7.882	+ 32
1967	8.232	+ 350

** Première partie.

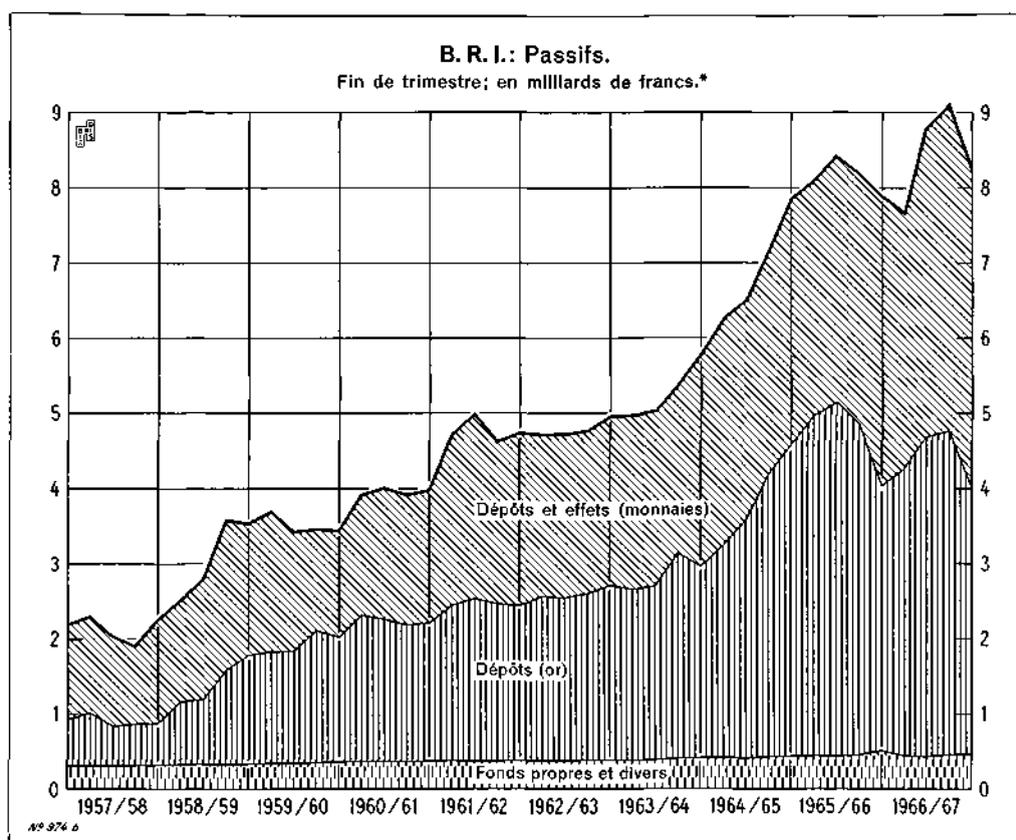
* Sauf indications contraires, l'expression «francs», dans le texte ci-après, signifiera francs or. La méthode de conversion en francs or (unité de 0,29032258... gramme d'or fin — article 5 des Statuts) des diverses monnaies figurant au bilan est la même que les années précédentes: elle se fonde sur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

l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques (Accord Monétaire Européen), de Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Haute Autorité de la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier, ainsi que de Mandataire-trustee ou d'Agent financier d'emprunts publics internationaux. Comme au 31 mars 1966, 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	
	1966	1967
	en millions de francs	
Or sous dossier	1.145	1.233
Avoirs en banque	32	26
Effets et autres titres sous dossier	715	678
Total hors bilan	1.892	1.937

Composition des ressources (Passifs).



* Total de la première partie de la situation jusqu'au 31 décembre 1965 inclus; total de la situation ensuite.

A. Fonds propres.

Le «Capital autorisé et émis» n'a pas subi de changements; il est resté fixé à 500 millions de francs, dont 125 millions versés.

De même, les réserves de la Banque, 25,8 millions, sont demeurées inchangées, le «Fonds de réserve légale» et le «Fonds de réserve générale» n'ayant subi aucune modification.

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 41,9 millions, contre 32,3 millions un an auparavant. La «Provision pour charges éventuelles» était de 216,2 millions le 31 mars 1966; elle est remplacée au 31 mars 1967 par un poste «Provisions» comportant deux rubriques, dont le total s'élève à 231 millions. Les chiffres qui précèdent feront l'objet d'un commentaire détaillé sous section 6: «Bénéfices nets et répartition».

Du 31 mars 1966 au 31 mars 1967, le poste «Divers» est passé de 33,3 à 44,1 millions.

A fin mars 1967, le chiffre des fonds propres de la Banque (poste «Divers» inclus) s'élevait à 468 millions de francs, soit 6% des fonds empruntés (7.764 millions) et 5,7% du total du bilan (8.232 millions). Si l'on incluait dans les fonds propres le capital non versé (375 millions), ces pourcentages se trouveraient portés à respectivement 11% et 10% environ.

Le tableau suivant montre quelle était, à la fin de chacun des cinq derniers exercices, la décomposition des ressources (non compris le capital non versé), en valeur absolue et en pourcentage.

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					
1963	389	4.561	4.950*	8,5	7,9
1964	408	5.370	5.778*	7,6	7,1
1965	433	7.417	7.850*	5,8	5,5
1966	433	7.449	7.882	5,8	5,5
1967	468	7.764	8.232	6,0	5,7

* 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.

Origine	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1966*	1967	
	en millions de francs		
Banques centrales	6.104	6.602	+ 498
Autres déposants	901	869	- 32
Effets	362	293	- 69
Total	7.367	7.764	+ 397

* Non compris les «Créances des gouvernements au titre du Compte de Trust des Annuités».

Les dépôts des banques centrales ont modérément augmenté, d'environ 8% ; les dépôts des autres déposants ont très légèrement diminué. Le poste «Effets», qui correspond à des effets émis en monnaies par la Banque au profit de banques commerciales, a marqué un recul de l'ordre de 20%, dû au fait que les objectifs de politique monétaire qui étaient à la base de l'émission de ce papier sur certains marchés ont cessé d'exister.

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

Durée	Dépôts en or			Dépôts en monnaies			Effets		
	Exercice clos le 31 mars		Différences	Exercice clos le 31 mars		Différences	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1966	1967		1966*	1967		1966	1967	
	en millions de francs								
A vue	2.484	2.593	+ 109	184	240	+ 56	-	-	-
A 3 mois au maximum	591	325	- 266	2.816	3.282	+ 466	346	291	- 55
De 3 à 6 mois	102	164	+ 62	390	309	- 71	16	2	- 14
De 6 à 9 mois	272	338	+ 66	17	53	+ 36	-	-	-
De 9 à 12 mois	90	141	+ 51	45	10	- 35	-	-	-
A plus d'un an	-	-	-	24	16	- 8	-	-	-
Total	3.539	3.561	+ 22	3.466	3.910	+ 444	362	293	- 69

* Non compris les «Créances des gouvernements au titre du Compte de Trust des Annuités».

Au cours de l'exercice, les dépôts en or sont restés pratiquement stables, alors que ceux exprimés en monnaies se sont accrus de 13%.

En ce qui concerne les dépôts en or, les comptes à vue ont peu varié en cours d'année; en fin d'exercice, ils étaient légèrement plus élevés qu'au début. Au contraire, les dépôts à terme montrent une légère baisse après avoir parfois enregistré de forts mouvements en cours d'année, se réduisant par exemple de près de moitié de fin février à fin mars 1967; ces fluctuations ont été dues en particulier à la conclusion de swaps, aux termes desquels de l'or vendu au comptant et acheté à terme par la Banque lui a été laissé en dépôt pendant la durée de ces opérations; en même temps, un déplacement s'est produit dans la répartition des dépôts selon leur durée, la diminution constatée pour les comptes à moins de trois mois se trouvant compensée pour les deux tiers environ par une augmentation des fonds de durée

plus longue – trois à douze mois; l'importance relative des comptes à terme par rapport à l'ensemble des dépôts en or est un peu plus faible à la fin de l'exercice qu'au début: 27% au lieu de 30%.

En ce qui concerne les ressources en monnaies, l'augmentation des dépôts provient de la majoration des fonds à trois mois au maximum. Les mouvements qui, en cours d'année, ont animé cette dernière catégorie de dépôts ont en grande partie été liés à des swaps, aux termes desquels la monnaie vendue au comptant par la Banque lui a parfois été confiée pour de courtes périodes; parmi ces swaps figuraient ceux traités dans le cadre de l'arrangement conclu en juin 1966 et auquel participent un certain nombre de banques centrales et la Banque; cet arrangement, qui a été renouvelé en mars 1967, avait pour objet de donner au sterling un élément de force additionnel. Les autres dépôts en monnaies ne se sont que peu modifiés, du moins en chiffres absolus; les hausses ont affecté les comptes à vue et les fonds de six à neuf mois, les baisses les dépôts de trois à six mois et ceux de plus de neuf mois; il convient toutefois de remarquer que les dépôts à vue ont subi, au cours de l'année, de très vives fluctuations (minimum 32 millions, maximum 1.268 millions, ce dernier chiffre ayant été atteint à la suite de divers swaps conclus par la Banque et dont la contre-valeur était créditée dans ses livres en compte à vue).

Au début de l'exercice, les ressources se répartissaient à peu près par moitié entre dépôts en or, 48%, et dépôts en monnaies, 47%, les effets constituant le solde de 5%; au 31 mars 1967, ces pourcentages étaient respectivement de 46%, 50% et 4%.

Utilisation des ressources (Actifs).

B. R. I.: Répartition d'après leur nature des encaisses et placements totaux.

Nature	Exercice clos le 31 mars		Différences	
	1966	1967		
	en millions de francs			
Encaisses				
Or	3.025	3.096	+	71
Monnaies	381 3.406	156 3.252	-	225 - 154
Placements				
Or	423	420	-	3
Monnaies*	3.924 4.347	4.559 4.979	+	635 + 632
Total				
Or	3.448	3.516	+	68
Monnaies*	4.305 7.753	4.715 9.231	+	410 + 478

* Non compris la «Créance au titre de la Convention du 29 novembre 1965 avec la République fédérale d'Allemagne».

L'évolution de la position-or de la Banque est donnée par le tableau suivant, qui fait ressortir les maxima et minima de l'exercice.

B. R. I.: Position-or.

Fin de mois	Position au comptant				Opérations à terme solde net	Position nette finale
	Or en lingots et monnayé	Placements en or	Dépôts en or	Solde net		
en millions de francs						
1966 mars	3.025	423	3.539	- 91	+ 439 (min.)	348 (min.)
mai	2.824	424	3.360 (min.)	- 112	+ 479	367
juillet	2.527	426 (max.)	4.181	-1.228	+1.607	379
août	2.520 (min.)	426	4.133	-1.187	+1.576	389
décembre . . .	2.583	422	4.303	-1.298 (min.)	+1.712 (max.)	414
1967 janvier . . .	3.095	419 (min.)	4.353	- 839	+ 1.257	416
février	3.053	420	4.359 (max.)	- 886	+ 1.308	422
mars	3.096 (max.)	420	3.561	- 46 (max.)	+ 472	427 (max.)
Différences du 31 mars 1966 au 31 mars 1967	+ 71	- 3	+ 22	+ 46	+ 33	+ 79

D'une fin d'exercice à l'autre, les divers postes reflétant la position-or se sont peu modifiés.

L'accroissement de l'actif au comptant, sous forme d'encaisse et de placements, soit 68 millions, aurait été plus prononcé encore si le solde des opérations à terme n'avait aussi augmenté simultanément (33 millions).

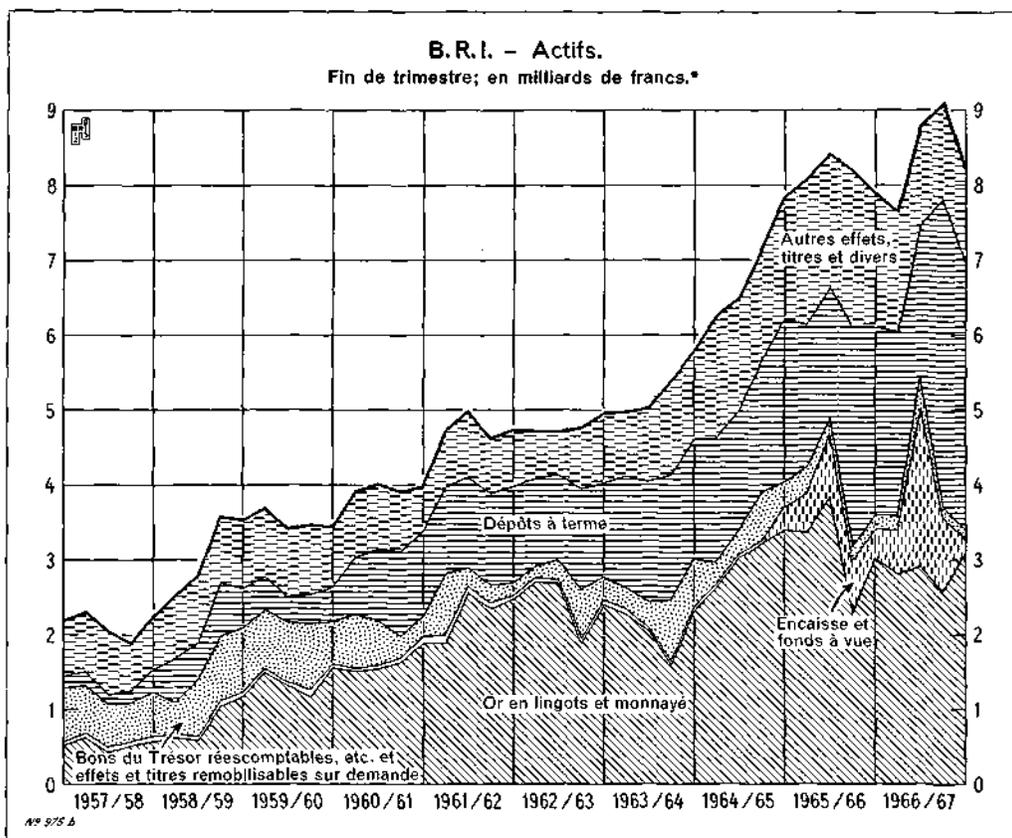
La position nette finale de la Banque en or s'est en particulier trouvée affectée par la conversion en or des fonds lui revenant et provenant du règlement des placements faits par la Banque en Allemagne dans le cadre des Accords de La Haye de 1930.

La répartition des avoirs par durée appelle les commentaires suivants.

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

Le poste «Or en lingots et monnayé» (il s'agit essentiellement d'or en barres) a été commenté ci-dessus.

Le chiffre du poste «Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue» était de 381 millions au début de l'exercice. Il a connu ensuite de très forts mouvements, descendant à 76 millions le 31 mai, pour remonter à 2.104 millions le 30 septembre



* Total de la première partie de la situation jusqu'au 31 décembre 1965 inclus; total de la situation ensuite.

1966 (maximum atteint) et revenir à 156 millions le 31 mars 1967; ces mouvements ont été à peu près exclusivement en relation avec divers swaps, les uns contre or, les autres contre monnaie, qui ont procuré à la Banque des montants de fonds à vue très importants.

L'ensemble des encaisses (or et monnaies) représentait, au 31 mars 1967, 39,5% du bilan, contre 43% un an auparavant.

Le montant du portefeuille de «Bons du Trésor réescomptables» se trouve à la fin de l'exercice à peu près au même niveau que celui qui était le sien en début d'année, à savoir 70 millions contre 68 millions. En cours d'année, le chiffre de ce portefeuille a été porté à deux reprises à près de 300 millions, en raison du placement de fonds obtenus dans le cadre du réseau de swaps établi entre banques centrales et dont la Banque fait partie.

Le portefeuille d'«Effets et titres remobilisables sur demande» est passé de 124 à 74 millions.

Le total des actifs à vue ou remobilisables sur demande de la Banque, qui comprend les divers postes de l'actif analysés jusqu'à présent, était ainsi, au début de l'exercice, de 3.598 millions et représentait 46% du total du bilan; le 31 mars 1967, les chiffres correspondants étaient de 3.396 millions et de 41%. Durant la même période, le pourcentage des dépôts à vue figurant au passif est demeuré fixé à 34%. Le coefficient de liquidité, bien qu'en légère diminution, demeure ainsi à un niveau élevé.

B. Avoirs et placements à terme.

Le chiffre du poste «Dépôts à terme et avances» a subi de très fortes fluctuations; parti de 2.507 millions au début de l'exercice, il est tombé progressivement à son niveau le plus bas à fin septembre 1966, soit 2.030 millions, puis est remonté le 31 décembre 1966 à un maximum de 4.108 millions; dès fin janvier 1967, il était redescendu à 3.449 millions pour atteindre en fin d'exercice le niveau encore élevé de 3.551 millions, c'est-à-dire 1.044 millions de plus qu'un an auparavant.

Ces mouvements de grande amplitude ont eu plusieurs causes:

- l'obtention de ressources élevées pendant certaines périodes de l'année, comme suite à des opérations effectuées dans le cadre de la coopération entre banques centrales, ou à des ventes d'or au comptant couvertes par des achats correspondants à terme;
- la conversion de placements à vue en «Dépôts à terme et avances» dès le moment où des dépôts placés à la Banque en comptes à vue étaient transférés à des comptes à terme;
- la réduction du montant du poste «Autres effets et titres».

En effet, contrairement à ce qui avait souvent été le cas au cours des années précédentes, le montant du poste «Autres effets et titres» a fréquemment évolué de manière divergente et moins accentuée que celui du poste «Dépôts à terme et avances»; de 1.648 millions au début de l'exercice, c'est-à-dire à peu près son maximum, il s'est réduit progressivement à 1.187 millions le 30 novembre 1966, mais dès fin décembre 1966 il s'est maintenu à un niveau assez voisin de celui de la fin de l'exercice, soit 1.284 millions. La baisse enregistrée s'est ainsi établie à 364 millions.

Le tableau ci-après donne la répartition par durée du total des placements à terme 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
	1966	1967	
	en millions de francs		
A 3 mois au maximum	3.062	3.805	+ 743
De 3 à 6 mois	576	499	— 77
De 6 à 9 mois	228	254	+ 26
De 9 à 12 mois	147	248	+ 101
A plus d'un an	142	29	— 113
Total	4.155	4.835	+ 680

L'accroissement global des placements sous forme de «Dépôts à terme et avances» et «Autres effets et titres» s'est avant tout matérialisé par la majoration des fonds investis à moins de trois mois; celle-ci a même été supérieure à celui-là; l'ensemble des fonds placés à terme supérieur à six mois est resté pratiquement inchangé; la liquidation quasi totale des fonds à plus d'un an était à peu près compensée par l'augmentation des placements ayant une période de six à douze mois. Ainsi s'est produite une réduction de la durée moyenne de l'ensemble des fonds placés à terme. Il convient enfin de noter que, comme lors des derniers exercices, une partie appréciable de ces fonds comporte en outre des facultés de remobilisation à très court préavis.

* * *

En dehors de l'augmentation des dépôts à terme en monnaies confiés à la Banque par les banques centrales, aucune modification fondamentale n'est intervenue, au cours de l'exercice, dans le volume et la décomposition des ressources empruntées.

Comme lors des années précédentes, l'élément essentiel de l'activité de la Banque a été le volume croissant des opérations de swap or contre monnaies ou monnaies contre monnaies, conclues avec les banques centrales.

Ces swaps, traités dans le cadre de la coopération monétaire entre banques centrales, ont permis à la Banque de jouer un rôle actif et croissant dans le développement de cette coopération, tout particulièrement à l'occasion de l'arrangement contracté en juin 1966.

D'autre part, certains de ces swaps ont procuré à la Banque des moyens d'action grâce auxquels elle a été en mesure de servir d'intermédiaire entre les autorités monétaires et le marché; dans une certaine mesure et à certains moments (à fin décembre tout spécialement), elle a de la sorte été à même de contribuer à

atténuer la tension due à des rapatriements massifs de fonds par des banques commerciales, et ainsi à freiner la hausse des taux sur le marché de l'Euro-dollar.

Le volume total des opérations de la Banque a atteint un nouveau record en s'élevant à 110 milliards pour 1966-67, contre 86 milliards pour 1965-66 et 72 milliards pour 1964-65.

Le bénéfice net de l'exercice écoulé s'est établi à un niveau nettement plus élevé que celui de l'exercice précédent; plus encore que de l'accroissement des fonds reçus sous forme de dépôts, l'augmentation résulte de celle des ressources obtenues par voie de swaps et d'un élargissement des marges bénéficiaires dû à l'évolution des taux sur les marchés pendant les neuf premiers mois de l'exercice.

2. 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 1966-67 a été clos pour l'Emprunt Dawes le 15 avril 1967 et pour l'Emprunt Young le 1^{er} juin 1967. Les intérêts au titre de l'exercice 1966-67 se montent à l'équivalent d'environ 11,5 millions de francs pour l'Emprunt Dawes, et à l'équivalent d'environ 35,7 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 de l'Emprunt Dawes au titre de l'exercice 1966-67 a été assuré, pour partie, par rachats de titres en bourse et, pour partie, par tirages au sort; l'amortissement au titre de l'Emprunt Young a été assuré entièrement par rachats de titres en bourse.

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 suivante.

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 1965-66	1966-67	
Obligations de conversion					
américaine . . .	\$	44.107.000	13.084.000	2.045.000	28.978.000
belge	£	583.200	123.600	18.400	441.200
britannique . . .	£	8.277.200	1.752.400	264.300	6.260.500
française	£	1.929.600	403.500	61.200	1.464.900
néerlandaise . .	£	1.323.000	262.100	42.200	1.018.700
suédoise	KRS	14.209.000	2.782.000	428.000	10.999.000
suisse	£	1.130.500	235.300	36.800	858.400
suisse	FS	8.251.000	1.581.000	244.000	6.426.000
Obligations de consolidation					
américaine . . .	\$	8.206.000	1.886.000	244.000	6.076.000
belge	£	157.800	37.700	5.000	115.100
britannique . . .	£	2.232.000	525.700	70.700	1.635.600
française	£	498.900	118.700	15.800	364.400
néerlandaise . .	£	291.400	81.400	9.000	221.000
suisse	£	115.000	26.600	3.600	84.800
suisse	FS	415.000	90.000	11.000	314.000

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 1965-66	1966-67	
Obligations de conversion					
allemande	DM	14.504.000	1.363.000	210.000	12.931.000
américaine . . .	\$	55.466.000	5.326.000	824.000	49.316.000
belge	FB	202.769.000	19.371.000	2.924.000	180.474.000
britannique . . .	£	17.703.000	1.676.300	254.700	15.772.000
française	FF	445.855.000	42.160.000	6.442.000	396.953.000
néerlandaise . .	FL	52.487.000	4.878.000	755.000	46.857.000
suédoise	KRS	92.753.000	8.824.000	1.341.000	82.598.000
suisse	FS	58.383.000	5.566.000	841.000	51.976.000
Obligations de consolidation					
allemande	DM	416.000	39.000	6.000	371.000
américaine . . .	\$	9.004.000	855.000	127.000	8.022.000
belge	FB	45.662.000	4.402.000	657.000	40.603.000
britannique . . .	£	4.223.900	402.500	59.200	3.762.200
française	FF	98.140.000	9.160.000	1.401.000	87.579.000
néerlandaise . .	FL	8.488.000	800.000	124.000	7.564.000
suédoise	KRS	6.014.000	590.000	86.000	5.348.000
suisse	FS	1.405.000	133.000	19.000	1.253.000

* Valeur nominale établie le 1er mai 1967 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.

La Banque est également Trustee pour les obligations certifiées de l'Emprunt international de la République fédérale d'Autriche 1930 ainsi que pour les coupons de cet emprunt, dont la République fédérale d'Allemagne s'est engagée à assurer le paiement à raison de 75 % de la valeur nominale. Dans les deux cas, le service a été assuré conformément aux conventions passées.

Le tableau ci-dessous résume la situation actuelle de l'Emprunt, en ce qui concerne les obligations certifiées et leur amortissement.

Emprunt International de la République fédérale d'Autriche 1930.

Tranche	Monnaie	Valeur nominale			Solde
		Obligations certifiées	Obligations rachetées ou sorties au tirage en vue de leur amortissement au titre des exercices		
			1959 à 1965	1966	
américaine	\$	1.667.000	459.000	79.000	1.129.000
anglo-néerlandaise	£	856.600	231.200	38.600	586.800
suissse	FS	7.102.000	1.610.000	276.000	5.216.000

3. La Banque comme Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Haute Autorité de la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier.

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^{er} avril 1967 atteignent l'équivalent d'environ 289 millions de francs, de sorte que le montant total restant dû se trouve ramené à l'équivalent d'environ 528 millions de francs. Les modalités de ces emprunts sont indiquées dans le tableau ci-après.

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 garantis de la Haute Autorité de la Communauté Européenne du
Charbon et de l'Acier.**

Séries de titres garantis de la Haute Autorité	Date de l'émission	Pays d'émission	Bailleurs de fonds	Montant initial des emprunts	Montant non remboursé au 1 ^{er} avril 1957	Taux d'intérêt %	Année de la dernière échéance
1 ^{re}	1954	Etats-Unis	Gouvernement des Etats-Unis	\$ 100.000.000	68.900.000	3 1/2	1979
2 ^e	1955	Belgique	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Bruxelles	FB 200.000.000	147.800.000	3 1/2	1982
3 ^e	1955	Allemagne	Rheinische Girozentrale und Provinzialbank, Düsseldorf	DM 25.000.000	16.884.850	3 1/4	1981
			Landesbank für Westfalen (Girozentrale), Münster	DM 25.000.000	16.884.850	3 1/4	1981
4 ^e	1955	Luxembourg	Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg	FB 20.000.000 FLUX 5.000.000	14.780.000 —	3 1/2 —	1982 —
8 ^e	1956	Sarre	Landesbank und Girozentrale Saar, Sarrebruck	DM 2.977.450 ¹	1.932.365	4 1/4	1977
6 ^e	1956	Suisse	Emission publique	FS 50.000.000	31.250.000	4 1/4	1974
7 ^e ²	1957	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	15.500.000	5 1/2	1975
10 ^e	1957	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	85.057.222	5 1/2	1982
11 ^e ²	1958	Etats-Unis	Emission publique	\$ 35.000.000	28.100.000	5	1978
13 ^e ²	1960	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	23.350.000	5 1/2	1980
15 ^e	1961	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	94.412.804	5 1/4	1986
16 ^e	1961	Pays-Bas	Emission publique	FL 50.000.000	50.000.000	4 1/2	1981

¹ Cet emprunt, qui a été contracté en francs français, a été converti en deutsche marks en 1959. Le montant initial était de 350.000.000 d'anciens francs français. ² Les titres garantis des 8^e, 9^e, 12^e et 14^e séries ont été entièrement remboursés.

Au cours de l'exercice 1966-67, la Banque a reçu des bénéficiaires de ces prêts et réparti entre les Agents-payeurs, au titre des intérêts, l'équivalent d'environ 27 millions de francs et, au titre de l'amortissement, l'équivalent d'environ 35 millions de francs.

La Haute Autorité a également contracté des emprunts qui ne sont pas garantis conformément au Contrat de nantissement. La Banque n'assume aucune fonction à l'égard de ces emprunts.

4. La Banque comme Agent de l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques (Accord Monétaire Européen).

Les activités que la Banque continue d'exercer en sa qualité 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 ont été décrites dans le chapitre V de la Deuxième Partie du présent Rapport. Pour ces fonctions, la Banque a reçu, comme l'an dernier, une contribution de FS 500.000 à ses dépenses administratives; elle a en outre été remboursée des frais accessoires qu'elle a encourus; ces sommes ont été portées au crédit du compte de Profits et Pertes de la Banque, au poste «Frais d'administration», mais ils n'apparaissent plus, comme dans le passé, à un poste séparé.

5. Développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales.

La coopération entre banques centrales, que la Banque a pour objet essentiel de favoriser, et qu'elle s'est constamment efforcée d'encourager depuis sa création, est devenue encore plus étroite et plus intense au cours de l'exercice écoulé.

La réalisation la plus marquante dans ce domaine est l'arrangement mis sur pied à Bâle en juin 1966 par un groupe comprenant les banques centrales de plusieurs grands pays et par la Banque, à l'effet de fournir à la Banque d'Angleterre des facilités destinées à atténuer les pressions auxquelles les réserves officielles du Royaume-Uni peuvent être soumises du fait de fluctuations des avoirs en sterling des autres pays, et de donner par là au sterling un élément de force additionnel. Les facilités accordées par les banques centrales ont été canalisées par l'intermédiaire de la Banque, et leur utilité a été nettement mise en évidence. En outre, la Banque a contribué efficacement, en étroite liaison avec certaines banques centrales, à la coordination des efforts visant à atténuer des tensions saisonnières indésirables se produisant sur les marchés, en particulier sur celui de l'Euro-dollar. Cet objectif a été en partie réalisé, en accord avec la Banque de Réserve Fédérale de New York, par l'utilisation des facilités de swap prévues par les arrangements conclus entre cette dernière et la Banque des Règlements Internationaux, et qui s'élèvent au total à \$E.U 400 millions, utilisables pour moitié sous forme de swaps dollars contre francs suisses, et pour le reste sous forme de swaps dollars contre autres monnaies européennes.

La Banque a poursuivi ses activités en matière de recherche et d'échange d'informations. Elle a organisé, en plus des séances régulières du Conseil d'administration, 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-monnaies. Les services de la Banque ont prêté leur concours aux travaux de ces groupes.

La Banque a continué d'assumer les fonctions qui lui ont été confiées en août 1964 par les Ministres des pays du Groupe des Dix, et qui consistent à recueillir et à communiquer à tous les membres du Groupe, ainsi qu'au Groupe de Travail No 3 de l'O.C.D.E., des données statistiques relatives aux différents moyens utilisés pour financer les excédents ou les déficits de leurs comptes extérieurs. Ces données constituent la base essentielle d'une surveillance multilatérale de la création de liquidités internationales. Les Gouverneurs des banques centrales, 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, et sur l'évolution de ces crédits. La coopération dans ce domaine s'est révélée très précieuse.

La Banque a continué d'être associée aux travaux poursuivis par les suppléants du Groupe des Dix ainsi que par les comités d'études de cet organisme s'occupant du problème des liquidités internationales, de la création de nouveaux instruments de réserve et du processus d'ajustement. Les services de la Banque ont également prêté leur concours à ces travaux.

Le développement de la coopération entre banques centrales a renforcé les relations entre la Banque, d'une part, et l'O.C.D.E. et le F.M.I., d'autre part.

6. Bénéfices nets et répartition.

Les comptes du trente-septième exercice social clos le 31 mars 1967 ont fait apparaître un excédent de 47.074.487 francs. L'excédent de l'exercice 1965-66 était de 38.578.751 francs.

Le Conseil d'administration a décidé de continuer à alimenter la «Provision pour frais d'administration exceptionnels» et la «Provision pour charges éventuelles» à concurrence respectivement de 200.000 francs et 3.800.000 francs. En 1966, les versements à ces provisions avaient été de 1 million et de 15 millions de francs respectivement.

Par ailleurs, il est devenu nécessaire de constituer une provision pour immeubles. En considération du bénéfice élevé de l'exercice 1966-67, le Conseil d'administration a décidé de verser à cette nouvelle provision une somme de

11 millions de francs. Actuellement, les bureaux de la Banque sont répartis dans six immeubles; il s'agit de constructions remontant au début du siècle, dont les installations ne répondent plus aux exigences d'une exploitation moderne. Quatre de ces immeubles, dont le bâtiment principal, sont la propriété de la Banque. Les deux autres sont contigus, mais la Banque n'est que locataire de plusieurs appartements. Cette situation n'étant pas rationnelle, la Banque examine la possibilité de construire un nouveau bâtiment soit sur les terrains qu'elle possède, soit sur un emplacement qui lui a été proposé dans le voisinage.

Après déduction des versements aux provisions, le bénéfice net atteint 32.074.487 francs, montant auquel il convient d'ajouter la somme de 9.842.787 francs reportée de l'exercice précédent. Le bénéfice disponible pour répartition s'élève ainsi à 41.917.274 francs. Il permet non seulement de payer le dividende cumulatif de 6% par an sur le capital versé et le solde du dividende cumulatif non déclaré, mais encore de procéder aux autres répartitions prévues par l'article 53 des Statuts de la Banque.

Le dividende cumulatif est de 37,50 francs et le solde du dividende cumulatif non déclaré de 54,47 francs par action. Après prélèvement des sommes nécessaires à la distribution de ces deux dividendes, soit respectivement 7.500.000 francs et 10.894.000 francs, faisant au total 18.394.000 francs, il reste à répartir 23.523.274 francs.

Selon les dispositions de l'alinéa c de l'article 53 des Statuts, 20% de cette somme, soit un montant de 4.704.655 francs, peuvent être affectés au versement d'un dividende supplémentaire ou à l'alimentation d'un «Fonds spécial de réserve de dividendes». Le Conseil d'administration propose à l'Assemblée générale d'utiliser un montant de 4.106.000 francs au paiement d'un dividende supplémentaire de 20,53 francs par action. En ce qui concerne le reliquat de 598.655 francs, le Conseil d'administration, faisant usage des pouvoirs que lui donne l'alinéa c de l'article 53 et se fondant sur la politique suivie durant les premiers exercices de la Banque, a décidé de l'affecter à la reconstitution du «Fonds spécial de réserve de dividendes».

L'affectation du solde du bénéfice disponible, soit 18.818.619 francs, est régie par les alinéas d et suivants de l'article 53 des Statuts.

Tant que le «Fonds de réserve générale» n'a pas atteint le montant du capital versé, la moitié de ce solde doit être transférée à ce Fonds, qui passera de 13.342.650 francs à 22.751.960 francs. Le dernier versement à cette réserve remonte à 1940.

Par suite du règlement des actifs et des passifs de la Banque liés aux Accords de La Haye de 1930 (Plan Young), dont il a été question dans le Trente-sixième

Rapport annuel de la Banque, l'affectation de l'autre moitié est maintenant réglée par l'alinéa f de l'article 53. Se fondant sur cette disposition, le Conseil d'administration propose à l'Assemblée générale de verser la totalité de la somme, soit 9.409.309 francs, au «Fonds spécial de réserve de dividendes». Si la proposition est acceptée, ce fonds atteindra 10.007.964 francs, montant correspondant approximativement à la somme reportée de l'exercice précédent et qui ne peut plus être reportée, les dispositions de l'article 53 s'y opposant.

Selon les propositions du Conseil d'administration, la distribution totale sera de 112,50 francs par action, montant identique à celui versé en 1966. Elle sera payable le 1^{er} juillet 1967 à raison de 160,75 francs suisses par action. Les dividendes qui ne pourront être réglés à cette date ne seront convertis en francs suisses que le jour de leur paiement au cours du change alors en vigueur.

Le bilan et le compte de Profits et Pertes, ainsi qu'un tableau indiquant l'affectation des profits, sont reproduits à la fin du présent Rapport.

Les comptes de la Banque ont été dûment vérifiés par MM. Price Waterhouse & Co., Zurich, qui ont confirmé que le bilan et le compte de profits et pertes donnent une vue exacte et correcte de la situation des affaires de la Banque au 31 mars 1967 et de ses bénéfices pour l'exercice clos à cette date. Le certificat de MM. Price Waterhouse & Co. est apposé au bas du bilan.

7. Modifications dans la composition du Conseil d'administration.

Le Comte de Cromer qui, en tant que Gouverneur de la Banque d'Angleterre, était Administrateur d'office de la Banque des Règlements Internationaux depuis 1961, s'est démis de ses fonctions de Gouverneur de la Banque d'Angleterre à la fin de juin 1966, et a cessé en même temps d'être Administrateur d'office de la Banque. A la séance tenue le 13 juin 1966, le Président a exprimé à Lord Cromer les sincères remerciements du Conseil pour les services éminents qu'il a rendus à la Banque.

Sir Leslie O'Brien, qui a succédé à Lord Cromer en qualité de Gouverneur de la Banque d'Angleterre le 1^{er} juillet 1966, est devenu le même jour Administrateur d'office de la Banque des Règlements Internationaux. Le Président lui a souhaité la bienvenue au cours de la séance du Conseil d'administration du 11 juillet 1966, qui était la première à laquelle il assistait.

A la séance du Conseil du 11 juillet 1966, le Président a annoncé que Sir Leslie O'Brien avait nommé M. C. J. Morse, Administrateur de la Banque d'Angleterre, pour être son suppléant au Conseil d'administration en remplacement

de Sir Maurice Parsons, M. R. G. Raw conservant les fonctions de suppléant de Sir Leslie O'Brien en l'absence de M. Morse. La Banque exprime sa reconnaissance à Sir Maurice Parsons pour les précieux services qu'il lui a rendus.

A la séance du Conseil du 11 juillet 1966, le Président a annoncé que le Dr W. Schwegler, membre du Conseil d'administration de la Banque des Règlements Internationaux depuis 1956, avait décidé de se démettre de ses fonctions le 31 août 1966, date à laquelle il prendrait sa retraite de Président de la Direction générale de la Banque Nationale Suisse. Le Président a remercié le Dr Schwegler, au nom du Conseil d'administration, pour les éminents services qu'il a rendus à la Banque pendant tant d'années.

A sa séance du 11 juillet 1966, le Conseil a élu Administrateur, conformément aux articles 28(3) et 29 des Statuts, le Dr Edwin Stopper, nommé Président de la Direction générale de la Banque Nationale Suisse à dater du 1^{er} septembre 1966. Cette élection est intervenue pour la partie non expirée du mandat du Dr Schwegler, qui se termine le 31 mars 1968. A la séance du 5 septembre 1966, le Président a souhaité la bienvenue au Dr Stopper, qui y assistait pour la première fois en qualité de membre du Conseil d'administration.

Le mandat de membre du Conseil de M. Maurice Frère venant à expiration le 7 août 1966, M. Ansiaux, Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, l'a nommé de nouveau à ce poste en juillet 1966, conformément à l'article 28(2) des Statuts, pour une période de trois ans qui prendra fin le 7 août 1969.

Le mandat de membre du Conseil du Dr Donato Menichella venant à expiration le 7 novembre 1966, le Dr Carli, Gouverneur de la Banque d'Italie, l'a nommé de nouveau à ce poste en septembre 1966, conformément à l'article 28(2) des Statuts, pour une période de trois ans qui prendra fin le 7 novembre 1969.

Le Dr M. W. Holtrop, dont le mandat de membre du Conseil venait à expiration le 31 mars 1967, a été réélu à la séance du 13 mars 1967, conformément à l'article 28(3) des Statuts, pour une nouvelle période de trois ans qui prendra fin le 31 mars 1970.

A la séance du Conseil du 8 mai 1967, le Président a annoncé que M. Brunet avait nommé M. Marcel Théron, Directeur Général des Services Etrangers de la Banque de France, pour être son second suppléant en remplacement de M. Gilbert Bouchet. La Banque exprime sa reconnaissance à M. Bouchet pour les précieux services qu'il lui a rendus depuis sa nomination, il y a plus de deux ans.

CONCLUSION.

Il y a douze mois, la situation économique de la plupart des pays industriels était caractérisée par l'existence d'un excédent de demande et par un mouvement de hausse des prix; de nos jours, le climat général se situe entre un manque de force et un léger recul. Trois pays, États-Unis, République fédérale d'Allemagne, Grande-Bretagne, ont joué un rôle de premier plan dans cette nouvelle orientation, en raison de leur propre poids, et parce que le ralentissement de l'activité à l'intérieur de leurs frontières a exercé des répercussions sur la demande d'articles d'exportation ailleurs. Seuls l'Italie et le Japon continuent à bénéficier d'une production en développement.

L'apparition d'un excédent de demande s'était manifestée brusquement aux États-Unis du fait de l'intensification de l'effort de guerre au Viêt-nam alors qu'en Allemagne, l'évolution s'était produite à une cadence plus lente s'étalant sur de nombreux mois. La situation dans les deux pays a cependant présenté des points communs en ce sens que l'accroissement des dépenses publiques a été le facteur principal forçant le rythme de l'activité. De même, en l'absence de mesures fiscales et financières appropriées pour combattre les tensions inflationnistes, c'est à la banque centrale qu'a été laissée la charge de contenir, par ses propres moyens, l'excès de demande. Dans les deux pays, en vue de contrecarrer l'incidence expansionniste du déficit budgétaire, des restrictions monétaires très sévères ont été introduites dont l'effet fut de faire monter les taux d'intérêt très au-dessus des niveaux de toute l'après-guerre. En fin de compte, l'action entreprise a permis de venir à bout de l'inflation, mais elle a été plus lente et a soulevé, dans certains secteurs, davantage de difficultés que si une combinaison plus judicieuse des divers instruments de politique économique avait été utilisée.

En Grande-Bretagne, d'importants relèvements de salaires avaient intensifié les fortes impulsions inflationnistes provenant des dépenses du secteur public pour provoquer, dès le début de 1964, l'apparition de l'excédent de la demande. Après avoir caressé un instant l'espoir que la situation se redresserait plus ou moins d'elle-même, avec l'aide de restrictions modérées, les autorités ont dû, il y a un an, exercer, par l'intermédiaire du budget, un vigoureux effort de contraction. Les moyens utilisés ne furent, cependant, dans l'immédiat, ni convaincants ni efficaces. En conséquence, une fuite plutôt massive devant la livre sterling se produisit au début de l'été, exigeant, en juillet, la mise en route d'un nouveau train de mesures restrictives. Le blocage des salaires et des prix et la nouvelle aggravation de la fiscalité, imposés alors, ont permis à très bref délai de rétablir, à l'intérieur comme à l'extérieur, un équilibre plus satisfaisant.

Dans le monde, en général, bien qu'aucun indice de reprise n'ait encore été clairement décelé, la situation actuelle ne présente pas pour autant les signes caractéristiques de la déflation. Pour juger les perspectives de l'économie mondiale, il est d'ailleurs important de relever que la modération de la demande n'est pas liée à une phase d'un cycle économique dont les autorités n'auraient pas cherché à influencer le déroulement, comme celui qui aurait pu faire suite, par exemple, à une expansion excessive du potentiel de production. Elle a été la conséquence délibérée de la politique de lutte contre l'inflation; comme cette dernière est devenue moins virulente, il existe peu de raisons de s'attendre à une stagnation traînant en longueur. La politique monétaire a déjà été assouplie partout et une action positive a été entreprise, en Allemagne et dans plusieurs autres pays, en vue de stimuler l'activité. Aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, l'amplitude du déficit budgétaire est considérable; si le financement est assuré par expansion monétaire, le danger d'un excès de liquidités internes est au moins aussi réel que celui d'une stagnation de la demande, compte tenu, surtout, des problèmes extérieurs devant lesquels les deux pays se trouvent placés. D'une manière générale, la politique économique doit prendre garde à un revirement excessif de la demande; la reprise de l'expansion devrait donc, en toute vraisemblance, s'effectuer à une cadence plus modérée que celle constatée pendant la période 1962-65.

En fin de compte, les mesures restrictives ont atteint leur but; l'impression laissée par les expériences récentes reste, cependant, celle d'une marche par tâtonnements. Du point de vue analytique, le diagnostic était clair et le traitement n'était pas très difficile à prescrire. Les «nouvelles politiques économiques» n'ont pas été en faute, contrairement à ce qui a été parfois dit. Si des difficultés se sont présentées, c'est parce que la parade n'a été ni assez rapide ni assez efficace. La politique fiscale et financière, en particulier, a été caractérisée par une rigidité excessive et les restrictions monétaires ont dû être par conséquent poussées à leur limite. Ce processus n'a pas été loin de provoquer une crise monétaire et a contribué, à la vérité, à l'existence des fortes tensions constatées sur les marchés des changes; le recours à une combinaison plus judicieuse des instruments de politique économique générale devrait désormais s'imposer.

Cette utilisation plus efficace de toute la gamme des moyens d'action de politique économique, pour empêcher, en premier lieu, l'apparition de déséquilibres, et pour les corriger ensuite, s'ils viennent à se manifester, ne soulève pas seulement des problèmes pour les pouvoirs publics et les parlements. L'opinion réserve incontestablement un accueil plus favorable à des allègements d'impôt qu'à une aggravation de la fiscalité, et l'objectif «plein emploi» est assuré d'un soutien plus étendu que celui, moins tangible, de la stabilité monétaire. Les efforts déployés par plusieurs gouvernements pour obtenir plus de pondération en matière

budgétaire ont suffi à provoquer leur chute. Il est de la plus haute importance que le public soit, en ce domaine, informé au mieux. Dans nombre de pays, la maîtrise de l'opinion publique s'avère à présent plus difficile que celle du cycle économique.

Le changement d'orientation intervenu au cours des douze mois écoulés a provoqué d'importantes modifications dans les balances des paiements des grands pays. En Italie, les surplus considérables des deux années passées ont été très sensiblement réduits; les importations ont fortement progressé, en liaison avec la poursuite du mouvement d'expansion à l'intérieur, et des sorties nettes de capitaux ont suivi la hausse des taux sur les places étrangères. De même en France, où la modération de la demande avait à être moins accentuée que dans la plupart des autres pays, l'excédent de paiements a fait place à un léger déficit, en raison d'importations accrues et d'une forte réduction de l'afflux de capitaux. Au Royaume-Uni, le freinage de l'économie et les nouvelles limitations apportées aux sorties de fonds ont permis de corriger le déficit des années précédentes. En République fédérale d'Allemagne, le déficit de la balance des paiements a disparu, pour faire place, il est vrai, à un surplus considérable, le recul de la demande interne ayant provoqué une recrudescence des exportations et une chute des importations.

Il est, toutefois, une exception notable au retour à un équilibre plus satisfaisant des paiements internationaux: les Etats-Unis. La vive recrudescence de l'activité domestique a été suivie d'une montée en flèche des importations de sorte que l'excédent de la balance commerciale (exportations financées par le gouvernement non comprises) a fléchi à une somme de peu supérieure à \$700 millions. A cette aggravation est venu s'ajouter, en raison des hostilités au Viêt-nam, un accroissement considérable des dépenses militaires à l'étranger. Le resserrement des conditions d'accès au crédit a, il est vrai, provoqué des entrées de capitaux d'un montant exceptionnellement élevé, si bien que le déficit global des paiements n'a pas beaucoup augmenté. Tout porte à croire cependant que la tendance sous-jacente à l'aggravation deviendra plus évidente, cette année, ce qui ne manque pas de poser des problèmes pour les responsables de la politique monétaire.

Au cours des douze mois écoulés, les débats gouvernementaux concernant la réforme du système monétaire international se sont concentrés sur la création délibérée d'un nouvel instrument destiné, à long terme, à compléter l'or dans la croissance globale des réserves. Les participants ont reconnu que les apports d'or et de dollars seraient vraisemblablement insuffisants dans l'avenir; ils n'ont pu, toutefois, se mettre d'accord sur les moyens propres à combler cette lacune. De nombreux pays estiment que les nouveaux instruments devraient avoir le caractère de réserves possédées — par opposition à réserves empruntées — de manière à pouvoir jouer d'eux-mêmes, en temps voulu, le rôle d'une véritable monnaie internationale.

Pour d'autres, cette tentative présente trop de dangers et les plans de création éventuelle de réserves devraient se limiter à l'adjonction, dans le cadre du système actuel, d'éléments supplémentaires de crédit plus ou moins automatiques. Avant tout, l'opposition marquée entre les deux points de vue concerne l'ampleur des nouveaux instruments de réserve à créer comme complément à l'or, en vue de la croissance des réserves globales et l'urgence de cette création. L'aggravation de la balance des paiements des Etats-Unis et les perspectives peu favorables d'un retour à l'équilibre, d'ici un à deux ans, exercent une profonde influence sur l'attitude des partisans d'une politique sévère en matière monétaire. La persistance du déséquilibre des comptes extérieurs des Etats-Unis rend les partisans d'une ligne dure peu enclins à dissocier le problème de la création des instruments de réserves de celui de la politique d'ajustement des économies internes.

Le contenu des projets tendant à renforcer l'action du F.M.I., qui seront peut-être présentés à la prochaine Assemblée générale de Rio de Janeiro, demeure encore inconnu. L'élaboration de tels projets doit être accueillie avec faveur; il est douteux, toutefois, qu'elle apporte une contribution appréciable à la solution du problème de l'accroissement futur des réserves monétaires. En l'état actuel des choses, aucun substitut à l'étalon de change or n'a encore été trouvé non plus que le moyen de faire fonctionner ce système, à l'avenir, avec un apport très limité d'or monétaire de provenance nouvelle.

En attendant, pour mener à bien la tâche pratique consistant à régulariser les paiements internationaux, il paraît vraisemblable qu'il faudra continuer à recourir aux expédients déjà utilisés: opérations de crédit à caractère spécifique et contrôles directs.

Le Directeur Général
GABRIEL FERRAS

BILAN ET COMPTE DE PROFITS ET PERTES

AU 31 MARS 1967

BILAN AU

ACTIF

EN FRANCS OR (UNITÉS DE 0,290 322 68 ...)

		%
Or en lingots et monnayé	3.095.928.425	37,6
Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue	155.533.515	1,9
Bons du Trésor réescomptables	70.473.519	0,9
Effets et titres remobilisables sur demande	74.223.807	0,9
Dépôts à terme et avances		
A 3 mois au maximum	2.905.993.888	35,3
De 3 à 6 mois	272.963.858	3,3
De 6 à 9 mois	160.440.341	1,9
De 9 à 12 mois	<u>211.658.614</u>	2,6
	3.551.056.701	
Autres effets et titres		
Or		
A 3 mois au maximum	282.673.089	3,4
De 3 à 6 mois	95.114.787	1,2
De 6 à 9 mois	23.346.085	0,3
De 9 à 12 mois	19.012.096	0,2
Monnaies		
A 3 mois au maximum	616.621.496	7,5
De 3 à 6 mois	130.732.607	1,6
De 6 à 9 mois	69.640.555	0,8
De 9 à 12 mois	17.314.479	0,2
A plus d'un an	<u>29.275.240</u>	0,4
	1.283.730.434	
Actifs divers	1.050.115	0,0
Immeubles et installations	1	0,0
	<u>8.231.996.517</u>	<u>100</u>
COMPTES D'ORDRE		
a) Opérations à terme sur or:		
Solde net: or à recevoir (monnaies à livrer)	471.594.422	
b) Fonds, effets et autres titres gérés ou détenus par la Banque pour le compte de tiers:		
Or sous dossier	1.233.031.174	
Avoirs en banque	26.288.404	
Effets et autres titres sous dossier	677.697.186	

31 MARS 1967

GRAMME D'OR FIN — ART. 5 DES STATUTS)

PASSIF

		%
Capital		
Autorisé et émis 200.000 actions de 2.500 frs. or chacune	<u>500.000.000</u>	
libérées de 25%	125.000.000	1,5
Réserves		
Fonds de Réserve Légale	12.500.000	
Fonds de Réserve Générale	<u>13.342.650</u>	
	25.842.650	0,3
Dépôts (or)		
Banques centrales		
De 9 à 12 mois	141.164.686	1,7
De 6 à 9 mois	237.859.991	2,9
De 3 à 6 mois	74.864.788	0,9
A 3 mois au maximum	221.537.433	2,7
A vue	<u>2.326.306.125</u>	28,3
Autres déposants		
De 6 à 9 mois	99.949.256	1,2
De 3 à 6 mois	89.601.231	1,1
A 3 mois au maximum	103.436.255	1,3
A vue	<u>266.489.919</u>	3,3
	3.561.209.684	
Dépôts (monnaies)		
Banques centrales		
A plus d'un an	16.220.264	0,2
De 9 à 12 mois	9.581.924	0,1
De 6 à 9 mois	52.408.796	0,7
De 3 à 6 mois	309.190.996	3,8
A 3 mois au maximum	2.991.199.828	36,3
A vue	<u>221.336.672</u>	2,7
Autres déposants		
A 3 mois au maximum	290.699.118	3,5
A vue	<u>18.942.037</u>	0,2
	3.909.579.635	
Effets		
De 3 à 6 mois	2.327.358	0,0
A 3 mois au maximum	<u>291.067.560</u>	3,5
	293.394.918	
Divers	44.052.356	0,5
Compte de profits et pertes	41.917.274	0,5
Provisions		
Provision pour charges éventuelles	220.000.000	
Provision pour immeubles	<u>11.000.000</u>	
	231.000.000	2,8
	<u>8.231.996.517</u>	<u>100</u>

RAPPORT DES COMMISSAIRES-VÉRIFICATEURS A MESSIEURS LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET AUX ACTIONNAIRES DE LA BANQUE DES RÈGLEMENTS 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 1967 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.

Zurich, le 3 mai 1967.

PRICE WATERHOUSE & Co.

COMPTES DE PROFITS ET PERTES

pour l'exercice social clos le 31 Mars 1967

	<u>Francs or</u>
Revenu net provenant des intérêts et autres ressources	55.949.014
Moins: Frais d'administration:	
Conseil d'administration	141.428
Direction et personnel	7.101.620
Dépenses de bureau et diverses	<u>1.631.479</u>
	<u>8.874.527</u>
Excédent net d'exploitation	47.074.487
Moins: Montants affectés aux provisions suivantes:	
Frais d'administration exceptionnels	200.000
Charges éventuelles	3.800.000
Immeubles	<u>11.000.000</u>
	<u>15.000.000</u>
BENEFICE NET de l'exercice clos le 31 mars 1967	32.074.487
A ajouter: Solde reporté de l'exercice précédent	<u>9.842.787</u>
MONTANT TOTAL DISPONIBLE	<u><u>41.917.274</u></u>

AFFECTATION DES PROFITS

	<u>Francs or</u>
MONTANT TOTAL DISPONIBLE , comme indiqué ci-dessus	41.917.274
Réparti conformément à l'article 53 des Statuts, de la façon suivante:	
alinéa b)	
Dividende cumulatif de 37,50 francs or par action	7.500.000
Solde du dividende cumulatif non déclaré, soit	
54,47 francs or par action	<u>10.894.000</u>
	<u>18.394.000</u>
	23.523.274
alinéa c) —20% de 23.523.274	
Dividende supplémentaire non-cumulatif de 20,53	
francs or par action	4.106.000
Transfert au Fonds Spécial de Réserve de Dividendes	<u>598.655</u>
	<u>4.704.655</u>
	18.818.619
alinéa d) —50% de 18.818.619	
Transfert au Fonds de Réserve Générale	<u>9.409.310</u>
	9.409.309
alinéa f) —50% de 18.818.619	
Transfert au Fonds Spécial de Réserve de Dividendes	<u>9.409.309</u>
	<u><u>—</u></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
Henri Deroy, Paris
Dr Donato Menichella, Rome
Sir Leslie O'Brien, Londres
Dr Edwin Stopper, Zurich
Per Åsbrink, Stockholm

Suppléants

Dr Paolo Baffi, Rome, ou
Prof. Pietro Stoppani, Rome
Bernard Clappier, Paris, ou
Marcel Théron, Paris
C. J. Morse, 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