

**COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE**

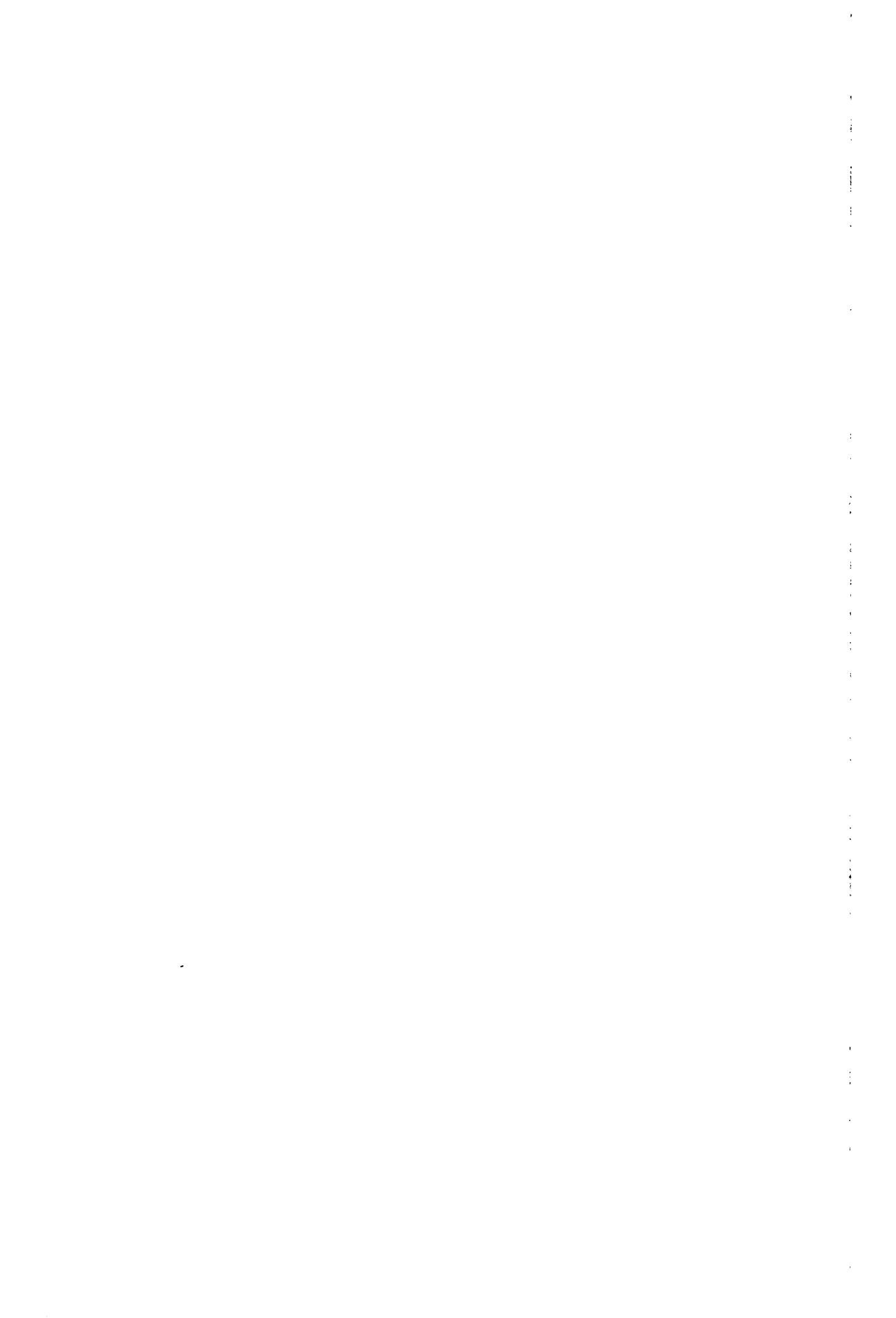
**HUITIEME RAPPORT D'ACTIVITE  
DU COMITE MONETAIRE**

**Bruxelles, 15 avril 1966**

**COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE**

**HUITIEME RAPPORT D'ACTIVITE  
DU COMITE MONETAIRE**

**Bruxelles, 15 avril 1966**

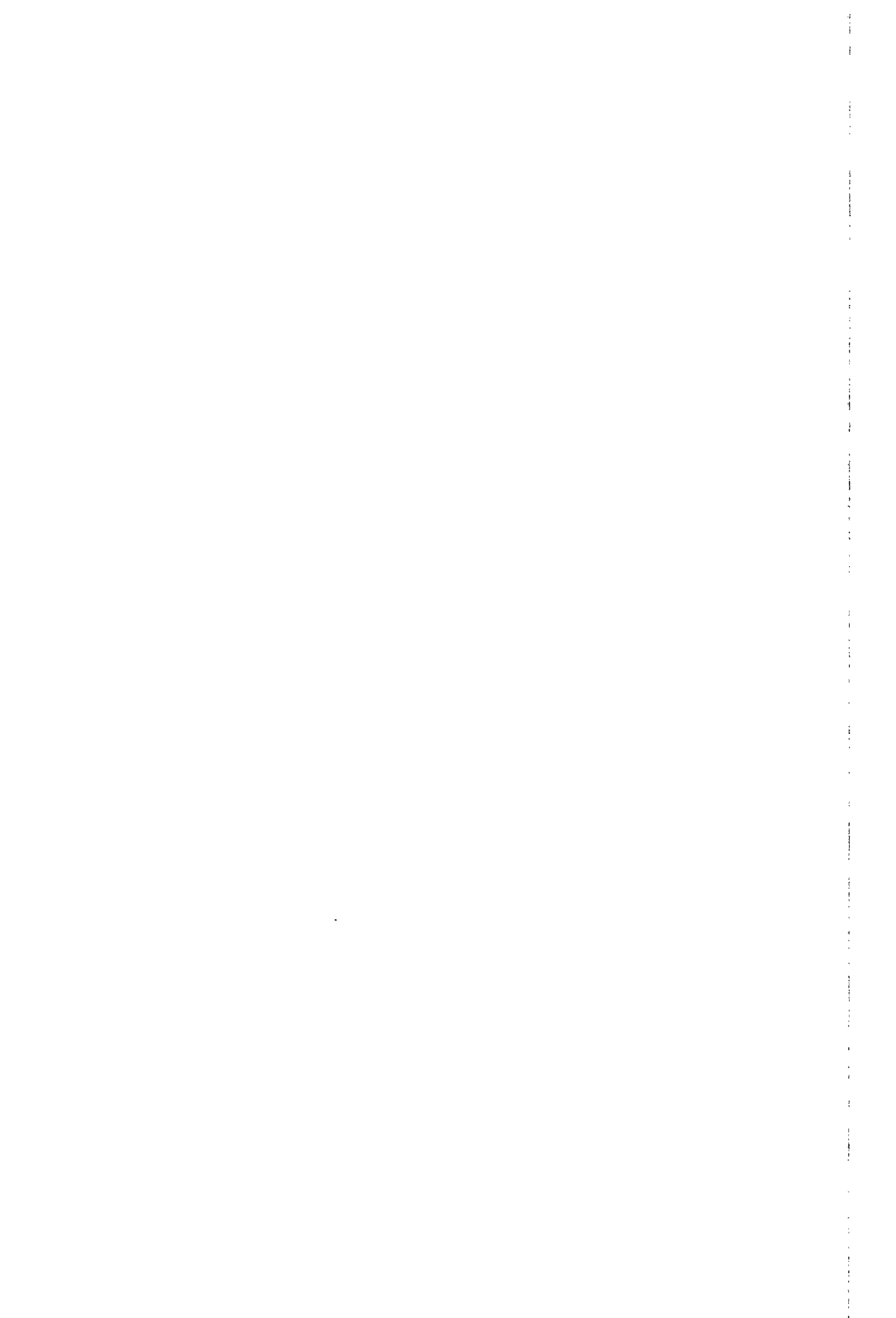


## INTRODUCTION

*Le présent rapport a pour objet de présenter un aperçu de l'activité du Comité monétaire de la Communauté économique européenne pendant l'année 1965.*

*Le Comité a, au cours de cette année, tenu onze sessions sous la présidence du Jonkbeer E. van Lennep, tandis que des groupes de travail se sont réunis à de nombreuses reprises. La liste des membres du Comité est annexée au présent rapport.*

*Le présent rapport du Comité monétaire a été arrêté à la date du 4 avril 1966. Il ne tient pas compte de l'évolution économique intervenue depuis la fin du mois de février, soit à l'intérieur de la Communauté, soit à l'extérieur.*



## Chapitre I

1. Le Comité monétaire a poursuivi ses travaux en 1965, dans le cadre des tâches que lui assigne le traité de Rome. C'est ainsi qu'il a, comme les années précédentes, examiné la situation économique et financière des Etats membres. Les conclusions auxquelles il est parvenu seront exposées dans le chapitre II.

2. Dans son précédent rapport d'activité, le Comité monétaire avait analysé les problèmes soulevés par le processus d'interpénétration croissant des économies des Etats membres. Il avait noté à cet égard que les mesures prises par les autorités d'un pays pour influencer sur l'évolution économique nationale ont de plus en plus des répercussions s'étendant rapidement à l'ensemble de la Communauté. La nécessité de coordonner plus étroitement les politiques économiques des Etats membres n'en apparaît que plus impérieuse. Comme par le passé, le Comité s'est attaché à examiner ces questions, portant une attention toute particulière à celle du dosage des instruments monétaire et budgétaire qui permettent d'assurer l'équilibre ou de le rétablir le cas échéant.

3. Plus encore que précédemment, le Comité monétaire s'est penché sur les problèmes, particulièrement importants cette année, qui se posent dans l'ordre monétaire international. La décision du Conseil en date du 8 mai 1964 prévoyait, en effet, que des consultations auraient lieu au sein du Comité au sujet de toute décision et de toute prise de position importante des Etats membres dans le domaine des relations monétaires internationales, en particulier en ce qui concerne le fonctionnement général du système monétaire international ou à l'occasion de la participation d'un ou de plusieurs Etats membres aux actions importantes de soutien au bénéfice de pays tiers.

Aussi les discussions qui se sont poursuivies sur ces sujets dans d'autres enceintes, et auxquelles les Etats membres ont participé de façon très active, ont-elles été précédées d'entretiens au sein du Comité. Celui-ci a, en outre, créé un groupe de travail chargé de confronter des points de vue des Etats membres afin de faciliter les études parallèles des autres organismes et notamment celles du groupe des Dix.

Le Comité a également procédé à des échanges de vue préalables au renouvellement de l'AME, à l'augmentation des quotas du FMI et à la prorogation des accords généraux d'emprunts.

4. L'évolution de leurs paiements extérieurs, en 1964 et en 1965, a conduit le Royaume-Uni et les Etats-Unis à adopter des mesures destinées à éliminer les déficits; elle a également été à l'origine d'actions de coopération

internationale qui ont été caractérisées, dans le cas du Royaume-Uni, par leur urgence et leur ampleur. Les mesures adoptées par ces deux pays — en particulier celles qui ont été prises par les Etats-Unis en matière de mouvements de capitaux — ont permis certains progrès vers le rétablissement d'un meilleur équilibre international.

5. La réduction des déficits de ces deux pays a été accompagnée d'une diminution de l'excédent des pays de la CEE pris dans leur ensemble; l'augmentation de l'excédent enregistré au titre des transactions courantes a, en effet, été plus que compensée par la baisse des entrées nettes de capitaux. Il y a lieu de noter également une détérioration des paiements extérieurs de certains autres Etats européens et de quelques pays producteurs de matières premières. En revanche, la plupart des pays en voie de développement ont enregistré une légère amélioration de leur balance des paiements.

I

6. Des divergences marquées ont caractérisé l'évolution conjoncturelle dans les différents pays de la Communauté économique européenne. Après le ralentissement de la croissance économique enregistré en Italie et en France, une reprise s'est fait jour à partir de la fin de 1964, dans le premier de ces deux pays et au printemps de 1965 dans le second. En république fédérale d'Allemagne et aux Pays-Bas, la situation a été marquée par la persistance d'une demande excessive, entraînant des tensions accrues sur les marchés du travail et dans le domaine des prix; en Belgique et au Luxembourg, l'expansion économique est demeurée modérée. Pour l'ensemble de la Communauté, l'augmentation du produit national brut en termes réels a été de 3,5% contre 5,6% en 1964.

Il y a lieu de prévoir, pour 1966, une continuation du mouvement de reprise en France et en Italie, tandis que l'on peut s'attendre, en république fédérale d'Allemagne, au maintien de la tendance au ralentissement de l'expansion apparue dans les derniers mois de 1965, et qui est imputable tant à l'insuffisance des facteurs de production disponibles qu'à une certaine modération de l'accroissement de la demande.

7. L'évolution des paiements courants des pays membres reflète ces tendances divergentes. Alors que la France et l'Italie ont, en 1965, enregistré des surplus très importants qui, dans le cas de l'Italie, ont dépassé 1,5 milliard de dollars, l'amenuisement des excédents s'est poursuivi en république fédérale d'Allemagne et aux Pays-Bas; il a même fait place, en ce qui concerne le premier de ces deux pays, à un déficit appréciable.

8. La hausse des prix est demeurée trop rapide, l'augmentation annuelle des prix à la consommation se situant entre 2,5% pour la France et l'Italie, et 5% pour les Pays-Bas. Selon les budgets économiques, une progression du même ordre est envisagée pour 1966. Dans ses recommandations

d'avril 1964 et d'avril 1965, le Conseil donnait une priorité absolue à la stabilisation des prix; cet objectif n'a été atteint que très partiellement.

Une analyse plus détaillée des orientations suivies par les divers pays membres permet de dégager certaines considérations générales.

9. Les évolutions conjoncturelles divergentes et même opposées qui ont été constatées en 1965 ont contribué à limiter les tensions inflationnistes dans les pays les plus sujets à des tendances de cette nature et à favoriser ailleurs, en revanche, la reprise économique. C'est ainsi qu'en république fédérale d'Allemagne les effets de la demande excédentaire ont été modérés par une augmentation considérable des importations en provenance d'autres pays membres; la reprise de l'activité économique a été nettement favorisée, en Italie, par cette demande additionnelle. Pour l'année 1965, les exportations à destination de la république fédérale d'Allemagne ont augmenté de 47% pour l'Italie et de 26% environ pour les autres pays membres, tandis que le taux de progression n'atteignait pas 20% pour le reste du monde.

10. Les influences compensatoires résultant des évolutions conjoncturelles divergentes des pays membres n'ont toutefois pas contribué de façon notable au rétablissement de la stabilité des prix. Les hausses ont persisté même dans les pays qui enregistraient un abaissement du taux de croissance. Il y a lieu cependant de noter que ces hausses sont imputables en partie à des augmentations des tarifs d'entreprises publiques, des loyers et des impôts indirects; il s'est avéré aussi qu'un renversement de la conjoncture ne se traduit qu'avec retard dans l'évolution des coûts salariaux. En tout état de cause, le rétablissement ou le maintien d'une relative stabilité des prix doit demeurer un objectif essentiel de la politique économique dans tous les pays membres. Aussi un dosage prudent des mesures de relance était-il nécessaire en Italie et en France afin d'éviter que la reprise ne débouche rapidement sur une nouvelle surchauffe de l'économie. Les indications dont on disposait au début de 1966 sont de nature à faire penser que l'évolution conjoncturelle en cours, compte tenu de l'action déjà entreprise, est satisfaisante et qu'elle n'exige pas de mesures additionnelles de relance.

11. Dans le contexte décrit ci-dessus, la mise en œuvre d'une véritable politique des revenus continue à soulever de délicats problèmes.

Une telle politique ne peut certes pas remplacer les politiques monétaire et budgétaire dans le domaine qui leur est propre, c'est-à-dire le réglage de la demande globale, et l'expérience a montré jusqu'ici qu'elle n'est guère utilisable dans les périodes de fortes tensions. Elle devrait pourtant permettre d'éviter que ne se présentent des situations où les autorités sont contraintes de recourir à une politique restrictive du crédit ou d'augmenter la charge fiscale, alors que des facteurs de production demeurent disponibles qui rendraient possible la poursuite de l'expansion à un rythme soutenu. Dans une conjoncture où la pression inflationniste provient principalement d'une augmentation des revenus et des prix, les correctifs



n'agissent en effet qu'indirectement sur les causes de déséquilibre et leur mise en œuvre entraîne ainsi inévitablement des désavantages pour l'économie.

12. Dans presque tous les pays membres la politique budgétaire n'a pas, de son côté, joué le rôle qui lui incombe. L'impulsion qui émane des finances publiques a excédé les limites que le Conseil avait préconisées dans ses recommandations de 1964 et 1965. Il en a été ainsi surtout en république fédérale d'Allemagne, aux Pays-Bas et en Belgique, et cet état de choses a contribué à la hausse des prix dans ces pays.

L'expansion rapide des dépenses publiques, intervenue au cours des dernières années, et qui est imputable en premier lieu au développement des dépenses de consommation et surtout de transfert, a indiscutablement contribué au renforcement des tensions. Les problèmes que pose l'amélioration des structures dans les pays membres n'en sont pas moins demeurés primordiaux. Ils entraînent inéluctablement un accroissement continu des dépenses, notamment dans les domaines de l'enseignement, de l'équipement et des travaux publics. Cette tendance ne fait que se confirmer et contraint les gouvernements à des choix difficiles. Dans la mesure où des dépenses d'investissement ont été reportées, pour des motifs conjoncturels, à des années ultérieures, ce problème risque de s'aggraver au cours des années à venir.

Dans ces conditions, la conciliation des objectifs de la politique conjoncturelle avec ceux du maintien d'un développement harmonieux des économies nationales revêt une importance particulière. Il serait souhaitable, à cet égard, de faciliter l'établissement des budgets annuels par l'élaboration de prévisions à plus long terme pour celles des dépenses qui se prêtent à une telle procédure. L'action du gouvernement central tendant à limiter l'expansion des dépenses publiques devrait par ailleurs être accompagnée d'un effort parallèle des collectivités locales et régionales ainsi que des organismes paraétatiques; la progression rapide des dépenses de ces entités administratives, au cours des dernières années, a souvent renforcé les tensions inflationnistes. Il conviendrait enfin, autant que possible, d'éviter que les dépenses de transfert n'acquiescent un caractère irréversible. Ainsi sera-t-il possible de conférer à l'instrument budgétaire une flexibilité qui faciliterait le dosage des instruments de la politique économique.

13. En 1965, les difficultés budgétaires de presque tous les pays membres ont rendu nécessaire un recours trop exclusif à la politique monétaire comme moyen d'action destiné au maintien de l'équilibre intérieur. Le Comité monétaire a déjà, à plusieurs reprises dans le passé, attiré l'attention sur les conséquences d'une telle situation. Seule devant la tâche d'éliminer le surcroît de la demande, la politique monétaire peut être conduite à exercer une pression trop forte sur les secteurs qu'elle touche plus directement, notamment sur les investissements des entreprises et sur la construction de logements. Elle peut, de même, contrecarrer les efforts destinés à améliorer le fonctionnement des marchés financiers nationaux

et perturber les mouvements internationaux de capitaux. Elle peut aussi rendre plus malaisée la tâche des autorités monétaires des autres pays.

14. L'intégration économique croissante au sein de la Communauté diminue d'ailleurs également l'efficacité des politiques monétaires au niveau national. Les relations multiples qui se nouent d'un pays à l'autre permettent aux entreprises de se soustraire dans une certaine mesure aux disciplines de la politique monétaire adoptée par les autorités de leur pays de résidence. Les difficultés auxquelles se sont heurtées, au cours de l'année écoulée, les autorités allemandes dans l'application d'une politique restrictive du crédit en fournissent un exemple. Si, dans le passé, seules de grandes entreprises pouvaient recourir à des méthodes de financement qui ignorent les frontières, l'interconnexion croissante des relations commerciales et bancaires dans la CEE permettra désormais à des entreprises de moindre envergure de recourir à des crédits étrangers. Cette évolution démontre la nécessité d'une étroite coordination permettant d'améliorer l'efficacité des politiques de crédit mises en œuvre.

15. Le champ de cette coordination pourrait s'étendre par exemple au domaine des taux ou des réglementations applicables en matière de crédit et prendre notamment la forme de consultations entre les autorités responsables des Etats membres, en vue de faire apparaître avec plus de netteté les éventuelles répercussions, sur les autres marchés, de décisions s'inspirant de la situation d'un pays donné. Les pays membres qui ne disposent pas encore d'un instrument permettant un contrôle direct du volume du crédit – analogue à ceux dont l'expérience a été faite aux Pays-Bas et en France – pourraient étudier la possibilité de mettre en place un tel mécanisme, en vue de son emploi éventuel si les circonstances l'exigeaient.

16. Les considérations qui précèdent soulignent l'importance que revêt l'amélioration du dosage des instruments de politique économique dans les pays membres. Cette nécessité apparaît d'autant plus clairement que l'efficacité de certains moyens d'action se restreint au fur et à mesure que s'effectue le rapprochement des économies. L'efficacité des mesures adoptées par un des Etats membres sera d'autant plus grande qu'elles auront été mises en œuvre avant que ne se soient développées les réactions qu'entraîne tout déséquilibre interne. Une action menée en temps opportun devrait permettre, en particulier, de prévenir le retour de hausses de prix aussi importantes que celles qui ont été enregistrées au cours des dernières années et d'éviter leur transmission aux autres Etats membres.

17. Le Comité monétaire souligne à nouveau, à ce propos, la nécessité pour les Etats membres de tenir le plus grand compte des recommandations du Conseil en ce qui concerne la lutte contre la hausse des prix. Une élévation du niveau des prix s'accomplissant au rythme constaté ces dernières années est non seulement contraire aux objectifs primordiaux du traité de Rome (art. 104), elle risque aussi de compromettre le caractère compétitif des exportations de la Communauté et de mettre ainsi en cause, à la longue, la stabilité des monnaies des pays membres.

18. L'évolution de la balance des paiements enregistrée au cours des dernières années ne reflète pas encore ce danger. Des données les plus récentes, mais encore provisoires, il ressort que :

La tendance à l'amenuisement des excédents des paiements courants (marchandises, services et transferts publics et privés) de la CEE vis-à-vis du reste du monde, qui était apparue en 1962 et en 1963, s'est en effet renversée dès le début de 1964 et la reprise du mouvement vers des excédents plus élevés s'est renforcée au cours de 1965. L'excédent en compte courant, qui avait été de l'ordre de 650 millions de dollars en 1964, a dépassé 1500 millions de dollars en 1965. Un ralentissement de la tendance vers le renforcement des excédents semble toutefois se dessiner depuis peu.

Les exportations de capitaux à long terme, au titre de l'aide aux pays en voie de développement, et, de façon plus générale, les mouvements de capitaux publics ont été plus que compensés par des importations nettes de capitaux privés à long terme de sorte que le solde positif enregistré à ce titre s'est situé à plus de 500 millions de dollars, nettement inférieur toutefois à celui de 1964, soit 1400 millions de dollars. L'excédent de la balance de base a finalement été du même ordre que l'année précédente, soit 2 milliards de dollars environ. Compte tenu de l'ensemble des autres postes - remboursements anticipés de dettes, mouvements de capitaux à court terme, erreurs et omissions - l'excédent global de la balance des paiements (correspondant à la variation des avoirs officiels nets et des positions au FMI) a été de 1,5 milliard de dollars, comparé à 1,9 milliard en 1964.

19. Les excédents enregistrés par la Communauté vis-à-vis de l'extérieur trouvent principalement leur contrepartie dans l'évolution des comptes des Etats-Unis. Ces derniers se sont soldés, sur la base des règlements officiels, par un déficit global de l'ordre de 1,3 milliard de dollars. La balance commerciale de ce pays s'est détériorée de près de 2 milliards de dollars et le solde créditeur au titre des biens et services est revenu à 7 milliards de dollars, montant toujours appréciable, même s'il est nettement inférieur à celui de 8,6 milliards de dollars obtenu en 1964.

Les investissements directs américains à l'étranger se sont à nouveau accrus et l'exportation nette de capitaux à long terme a été de l'ordre de 4,4 milliards de dollars, comparée à des montants de 2,5 à 3 milliards de dollars pendant les années 1962-1963. Le déficit de la balance de base des Etats-Unis a atteint 2 milliards de dollars.

Les mesures prises par le gouvernement des Etats-Unis en vue de restreindre les sorties de capitaux, mesures qui ont d'ailleurs été renforcées vers la fin de l'année, n'ont pas eu, en 1965, d'effet considérable sur les mouvements de capitaux à long terme. Leur action a, en revanche, été très profonde dans le domaine des mouvements de fonds à court terme. A des sorties de l'ordre de 2 milliards en 1964 ont succédé en 1965 des rapatriements nets d'environ 850 millions de dollars.

### III

20. Pour porter un jugement sur les développements qui viennent d'être évoqués, il faut distinguer les relations financières entre les Etats-Unis et les pays de la CEE, et celles qu'il serait souhaitable d'améliorer entre pays industrialisés et pays en voie de développement. Les pays industrialisés ont accepté l'objectif tendant à porter l'aide aux Etats moins développés à 1% au moins de leur revenu national propre; cela suppose une structure de leur balance des paiements qui comporte un excédent suffisant au titre des transactions courantes. On peut noter à cet égard que – abstraction faite naturellement du flux de capitaux qui s'est dirigé des Etats-Unis vers l'Europe depuis la restauration de la convertibilité des monnaies de la plupart des pays de ce continent – la balance des paiements américaine se présente de façon compatible avec cet objectif, alors que tel n'est pas encore le cas pour tous les pays membres de la CEE.

21. En tout état de cause, les pays membres devraient s'efforcer d'accroître leurs exportations de capitaux vers le monde extérieur. C'est pourquoi le Comité monétaire a entrepris la recherche des moyens par lesquels il serait possible de faciliter l'exportation de capitaux, d'une part vers les pays hautement développés et, d'autre part, vers les pays tiers, notamment par le biais des institutions internationales de financement du développement.

22. Les investissements directs américains ont certainement contribué à la croissance économique européenne, surtout dans la mesure où ils étaient accompagnés de l'application de techniques industrielles avancées. Mais l'afflux de capitaux sous toutes formes vers la CEE est néanmoins devenu excessif, compromettant ainsi, au moins temporairement, l'équilibre des comptes internationaux et rendant plus difficile la lutte contre l'inflation menée en Europe.

23. Aussi les mesures visant à freiner l'exportation des capitaux américains vers la Communauté paraissent nécessaires à la réalisation des objectifs qui viennent d'être évoqués. Il est encore trop tôt pour mesurer leurs répercussions sur les marchés européens des capitaux. Dans la mesure où des tensions accrues se sont fait jour sur certains de ceux-ci, elles reflétaient avant tout un déséquilibre entre une demande élevée de capitaux et une épargne à long terme insuffisante, alors même que l'épargne globale est importante dans tous les pays membres. Les tensions sur les marchés de capitaux de plusieurs pays membres ont en outre été renforcées récemment par une évolution budgétaire qui a entraîné un recours accru à l'emprunt.

24. Les problèmes que posent la réforme des modalités de fonctionnement ainsi que l'étroitesse relative de certains marchés financiers européens revêtent une importance particulière dans la perspective d'une exportation accrue de capitaux de la Communauté vers les pays tiers, et dans celle d'une éventuelle réduction des mouvements de capitaux des Etats-Unis vers l'Europe. En tout état de cause, le développement de ces marchés est in-

dispensable dans l'intérêt même d'une évolution économique harmonieuse des pays membres et de la Communauté dans son ensemble. Aussi ces questions sont-elles l'objet d'une attention spéciale, dans plusieurs pays membres et au sein même du Comité monétaire.

25. Il a constaté, cette année encore, que la libération des mouvements de capitaux à long terme entre Etats membres, nécessaire à la réalisation des objectifs du traité de Rome, n'a pas fait des progrès très sensibles.

Il est vrai qu'il serait vain d'attendre la réalisation rapide d'un marché financier européen véritablement intégré. Beaucoup d'obstacles s'opposent encore à un résultat immédiat dans ce domaine : les différences dans les structures et les institutions, les insuffisances dans la coordination des politiques économiques, l'existence de six monnaies différentes, etc. Tous ces problèmes doivent naturellement être étudiés parallèlement à celui de la libération plus poussée des mouvements de capitaux à l'intérieur de la Communauté, de telle façon que les progrès qui pourront survenir sur un point puissent aider à l'harmonisation sur d'autres, ce qui conduira progressivement à établir l'ensemble monétaire stable et cohérent que l'on cherche à réaliser.

26. Le Comité monétaire s'est donc interrogé sur la question de savoir par quels moyens on pourrait arriver à une nouvelle libération des mouvements de capitaux qui, bien que de portée limitée, permettrait la reprise des négociations au sein du Conseil concernant la troisième directive. Celle-ci, qui vise à l'élimination des entraves administratives aux mouvements de capitaux, est évidemment d'un intérêt très variable d'un pays à l'autre, selon l'importance des restrictions de change qui subsistent encore. Pour qu'elle puisse atteindre effectivement son objet, son adoption devrait donc être accompagnée d'efforts parallèles en matière d'atténuation du contrôle des changes. Le Comité étudie cette question ; il espère être bientôt en mesure de présenter des propositions concrètes.

#### IV

27. Une part importante des travaux du Comité monétaire a été consacrée à la tentative de coordonner les points de vue et prises de position des pays membres en vue des négociations sur la réforme du système monétaire international. Celles-ci sont entrées en 1965 dans un nouveau stade par le fait que les ministres et les gouverneurs des banques d'émission du groupe des Dix ont, le 28 Septembre 1965, chargé leurs représentants « de déterminer et de faire connaître aux ministres à quel terrain d'accord on peut aboutir sur les améliorations à apporter au système monétaire international, y compris les arrangements en vue de la création de réserves, dans la mesure et au moment où elles seront nécessaires, pour pourvoir adéquatement aux besoins de l'économie mondiale en cette matière ».

28. Cet examen a fait ressortir qu'il existait des vues communes sur nombre d'importantes questions de principe. Toutefois, étant donné que les négociations se poursuivent au sein du groupe des Dix, le Comité monétaire n'a pas jugé opportun, au stade actuel, de fournir de plus amples détails.



## Chapitre II

### EXAMEN DE LA SITUATION INTERNE ET EXTERNE DES ETATS MEMBRES ET PRINCIPALES CONSTATATIONS DU COMITE MONETAIRE

#### REPUBLIQUE FEDERALE D'ALLEMAGNE

L'expansion s'est poursuivie en république fédérale d'Allemagne au cours de l'année écoulée et le produit national brut, en termes réels, a progressé de 4,4% environ comparé à 6,6% en 1964. La demande intérieure en a été le principal moteur. Cette évolution est imputable tant au développement sensible des investissements fixes qu'à la progression très marquée de la consommation publique et privée, cette dernière reflétant les relèvements considérables des salaires et des traitements.

L'expansion de la production a cependant été freinée par la pénurie croissante de main-d'œuvre. Le nombre d'offres d'emploi non satisfaites était, à la fin de l'été, de 700 000, tandis que l'indice du chômage tombait à 0,4%. L'offre intérieure n'a pu satisfaire ainsi la demande accrue et les importations de biens ont progressé de près de 20%. En raison également de la forte détérioration du solde des opérations de services et du déficit accru au titre des transferts unilatéraux, la balance des paiements courants s'est, malgré une progression des exportations de marchandises d'environ 10%, soldée par un déficit de l'ordre de 6 milliards de DM contre un excédent de près de 1 milliard l'année précédente. Le déficit de la balance des paiements globale a été toutefois nettement inférieur à ce montant, par suite d'importantes entrées de capitaux à court terme. Les réserves d'or et de devises de la Bundesbank ont, finalement, diminué de 1,5 milliard de DM, tandis que le solde net des avoirs et engagements en devises des banques commerciales s'est amélioré de 0,2 milliard de DM.

En dépit de l'accroissement des importations, le déséquilibre entre demande nominale et offre réelle s'est renforcé et les prix à la consommation ont, en conséquence, accéléré leur progression; ils ont dépassé en 1965 de 3,4% le niveau de 1964.

Les finances publiques n'ayant pas exercé, en 1965, un effet de freinage mais au contraire un effet expansionniste marqué, c'est à la seule politique monétaire qu'il est revenu de combattre les tensions inflationnistes. La Bundesbank a, au cours de l'année écoulée, poursuivi, voire intensifié, la politique restrictive du crédit mise en œuvre dès le printemps de 1964. Le taux d'escompte a été relevé de 3 à 4% en deux étapes tandis que les plafonds de réescompte des banques commerciales auprès de la banque centrale étaient abaissés d'environ 10% en date du 1er octobre 1965.



Les effets de cette politique ne se sont toutefois manifestés qu'avec un retard considérable. C'est en effet au deuxième semestre de 1965 seulement qu'est intervenu un ralentissement de l'expansion des crédits accordés par les banques commerciales; leur progression a été de 6,3% au cours de cette période, comparé à 7% au second semestre de 1964. Ce décalage est imputable au niveau élevé de la liquidité du système bancaire lors de la mise en œuvre des restrictions et à l'impulsion en sens inverse exercée par les finances publiques. En outre, l'action restrictive menée par les autorités monétaires a entraîné une limitation des achats de valeurs mobilières par les banques et a, de ce chef, affecté le marché des capitaux. Aussi, le Comité a-t-il exprimé l'avis, à l'occasion de l'examen de la situation monétaire et financière de la république fédérale d'Allemagne auquel il a procédé à la fin de 1965, qu'il y aurait lieu d'étudier si un freinage plus rapide et plus efficace de la demande ne pourrait pas être facilité par l'octroi à la Bundesbank de la possibilité de limiter directement l'expansion des crédits accordés par le système bancaire.

Le Comité monétaire a en outre estimé que la politique budgétaire revêt une importance toute particulière dans l'effort de rétablir l'équilibre économique en 1966. Il a noté avec satisfaction les mesures déjà prises ou envisagées pour limiter l'accroissement des dépenses du Bund. Ainsi la décision du gouvernement de fixer le projet de budget fédéral à 69,1 milliards de DM devrait permettre de limiter à 5% l'accroissement des dépenses fédérales par rapport aux réalisations de 1965. Le Comité demeure toutefois conscient de ce que l'efficacité de la politique budgétaire du gouvernement fédéral repose dans une large mesure sur l'acceptation, par les Länder et les communes, d'un effort parallèle. L'ensemble des budgets publics risque d'exercer encore en 1966 un effet expansionniste. Dans ces conditions, le Comité a estimé qu'il y avait lieu de poursuivre la politique de crédit restrictive actuellement mise en œuvre.

Bien que l'on s'attende à un ralentissement de l'expansion économique en 1966, le Comité n'est pas certain, malgré les efforts entrepris par les autorités responsables de la politique monétaire et budgétaire, que le déséquilibre entre la demande globale et l'offre intérieure puisse être réduit dans une mesure suffisante cette année, si l'expansion très forte des traitements et des salaires devait se poursuivre. Dans l'hypothèse où l'augmentation des coûts par unité produite continuerait au même rythme, il serait également à craindre non seulement que la progression des prix qui en résulterait menacerait le rétablissement de l'équilibre interne, mais aussi que la capacité concurrentielle de l'économie allemande pourrait en être compromise à plus long terme. Dans ces conditions, il serait souhaitable que les autorités fédérales exercent toute leur influence pour convaincre les partenaires sociaux de l'importance que revêt, dans la conjoncture actuelle, une modération de la progression des salaires et des traitements.

Sur un plan plus général, le Comité a estimé que la politique conjoncturelle de la république fédérale d'Allemagne devrait être reconsidérée

en vue d'aboutir à un « policy mix » plus efficace, afin de mieux répartir la charge de l'ajustement entre les instruments monétaires et budgétaires. Le Comité sait que de tels efforts, destinés à améliorer les instruments de la politique conjoncturelle, ne peuvent pas, en raison de la structure fédérale du pays, aboutir à des résultats rapides. Il n'en est que plus souhaitable de rechercher dans les meilleurs délais une coordination plus étroite entre les différents organes qui ont une influence sur la conjoncture. Le Comité a noté, à cet égard, avec satisfaction, les progrès accomplis en vue d'établir des prévisions budgétaires pluri-annuelles et il souhaite que les travaux entrepris en ce sens soient menés à bonne fin dans les meilleurs délais.

## FRANCE

Le ralentissement conjoncturel intervenu dans la dernière moitié de 1964 a fait place, depuis le printemps de 1965, à une reprise progressive qui s'est confirmée à l'automne et accentuée à la fin de l'année. Compte tenu de cette évolution au cours de 1965, l'augmentation du produit national brut à prix constants, calculée en moyenne annuelle, a été de plus de 3% au lieu de 5,4% en 1964.

Le redressement intervenu est imputable non seulement à la demande extérieure, qui a été régulièrement soutenue, les exportations accusant, pour l'ensemble de l'exercice, un progrès de 11% en volume par rapport à 1964, mais, de plus en plus, en cours d'année, au réveil de la demande intérieure.

La consommation privée s'est accrue dans les mêmes proportions que le produit national brut; elle s'est ravivée, pendant le second semestre, pour certains biens durables. Si la formation de capital fixe s'est développée à un taux satisfaisant, c'est essentiellement sous l'influence des investissements du secteur public et de la construction de logements.

La relance de l'activité industrielle a été retardée, tout d'abord, par le dégonflement des stocks, qui avaient souvent atteint un niveau excessif à la fin de 1964. La reprise de la production s'est amorcée ensuite, vers le printemps, dans diverses industries productrices de biens de consommation. Dans le secteur des biens d'investissement, l'activité a, en revanche, continué à ne progresser qu'à un rythme très limité. La construction a été active, tout au long de l'année; son taux d'expansion a toutefois marqué une tendance à fléchir au cours des derniers mois. Enfin, la production agricole a dépassé le niveau déjà élevé de l'année antérieure.

Bien qu'une reprise marquée des importations ait eu lieu au cours du second semestre, en liaison avec l'amélioration de la conjoncture, la pro-

gression des achats à l'étranger a été, d'une année sur l'autre, inférieure à 2% en volume, contre 13% en 1964, en raison du recul enregistré au cours des premiers mois de l'année.

En dépit de la détente intervenue dans la plupart des secteurs, à la suite du ralentissement de l'expansion en 1964 et pendant les premiers mois de 1965, les prix à la consommation (indice des prix de détail) ont encore progressé de 2,7% en moyenne annuelle, contre 3,2% l'année précédente. Cette augmentation est imputable essentiellement à la poursuite, lente mais régulière, de la hausse des prix des produits alimentaires et à la hausse toujours rapide des prix des services, qui n'est que partiellement liée à l'incidence de certains ajustements de tarifs publics.

En raison de l'expansion soutenue des exportations et de la stagnation des importations pendant une grande partie de l'année, l'excédent des opérations en biens et services a été nettement plus élevé en 1965 qu'en 1964. Alors que le solde de la balance des paiements courants n'était que légèrement excédentaire en 1964, il est de l'ordre de 3 milliards de francs en 1965. Dans ces conditions, en dépit d'un fléchissement des entrées nettes de capitaux privés et d'un accroissement des exportations de capitaux publics, reflétant notamment des remboursements anticipés de dettes, l'excédent de la balance des paiements globale a atteint 4 470 millions de francs et dépassé de plus de 500 millions celui enregistré en 1964. L'accroissement des réserves officielles d'or et de devises n'a cependant été que de 1 750 millions de francs, au lieu de 3 200 millions de francs en 1964; les créances sur le Fonds monétaire international se sont fortement accrues, et la position nette en devises des banques commerciales s'est améliorée.

L'excédent de la balance des paiements a continué de contribuer au développement de la liquidité interne. Les opérations de caisse du Trésor se sont par contre, pour l'ensemble de l'année, traduites par un nouveau dessendettement du Trésor vis-à-vis du système bancaire. Quant aux crédits à l'économie, leur taux de progression avait fléchi au premier semestre; mais il a retrouvé finalement un niveau très voisin de celui de 1964 (+ 12%) en liaison avec la reprise de l'activité économique, mais aussi des besoins de financement des stocks agricoles et de la construction.

Le Comité monétaire avait examiné la situation monétaire et financière de la France au mois de mars 1965. Il avait à cette occasion exprimé l'opinion que la nécessité ne s'imposait pas d'adopter des mesures globales de relance. L'objectif primordial de la politique française étant de stabiliser les prix, il avait estimé que la politique restrictive devait être assouplie de façon prudente et qu'il y avait seulement lieu d'envisager des mesures sélectives de stimulation, notamment dans le domaine du crédit, en vue d'encourager les investissements des entreprises. La reprise économique qui s'est spontanément produite vers le printemps et s'est développée ensuite progressivement est venue confirmer l'efficacité de la politique suivie par le gouvernement français.

Un certain nombre de mesures d'assouplissement ont été prises en cours d'année. La Banque de France a réduit son taux d'escompte de 4% à 3,5% au mois d'avril. Les limitations quantitatives à l'expansion des crédits bancaires ont été suspendues le 1er juillet. Enfin, des dispositions ont été prises pour encourager la formation et la consolidation de l'épargne, et pour l'orienter davantage vers le financement des investissements productifs : engagements d'épargne à long terme, épargne-logement, harmonisation des taux de rendement des diverses formes de placement en fonction de leur terme, allègements fiscaux en faveur des dividendes d'actions et des arrérages de valeurs à revenu fixe.

Ces mesures s'inscrivent dans le cadre d'une politique d'ensemble tendant, conformément aux recommandations du Comité monétaire, à provoquer la reconstitution d'un large marché financier qui non seulement permettrait de satisfaire les besoins intérieurs de l'économie et de limiter les recours à des financements étrangers, mais rendrait également possibles des exportations plus importantes de capitaux à long terme.

Dans le domaine de l'équilibre interne de l'économie, des réformes ont été entreprises, dont la plus importante consiste dans un nouvel aménagement des taxes sur le chiffre d'affaires. Ces mesures constituent l'amorce des transformations de structure nécessaires pour améliorer les circuits de production et de distribution et pour éliminer les facteurs fondamentaux de la hausse des coûts et des prix.

## ITALIE

Après le ralentissement marqué de l'activité économique en 1964, une reprise progressive de la croissance a été enregistrée au cours de l'année écoulée ; elle est allée en s'accéléralant. Ce retournement de tendance en cours d'année, bien que très net, n'apparaît que peu dans les variations moyennes annuelles des indices économiques, l'activité ayant été faible au début de 1965. Le taux de progression du produit national brut à prix constants ressort ainsi à 3,4%, soit à peu près ce qu'il avait été en 1964.

La demande extérieure a encore constitué en 1965 l'élément le plus dynamique de l'économie italienne. Les exportations de biens et de services ont en effet progressé de 19 à 20% en volume. En revanche, la demande intérieure s'est développée d'une manière relativement lente. En dépit des mesures prises dès le mois de mars en vue de relancer la conjoncture, la formation de capital fixe a été, en 1965, inférieure d'environ 7,4% en volume à son niveau de l'année précédente. L'élément déterminant de cette évolution a été surtout la faiblesse des investissements sous forme de constructions de logements qui ont sensiblement fléchi. Par contre, le recul des investissements d'équipement a pris fin au troisième trimestre. Enfin la consommation publique et privée a marqué une nette reprise en cours d'année bien que la comparaison sur une base annuelle n'indique qu'un relèvement modéré du taux de progression par rapport à 1964.

L'évolution de l'offre intérieure a été caractérisée par une forte augmentation de la production agricole et par une reprise soutenue de la production industrielle, reprise qui s'est accentuée dans les derniers mois de l'année. Les importations de biens et de services ont accusé au cours de l'année une tendance à l'accroissement mais n'ont toutefois guère dépassé le niveau de l'année précédente.

La hausse des coûts et des prix a continué de s'atténuer en raison notamment d'appréciables progrès de la productivité par personne occupée et d'un très net ralentissement, par rapport à 1964, de la progression des salaires et des traitements. Tandis que l'indice des prix de gros ne dépassait que de 1,5% au dernier trimestre le niveau correspondant de l'année antérieure, les prix à la consommation étaient supérieurs d'environ 3% à ceux de fin 1964.

La balance des opérations courantes s'est soldée par un excédent de plus de 1300 milliards de liras en raison notamment d'une amélioration appréciable de la balance commerciale. Bien que les opérations en capital se soient soldées par un déficit, contrairement à ce qui s'était passé en 1964, l'excédent de la balance des paiements globale a été de l'ordre de 1000 milliards de liras contre 474 milliards de liras en 1964. Les banques commerciales ont continué de réduire leur endettement net vis-à-vis de l'étranger et l'ont même pratiquement éliminé; le montant des remboursements a en effet atteint 385 milliards en 1965. Dans ces conditions, les réserves officielles nettes se sont accrues de 510 milliards de liras.

L'évolution de la balance des paiements et les transactions du Trésor ont contribué à une nouvelle et sensible expansion des liquidités bancaires intérieures. La demande de crédits bancaires de la part de l'économie est demeurée faible, bien que l'on ait pu noter une certaine tendance à leur reprise; pour l'année dans son ensemble les octrois de crédits bancaires n'ont progressé que de 4% environ. Aussi le financement du déficit des opérations de caisse, fortement accru cette année, a-t-il pu être assuré sans difficulté par le placement de bons du Trésor auprès du système bancaire.

Le Comité avait, à l'occasion de l'examen de la situation monétaire et financière de l'Italie auquel il a procédé au printemps de 1965, marqué son accord de principe avec la politique de relance de l'activité économique mise en œuvre par les autorités italiennes. Il avait toutefois souligné la nécessité d'une certaine prudence dans la mise en œuvre de cette politique, que facilitait la forte élasticité de la production et les importants excédents de la balance des paiements, une reprise trop vigoureuse risquant de compromettre les efforts visant à endiguer la hausse des prix et des coûts. Le Comité avait recommandé en premier lieu d'assurer, notamment grâce à l'application d'une politique sélective, la reprise des investissements publics et surtout privés. Il avait accordé une importance particulière au fait que la progression des salaires ne devait pas dépasser celle de la productivité afin que les entreprises soient en mesure de rétablir leur équilibre. Il avait par ailleurs jugé souhaitable de faciliter

aux entreprises l'accès au marché des capitaux. Mais le maintien d'une plus grande aisance du marché des capitaux parallèlement à une reprise durable des investissements impliquent la nécessité d'une reprise de la propension à épargner qui avait fortement fléchi au cours des dernières années.

Enfin le Comité monétaire avait indiqué que le succès des efforts entrepris par les autorités italiennes ne pourrait être assuré que par la mise en place d'une politique d'ensemble des revenus et par un aménagement substantiel du système actuel de l'échelle mobile des salaires.

En raison de l'ampleur qu'a revêtue la reprise économique en Italie au cours des derniers mois, le Comité monétaire voudrait, à l'occasion de ce rapport, souligner en particulier la nécessité d'éviter des accroissements de salaires et de traitements dépassant les progrès de la productivité. Il serait en outre nécessaire d'observer une grande prudence dans la gestion budgétaire, afin d'éviter qu'une expansion trop rapide des dépenses ne contribue à ranimer, à la fin de 1966, les tensions inflationnistes qui avaient, dans les années passées, mis en danger l'équilibre économique. Il souligne en particulier que, dans la mesure où un accroissement des dépenses publiques est prévu, il serait souhaitable que celui-ci porte principalement sur les dépenses d'investissement plutôt que sur les dépenses de transfert et de consommation.

## PAYS-BAS

L'année 1965 a été caractérisée aux Pays-Bas par une poursuite de l'expansion économique, quoique à un rythme moins rapide qu'en 1964. Le produit national brut a augmenté en 1965 d'environ 5 % en volume contre 8,5 % en 1964.

Ce ralentissement est imputable au nombre moins élevé des jours effectifs de travail ainsi qu'aux conditions climatiques moins favorables qu'en 1964, année pendant laquelle une augmentation exceptionnelle de la production agricole avait été enregistrée. Abstraction faite de ces éléments accidentels, c'est en effet plutôt à une accélération qu'à un ralentissement du rythme d'expansion que l'on a assisté au cours de l'année écoulée. Aussi les tensions sur le marché du travail se sont-elles maintenues et l'indice du chômage n'a guère varié en 1965 par rapport à 1964. L'expansion de la demande intérieure, très marquée en 1964, s'est modérée en 1965. Ce développement moins rapide est imputable surtout au ralentissement de la demande de biens d'investissement, la formation brute de capital fixe ayant progressé en volume de 5,5 % contre 17 % en 1964. La formation des stocks a, de son côté, été nettement moins élevée qu'en 1964. Par contre, la progression des dépenses de consommation privée, qui était de 5,5 % en volume en 1964, a été plus forte encore en 1965 bien

que l'accroissement de la masse des salaires et des traitements distribués ait été moindre en 1965 (14% contre 19% en 1964). Cette progression reflète pour une part des achats anticipés très importants en prévision de la majoration des impôts indirects qui devait entrer en vigueur le 1er janvier 1966.

Des hausses assez fortes de prix ont été enregistrées à la suite notamment de l'augmentation des coûts de travail. La hausse des prix à la consommation, qui a atteint 4,5% environ contre 6,5% en 1964, a été, pour la deuxième année consécutive, la plus importante de toute la Communauté.

Grâce notamment à une réduction du déficit de la balance commerciale (environ 3,9 milliards de Fl. contre 4,5 milliards en 1964) imputable en premier lieu au ralentissement des importations de marchandises (ralentissement qui reflétait surtout une augmentation moins rapide des stocks), la balance des paiements courants (sur la base des transactions) a laissé un excédent très faible, de l'ordre de 50 millions de florins selon des données provisoires alors qu'en 1964 elle s'était soldée par un déficit de 713 millions. Toutefois l'excédent enregistré en 1964 au titre des opérations en capital a fait place à un déficit en 1965; la balance globale s'est finalement soldée par un déficit de 714 millions comparé à un surplus de 213 millions de florins en 1964. Ce déficit est imputable, en grande partie, à un accroissement des crédits accordés par les banques commerciales de l'ordre de 527 millions de florins alors qu'en 1964 le volume de ces crédits n'avait pratiquement pas changé.

Les réserves d'or et de devises de la banque centrale ont diminué de 71 millions de florins tandis que la position nette des Pays-Bas à l'égard du Fonds monétaire international s'est améliorée de 338 millions de florins. Dans la même période, la position en devises des banques commerciales s'est détériorée de 974 millions de florins.

Le développement des crédits bancaires à court terme soumis au contrôle de la banque centrale a été de 10% entre le début et la fin de l'année, restant ainsi dans les limites prescrites. L'expansion des concours à moyen terme et des investissements de portefeuille des banques a dépassé, notamment pendant le premier semestre, l'augmentation des exigences bancaires à moyen et à long terme. Afin d'arrêter cette évolution et de rendre le contrôle des crédits plus efficace, la Nederlandsche Bank a passé un accord amiable avec les banques. Les premiers résultats de cette entente sont satisfaisants.

Le budget de l'Etat a eu un effet nettement plus expansionniste qu'il était initialement prévu, le déficit a été de l'ordre de 1,5 milliard de florins (1,8 milliard, abstraction faite de certaines recettes extraordinaires) alors qu'il ne devait pas dépasser 900 millions de florins selon les estimations du début de l'exercice. Pour l'année 1966, le budget néerlandais est de nouveau caractérisé par une augmentation sensible des dépenses, de l'ordre de 11% par rapport aux charges effectives probables de 1965. Les recettes

budgétaires progresseraient toutefois plus rapidement encore, à la suite de l'adoption de nouvelles mesures fiscales. Le déficit budgétaire serait dans ces conditions ramené à environ 1,1 milliard de florins.

Le Comité monétaire avait, à l'occasion de l'examen de la situation des Pays-Bas auquel il a procédé au début de l'été, constaté que, compte tenu des données dont il disposait à ce moment, le retour à l'équilibre, envisagé pour 1965 dans son précédent rapport, ne saurait intervenir au plus tôt qu'en 1966. Il avait souligné la nécessité d'une observation plus stricte des recommandations du Conseil, étant donné que la progression des dépenses budgétaires continuait à dépasser très nettement la norme de 5% préconisée par le Conseil de la CEE dans sa recommandation du 14 avril 1964. Dans ce contexte, il avait rappelé la nécessité pour les autorités de maintenir leur vigilance à l'égard des collectivités locales dont les dépenses semblent avoir tendance assez souvent à dépasser les prévisions. Dans l'immédiat, c'était à la politique monétaire, et notamment à la politique du crédit, qu'il reviendrait principalement d'exercer l'action restrictive nécessaire pour atteindre l'objectif précité. Il avait noté avec satisfaction le renforcement de l'efficacité de l'encadrement du crédit par la mise au point de l'accord relatif aux concours à moyen terme et aux investissements de portefeuille du système bancaire. Néanmoins, le Comité avait fait ressortir que l'on ne saurait s'en remettre durablement à la seule politique monétaire pour endiguer les pressions inflationnistes et qu'un recours accru à l'instrument budgétaire devrait également contribuer au rétablissement de l'équilibre interne.

Il n'en reste pas moins que, lorsque la phase actuelle de réadaptation sera achevée, l'équilibre retrouvé ne pourra être durablement maintenu que pour autant que les autorités néerlandaises parviendront à pratiquer une politique des revenus efficace.

## BELGIQUE

Après une période de fortes tensions inflationnistes, l'orientation de l'économie belge vers un meilleur équilibre, qui se dessinait dès l'automne de 1964, s'est maintenue au cours de l'année 1965.

Le produit national brut à prix constants a progressé de 3% environ contre plus de 5% en 1964. La modération du rythme de progression de l'activité économique résulte d'un ralentissement sensible de l'expansion de la production. Celui-ci est imputable à un affaiblissement de la demande de biens d'investissement et de celle de certains autres produits, notamment les textiles et le charbon. Il est dû également à une diminution de la production agricole et à un recul de l'activité dans la construction, en partie du fait des conditions climatiques. Il reflète enfin certaines pénuries de main-d'œuvre.



La mise en œuvre d'une politique d'atténuation des tensions conjoncturelles au cours de 1964 a porté sur tous les éléments de la demande intérieure, à l'exception de la consommation publique qui a connu une croissance importante. La formation brute de capital fixe est demeurée pratiquement constante en volume, tandis que la consommation privée s'est accrue de 7,5% en valeur et de 3% en volume. La demande étrangère a progressé de 10,5% contre 16,4% en 1964.

L'évolution de la balance commerciale et celle des services ont permis, à partir de la fin du troisième trimestre de 1964, d'enregistrer des excédents substantiels au titre des paiements courants. Pour l'année entière, la balance des paiements courants de l'UEBL s'est soldée par un excédent d'environ 7,1 milliards de francs. Les avoirs extérieurs nets de la Banque nationale ont augmenté de 8 milliards de francs, y compris la variation de la position nette vis-à-vis du Fonds monétaire international.

Toutefois, l'équilibre interne n'a pu être encore entièrement rétabli. Si l'on a pu constater un arrêt de la hausse des prix de gros des produits industriels, celle des prix de détail s'est maintenue. Ainsi l'indice des prix de détail qui, au quatrième trimestre de 1964, avait dépassé de 4,3% le niveau de la période correspondante de 1963, se situait au quatrième trimestre de 1965 à un niveau supérieur de près de 4% à celui enregistré à la même période de l'année précédente. Cette hausse a provoqué à trois reprises, depuis le milieu de 1964, l'entrée en jeu des mécanismes de l'échelle mobile. Compte tenu en outre des majorations conventionnelles de salaires et des accroissements des charges sociales patronales, l'indice du coût horaire de la main-d'œuvre dans l'industrie manufacturière a progressé entre juin 1963 et juin 1964 de près de 12% et entre juin 1964 et juin 1965 de 12,6%. Dans ces conditions, l'ordre de grandeur de la hausse des coûts salariaux par unité produite, intervenue entre le premier semestre de 1964 et le premier semestre de 1965, peut être chiffré approximativement à 6%.

En raison du ralentissement de l'expansion économique, les autorités monétaires belges ont, en juillet 1965, assoupli les mesures restrictives mises en place en 1964 dans le domaine du crédit. Les limitations quantitatives précises recommandées aux banques ont été suspendues jusqu'à nouvel avis. A partir du 15 juillet 1965, l'application du coefficient de réserve monétaire n'a plus été prorogée. Le principe de la modération du crédit reste toutefois maintenu.

L'évolution des dépenses publiques a particulièrement retenu l'attention du Comité monétaire à l'occasion de l'examen de la situation monétaire et financière de la Belgique auquel il a procédé au cours de l'automne dernier. En effet, à un excédent au titre des opérations courantes a succédé un déficit notable en 1965, reflétant une progression des dépenses bien supérieure à la norme recommandée par le Conseil. En outre, une partie du déficit a été financée par un recours à des moyens monétaires. Il a donc paru indispensable au Comité monétaire que les autorités belges

fassent un nouvel effort en vue de restreindre, dans toute la mesure du possible, l'expansion des dépenses de l'Etat et des organismes parastatistiques et pour réduire la dette à court terme.

A plus long terme, et dans le cadre de la réforme des structures de l'économie belge, un élargissement des dépenses d'investissement paraît indispensable pour réaliser les objectifs de croissance du produit national brut de l'ordre de 4% à moyen terme tout en préservant un équilibre satisfaisant sur le plan interne et externe. Aussi le Comité monétaire avait-il rappelé la recommandation, faite dans son rapport annuel précédent, que les autorités belges devraient essayer, dans les années qui suivent, d'assurer un excédent au titre des opérations budgétaires courantes pour permettre le financement progressif d'une part croissante des dépenses publiques d'investissement. Le Comité avait par ailleurs été d'avis que l'évolution, pendant la période sous revue, confirmait la nécessité d'une réforme de la structure et des méthodes de financement des dépenses publiques dont il avait, à plusieurs reprises déjà, souligné le caractère indispensable.

## LUXEMBOURG

L'évolution économique au Luxembourg a été caractérisée en 1965 par un ralentissement marqué de l'expansion. La progression du produit national brut en termes réels n'a atteint que 1,5% contre 6,5% en 1964. Ce ralentissement est imputable à un développement nettement moins rapide des exportations (4,5% contre 13%), notamment de produits sidérurgiques, au recul du volume des investissements publics et à la politique restrictive de crédit de la Caisse d'épargne de l'Etat, qui a affecté surtout le secteur de la construction privée. Par ailleurs, le ralentissement des investissements des industries traditionnelles a coïncidé avec la fin du programme d'investissement de quelques nouvelles entreprises qui s'étaient implantées au grand-duché de Luxembourg. Cette évolution a également affecté la progression des revenus des ménages ce qui a entraîné une atténuation de la demande de biens de consommation, notamment de biens durables. Les prix ont continué à augmenter, principalement à la suite de la hausse générale des coûts et de celle des prix des produits alimentaires. Cette dernière reflétait en premier lieu la réduction partielle des subventions accordées aux agriculteurs. Comme en 1964, les hausses de prix ont provoqué à deux reprises au cours de l'année (juillet et décembre) l'application des clauses de l'échelle mobile des salaires.

Le budget de l'Etat pour 1965 prévoyait des dépenses inférieures au total des dépenses effectives de 1964; elles ont néanmoins dépassé le niveau de 1964 qui était déjà particulièrement élevé et supérieur de 20% à celui de 1963. Malgré l'accalmie conjoncturelle en 1965, les recettes ont toutefois également dépassé le chiffre prévu, sous l'effet notamment de l'incidence plus marquée en 1965 qu'en 1964 de la majoration de certains impôts et tarifs publics, intervenue en 1964.

Si le financement du déficit budgétaire de 1965 n'avait pas rencontré de grandes difficultés en raison du recours fait en premier lieu aux avoirs du Trésor et plus récemment au marché des capitaux, la situation risque de se présenter en 1966 sous un jour moins favorable. L'équilibre du budget ordinaire paraît pouvoir être assuré, mais le développement des investissements publics, tel qu'il est prévu, entraînera sans doute un déficit global plus important qu'en 1965. Le recours accru à l'emprunt, qui paraît s'imposer dans ces conditions, risque d'accroître encore le resserrement du marché des capitaux qui est déjà mis à contribution par les importants appels du secteur privé, et plus spécialement pour satisfaire les besoins des industries nouvelles dont le financement était antérieurement assuré à l'étranger. De plus, on a constaté une certaine préférence de l'épargne luxembourgeoise pour des placements à l'étranger par suite notamment des niveaux relativement bas des taux d'intérêt pratiqués au Luxembourg.

Compte tenu de ces difficultés, le Comité monétaire avait, à l'occasion de l'examen de la situation économique et financière du Luxembourg auquel il a procédé au cours de l'automne dernier, été d'avis que des efforts accrus devraient être faits en vue de réduire, dans toute la mesure du possible, le déficit des opérations des administrations publiques en 1966. En tout état de cause le Comité préconisait que le déficit qui subsisterait éventuellement soit financé par des moyens non monétaires.

Enfin, une certaine révision de la politique des taux d'intérêt, destinée à conférer une plus grande souplesse au marché de l'argent et des capitaux, lui a paru nécessaire afin de permettre une solution plus facile des problèmes de financement qui pourraient se présenter au cours de 1966.

## ANNEXE

### LISTE DES MEMBRES ET DES SUPPLEANTS DU COMITE MONETAIRE

#### Président :

Jonkheer Mr. E. van LENNEP      Thesaurier-generaal au ministère des finances  
(La Haye)

#### Vice-présidents :

M. B. CLAPPIER      Sous-gouverneur de la Banque de France (Paris)

Dr. O. EMMINGER      Mitglied des Direktoriums der Deutschen Bundesbank  
(Frankfort-sur-le-Main)

#### Membres :

M. P. BASTIAN      Commissaire du gouvernement (Luxembourg)

Dott. F. BOBBA      Directeur général des affaires économiques et financières - Commission de la CEE (Bruxelles)

M. A. de LATTRE  
(jusqu'au 27-4-1965)      Directeur des finances extérieures (Paris)

M. F. DE VOGHEL      Vice-gouverneur de la Banque Nationale de Belgique  
(Bruxelles)

M. T. de VRIES      Directeur à la direction générale des affaires économiques et financières - Commission de la CEE  
(Bruxelles)

M. M. D'HAENZE      Directeur général de l'administration de la trésorerie et de la dette publique - ministère des finances  
(Bruxelles)

Dr. R. GOCHT      Ministerialdirektor, Bundesministerium für Wirtschaft (Bonn)

M. J. HEINEN      Conseiller de direction à la Caisse d'épargne de l'Etat  
(Luxembourg)

Dott. R. OSSOLA      Capo del servizio studi di economia internazionale della Banca d'Italia (Rome)

M. M. PEROUSE (à partir du 27-4-1965)	Directeur du Trésor – ministère de l'économie et des finances (Paris)
Prof. G. STAMMATI	Direttore generale del Tesoro – Ministero del Tesoro (Rome)
Mr. J.H.O. graaf v. d. BOSCH	Directeur der Nederlandsche Bank NV (Amsterdam)

**Président des suppléants du Comité monétaire :**

Mr. A.W.R. baron MACKAY	Onderdirecteur der Nederlandsche Bank NV (Amsterdam)
-------------------------	--

**Suppléants :**

Dr. H. BONUS (jusqu'au 12-3-1965)	Ministerialdirigent, Bundesministerium der Finanzen (Bonn)
M. F. BOYER de la GIRODAY	Chef de division à la direction générale des affaires économiques et financières – Commission de la CEE (Bruxelles)
Dott. M. CARDINALI	Ispettore generale delle valute – Ministero del commercio estero (Rome)
Drs. S.N. EISMA (jusqu'au 15-10-1965)	Ministerie van Financiën (La Haye)
M. H. FOURNIER (jusqu'au 27-4-1965)	Directeur général des études et du crédit de la Banque de France (Paris)
Dott. L. FRONZONI	Délégué de la Banca d'Italia pour le Benelux (Bruxelles)
M. H. KOCH (à partir du 27-4-1965)	Directeur du service des études à la Banque de France (Paris)
M. R. LOMBA (jusqu'au 7-12-1965)	Directeur général à l'administration de la trésorerie et de la dette publique – ministère des finances (Bruxelles)
M. H. MARETSCH (à partir du 30-3-1965)	Ministerialrat, Bundesministerium der Finanzen (Bonn)
Prof. J. MERTENS de WILMARS	Onderdirecteur der Nationale Bank van België (Bruxelles)
M. MEULEMANS (à partir du 7-12-1965)	Ministère des finances (Bruxelles)

M. C. PIERRE-BROSSOLETTE	Directeur adjoint à la direction du Trésor – ministère de l'économie et des finances (Paris)
Dr. G. SCHLEIMINGER	Bankdirektor, Abteilungsleiter in der Deutschen Bundesbank (Francfort-sur-le-Main)
M. M. SCHMIT	Chef du service du budget (Luxembourg)
Dr. H. STEFFE	Directeur à la direction générale des affaires économiques et financières – Commission de la CEE (Bruxelles)
M. R. WEBER	Membre du comité de direction de la Caisse d'épargne de l'Etat (Luxembourg)
Drs. D.M.N. van WENSVEEN (à partir du 15-10-1965)	Ministerie van Financiën (La Haye)

**Secrétariat :**

M. R. de KERGORLAY  
M. G. LERMEN

