

I. 2. c. 19

# PERSPECTIVES

ORGANISATION DE COOPERATION ET DE DEVELOPPEMENT ECONOMIQUES

# ECONOMIQUES DE L'OCDE

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT

2

DÉCEMBRE 1967

B

ARCHIVES -  
RÉFÉRENCES  
- DOC. PRÊTÉ -  
RETOUR BUREAU 706

# PERSPECTIVES ECONOMIQUES DE L'OCDE

2

DÉCEMBRE 1967

ORGANISATION DE COOPÉRATION ET DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES

# TABLE DES MATIÈRES

Les perspectives économiques après la dévaluation de la livre sterling (vue d'ensemble) .....	3
---	---

## TENDANCES GÉNÉRALES DANS LES PAYS DE L'OCDE

LA DEMANDE ET LA PRODUCTION .....	7	Opérations invisibles courantes .....	30
La situation actuelle .....	7	Les effets de la fermeture du Canal de Suez..	31
Les perspectives pour 1968 .....	8	ÉVOLUTION MONÉTAIRE .....	32
Les perspectives dans les différents pays ....	9	Royaume-Uni .....	33
EXPANSION OU STABILITÉ DES PRIX .....	12	États-Unis.....	35
États-Unis.....	14	Japon.....	37
Canada .....	17	Canada .....	38
Japon.....	18	Italie .....	38
Italie .....	18	France.....	38
France.....	19	Allemagne.....	39
Allemagne.....	19	Les petits pays industrialisés .....	41
Royaume-Uni .....	20	MOUVEMENTS INTERNATIONAUX DE CAPITAUX ..	42
ECHANGES ET OPÉRATIONS INVISIBLES COURANTES	21	Fonds bancaires .....	42
Les importations de la zone de l'OCDE ....	21	Ensemble des mouvements de capitaux ....	43
Échanges de l'OCDE avec les pays tiers ....	23	L'ÉQUILIBRE DES BALANCES DES PAIEMENTS ....	46
Les exportations totales de la zone de l'OCDE	25	Les perspectives pour 1968 .....	48
Les balances commerciales.....	26		

## ÉVOLUTION DANS LES PRINCIPAUX PAYS

France .....	51	États-Unis.....	77
Allemagne.....	57	Canada .....	83
Italie .....	65	Japon .....	88
Royaume-Uni .....	70		

Annexe statistique : tableaux concernant les nouvelles émissions sur le marché des Euro-obligations et les nouvelles émissions étrangères d'obligations.....	93
--	----

Notes techniques .....	95
------------------------	----

## LÉGENDE

\$	Dollar des États-Unis	—	Sans objet
c	Cent des États-Unis	0	Nul ou négligeable
£	Livre sterling	I, II	Semestres
...	Donnée non disponible	T	Trimestres

# LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES APRÈS LA DÉVALUATION DE LA LIVRE STERLING

## Vue d'ensemble

*Le ralentissement de l'expansion que l'on observait au début de 1967 a pris fin. Au cours des douze mois à venir (plus exactement, du 2<sup>e</sup> semestre de 1967 au 2<sup>e</sup> semestre de 1968) le PNB global des pays de l'OCDE s'accroîtra vraisemblablement de plus de 4,5 %, au lieu de moins de 3 % pendant les douze mois précédents. Par voie de conséquence, le montant des importations de ces pays semble à présent devoir augmenter de 8 % au cours de la même période (contre moins de 4 % durant les douze mois précédents). L'accélération de la production et des échanges paraît reposer sur des assises plus solides en Amérique du Nord et au Japon qu'en Europe.*

*Le Royaume-Uni a dévalué sa monnaie de 14,3 % le 18 novembre et, parmi les pays qui ont fait de même dans les jours suivants, on compte quatre Membres de l'OCDE : le Danemark (7,9 %), l'Irlande (14,3 %), l'Espagne (16,7 %) et l'Islande (24,6 %). La part du Royaume-Uni dans les importations mondiales est de 9 %, tandis que celle des autres pays de l'OCDE qui ont dévalué est de 4 % (ce qui est également la part des pays non Membres de l'OCDE qui ont dévalué leur monnaie dans la seconde quinzaine de novembre).*

*On examinera ci-dessous les effets que ces dévaluations et les mesures d'ordre interne dont elles ont été assorties pourraient avoir sur l'évolution de la demande dans les autres pays, ainsi que sur la structure des échanges et des paiements internationaux.*

### LA DÉVALUATION DE LA LIVRE STERLING

*Le Royaume-Uni a pris la décision de dévaluer après que sa balance courante eut dégagé un déficit pour six des huit dernières années, à quoi s'ajoutaient, jusqu'à une époque récente, des sorties substantielles de capitaux à long terme. Le Gouvernement britannique avait travaillé, depuis 1964, à redresser le déséquilibre en réduisant la pression de la demande, en cherchant à contenir la hausse des prix et des revenus plus efficacement que ne le faisaient les pays concurrents et en prenant des mesures destinées à améliorer la productivité et les structures de l'économie. Il n'échappait pas qu'une action de cette nature demanderait du temps pour produire ses effets et que dans l'intervalle une aide extérieure serait nécessaire. Peu à peu, il apparut clairement que l'amélioration serait lente et les sacrifices, considérables. Après les mesures rigoureuses de 1966 la balance des paiements ne réagit que faiblement. Au début de l'été dernier, il était manifeste que le freinage de la demande menaçait de porter le chômage à un niveau inacceptable. On reconnaît généralement qu'il n'est pas possible de demander à un pays de laisser stagner indéfiniment sa demande au nom de l'équilibre de sa balance*

des paiements et qu'au-delà d'un certain point le recours à d'autres méthodes d'ajustement s'impose<sup>1</sup>.

Dans l'immédiat, l'important est que les autorités du Royaume-Uni fassent en sorte de maintenir un volant suffisant de ressources inutilisées pour permettre un accroissement considérable des exportations. La dévaluation a certes desserré les entraves d'ordre externe à l'expansion, mais les contraintes d'origine intérieure subsistent; et il sera sans doute nécessaire de veiller à ce que le rythme de l'expansion ne dépasse guère 3 % par an, chiffre auquel on estime le taux d'accroissement annuel de la capacité de production.

La dévaluation a conféré aux industriels britanniques un avantage net de l'ordre de 10 % sur le plan des prix. En admettant que les échanges extérieurs réagissent normalement aux modifications des coûts et des prix, les effets bénéfiques sur la balance commerciale du Royaume-Uni devraient être substantiels et ils pourraient même dépasser à terme l'amélioration de 500 millions de livres, ou 1,2 milliard de dollars, qui est l'objectif du Gouvernement. (Si l'on fait abstraction des achats d'avions militaires aux États-Unis et si l'on élimine l'influence de certains facteurs temporaires défavorables, la balance des paiements courants a probablement été à peu près équilibrée en 1967. La dévaluation pourrait donc la rendre excédentaire de plus de 1 milliard de dollars en 1969.)

Comme on le montrera dans la note plus détaillée qui est consacrée plus loin au Royaume-Uni (p. 70), la situation n'est pas seulement riche de possibilités pour ce pays; elle recèle aussi pour lui des dangers. L'amélioration escomptée de la balance courante pourrait absorber jusqu'à 2 % du PIB au cours des douze prochains mois. En l'absence d'un freinage rigoureux de la demande intérieure, une surchauffe risquerait donc de se produire, qui entraînerait un gonflement des revenus et des prix et ne tarderait pas à annuler l'avantage compétitif apporté par la dévaluation. Étant donné que les dépenses publiques et les investissements fixes semblent devoir s'accroître, il ne restera qu'une marge très réduite pour une éventuelle augmentation de la consommation privée. De l'avis général, l'objectif visé ne pourra être atteint que si les mesures restrictives dont la dévaluation de novembre a été assortie (voir p. 71) sont suivies, dans le prochain budget, de nouvelles et importantes mesures de restriction.

En Irlande, au Danemark et en Espagne, la dévaluation s'est aussi accompagnée de certaines mesures tendant à freiner la demande intérieure.

1. Dans le plus récent Rapport international publié sur ce sujet, il est dit tout d'abord :

Les pays à balance déficitaire devraient s'attacher à maintenir le rythme de progression des revenus dans la limite du taux d'accroissement de la productivité et, si possible, au-dessous de celui-ci. Les moyens à employer peuvent différer d'un pays à l'autre. Dans certains cas, il est possible de parvenir au résultat cherché en combinant la mise en œuvre d'une politique des revenus et l'adoption de mesures propres à favoriser l'amélioration de la productivité. Si cette action ne produit pas les résultats escomptés dans un délai acceptable, on aura peut-être intérêt à faciliter l'application de la politique des revenus par des mesures qui, tout en laissant subsister un niveau d'emploi raisonnable, tendront à réduire la pression exercée par la demande.

Vient alors l'observation suivante :

Il est toutefois généralement admis que l'on ne peut pas demander à un pays de laisser délibérément stagner sa demande pendant de longues périodes. Des cas peuvent se présenter dans lesquels la politique préconisée ci-dessus ne paraît pas devoir rétablir l'équilibre suffisamment vite et où il semble opportun par conséquent de modifier le taux de change.

Et les auteurs du Rapport d'ajouter :

On doit toutefois souligner que cette dernière mesure n'a de chances de réussir que si les conditions requises ont été préalablement réunies; il faut notamment que la marge de capacité de production inutilisée soit suffisante pour permettre une expansion des exportations, et que les responsables de la fixation des prix et des revenus acceptent de ne pas chercher à éluder, chacun dans leur sphère, les conséquences immédiates de la dévaluation.

Voir Les mécanismes d'ajustement des balances des paiements, un rapport du Groupe de Travail n° 3 du Comité de Politique Économique de l'OCDE, paragraphe 46, OCDE, Paris, août 1966.

## EFFETS SUR LES AUTRES PAYS

*Si elle est couronnée de succès, la dévaluation opérée au Royaume-Uni et ailleurs ne manquera pas de retentir sur l'état de la demande et sur la balance des paiements courants des pays qui n'ont pas dévalué. L'influence dépressive que l'opération monétaire britannique exercera sur la demande peut être mesurée par le transfert de ressources réelles auquel le Royaume-Uni devra procéder. Comme on l'a indiqué plus haut, ce transfert pourrait être de l'ordre de 2 % du PIB britannique au cours des douze mois à venir et, si la dévaluation répondait pleinement aux espoirs mis en elle, il pourrait aller jusqu'à avoisiner 2,5 milliards de dollars vers le milieu de 1969. Quantitativement, cela ne représente qu'une très faible fraction du PIB global des autres pays de l'OCDE, lequel s'est élevé à 1.270 milliards de dollars en 1966, et ce n'est pas non plus un montant bien important en comparaison de ce que sera sans doute l'accroissement annuel dudit PIB. Mais les effets seront inégalement répartis et pour certains pays ils ne seront pas négligeables.*

*Grosso modo, le volume des ventes à l'étranger des autres pays qui exportent principalement des articles manufacturés pourrait se trouver réduit de 1 à 1,5 % par rapport au niveau qu'il aurait atteint sans la dévaluation. Le pourcentage exact variera selon les pays en fonction de la place que le marché britannique occupe dans l'ensemble de leurs débouchés extérieurs et suivant que, dans le reste du monde, ils sont plus ou moins en concurrence avec le Royaume-Uni sur les mêmes marchés et pour l'écoulement des mêmes catégories de produits. D'une façon générale, les répercussions sur la demande globale pourraient être considérables dans des pays comme la Norvège et les Pays-Bas, où les exportations de biens et de services représentent de 40 à 50 % du PIB; par contre, elles devraient être presque négligeables dans le cas des États-Unis, pays où la proportion correspondante n'est que de 5,5 %.*

*Pour neutraliser ces répercussions, plusieurs des petits pays industriels européens, en particulier la Norvège, la Suède et les Pays-Bas, se verront donc peut-être amenés à prendre des mesures expansionnistes, à partir du moment où un renversement de la balance du Royaume-Uni de l'ordre de grandeur envisagé commencera à se produire. Pour l'Allemagne et la France la situation est moins nette. Bien que dans ces deux pays la demande intérieure ait quelque peu repris au cours des derniers mois, il n'est pas sûr que l'expansion continue de s'y accélérer tout au long de 1968. Dans leur cas, les effets directs des dévaluations seront sans doute faibles; mais l'optimisme relatif des chefs d'entreprise pourrait être indirectement ébranlé par les remous que l'on observe sur les marchés cambistes et financiers internationaux et, si cette dégradation du climat psychologique se confirmait, il pourrait être nécessaire de revoir les projets budgétaires actuels.*

## ÉQUILIBRE DES BALANCES DE PAIEMENTS

*La physionomie des paiements extérieurs des pays de l'OCDE sera, de toute évidence, considérablement altérée du fait des dévaluations qui sont intervenues. Toutefois, les balances des paiements courants des pays qui n'ont pas dévalué seront moins touchées que ne le sera le niveau de leur demande intérieure, car les changements de parité ont modifié à leur avantage les termes de l'échange. Aussi estime-t-on que sous l'effet de la dévaluation du sterling (qui est l'élément le plus important à cet égard) les balances courantes des autres pays pourraient se dégrader au total de 1,25 à 1,50 milliard de dollars au cours des dix-huit prochains mois.*

*Un montant de cet ordre de grandeur, réparti entre les autres pays industriels de l'OCDE, ne causerait pas en lui-même de graves problèmes. Mais l'ampleur de la détérioration sera vraisemblablement assez inégale, et il est possible en outre que les répercussions sur les mouvements internationaux de capitaux soient considérables. D'abord, on devrait assister à un reflux des fonds hautement instables qui avaient été massivement retirés de Londres dans les mois ayant précédé la dévaluation. A plus*

longue échéance, il devrait se produire un regain progressif de confiance dans la livre sterling, qui pourrait avoir finalement une profonde influence sur les autres catégories de mouvements de capitaux et, en particulier, sur les investissements directs. Par son action conjointe sur les opérations courantes et les opérations en capital, la dévaluation pourrait donc en arriver à réduire substantiellement les excédents globaux des autres pays et amener certains de ceux-ci à enregistrer, au moins temporairement, des déficits. Si cette éventualité se réalisait, et si cela conduisait de nombreux gouvernements à réduire la demande intérieure pour protéger la balance des paiements de leur pays, ce pourrait être le premier signe incontestable d'une insuffisance généralisée des réserves mondiales.

### CONSÉQUENCES MONÉTAIRES

Avant la dévaluation, les autorités monétaires britanniques se trouvaient en présence d'une demande intérieure relativement faible, mais la fragilité de la balance des paiements les obligeait à essayer de contrecarrer la force d'attraction qu'exerçait la hausse des taux d'intérêt enregistrée aux États-Unis. La situation est aujourd'hui radicalement différente. Des restrictions monétaires s'imposent pour permettre aux mesures prises sur le plan budgétaire de contenir plus aisément la progression de la demande intérieure dans les limites requises, qui sont fort étroites; de plus, le maintien de taux d'intérêt assez élevés aidera à renforcer la confiance dans la nouvelle parité. Les autorités s'attacheront sans aucun doute à « neutraliser » le plus possible les effets monétaires internes des importantes entrées de capitaux qui risquent à présent de se produire, de façon à rester étroitement maîtresses de la création de liquidités intérieures et à empêcher une baisse trop rapide des taux (voir plus loin pp. 33).

Le Royaume-Uni est donc actuellement, comme les États-Unis, un pays où, pour des raisons d'ordre à la fois intérieur et extérieur, il conviendrait que les taux d'intérêt restent relativement élevés. Inversement, les mêmes considérations font que, dans la plupart des autres pays européens, il serait nécessaire de les maintenir à un bas niveau et, dans le cas des taux à long terme en particulier, de continuer à faire effort pour les abaisser davantage. Une semblable structure internationale des taux d'intérêt serait en outre souhaitable pour entretenir la confiance dans le système monétaire international. Celui-ci a forcément été ébranlé par la dévaluation de la livre sterling; mais, si des politiques appropriées sont mises en œuvre, cette dévaluation aura permis d'éliminer un des principaux facteurs de l'instabilité monétaire internationale.

Dans les sections qui suivent, on essaiera de dégager les perspectives qui s'offrent pour 1968 dans l'ensemble de la zone de l'OCDE, en tenant compte autant que possible des conséquences de la dévaluation de la livre sterling et des autres monnaies. On examinera également (pp. 12 à 21) les avantages qu'a comportés en 1967 la réduction de la pression de la demande et les inconvénients qui en ont été la rançon. On retracera ensuite (pp. 32 à 41) l'évolution monétaire qui a conduit au renversement de la tendance antérieure à la baisse des taux d'intérêt. Enfin, dans une dernière section (pp. 51 à 92), on étudiera plus en détail la situation et les perspectives d'évolution de l'économie des sept grands pays.

2 décembre 1967.

# TENDANCES GÉNÉRALES DANS LES PAYS DE L'OCDE

## DEMANDE ET PRODUCTION

### La situation actuelle

La stagnation de la production industrielle dans les pays de l'OCDE a pris fin au cours de l'été 1967 (voir graphique A). Aux États-Unis, après une période de recul de six mois à peine, la production industrielle a repris son expansion en juillet et, si l'on néglige le recul temporaire provoqué par la grève de l'industrie automobile, la tendance fondamentale est restée ascendante. Un autre renversement de tendance s'est produit en Allemagne au début de l'été, après une régression prononcée qui durait depuis environ un an. Au Royaume-Uni, avant la dévaluation la tendance n'était pas très nette mais, dans ce pays aussi il semble que la progression soit devenue plus forte depuis l'été. Au Canada, il y a eu une reprise gra-

duelle et au Japon la progression est restée très forte. En France, la production industrielle a cessé de diminuer au cours de l'été et a légèrement augmenté depuis. En Italie, il se peut que le rythme rapide de l'expansion se soit quelque peu ralenti. En raison notamment de la stagnation persistante dans les petits pays, le rythme de l'expansion industrielle paraît être un peu plus lent en Europe que dans le reste de la zone de l'OCDE.

Il semble que les importations des pays de l'OCDE n'aient repris leur progression qu'après un délai de plusieurs mois tant en raison de la fermeture du canal de Suez, que, plus récemment, des grèves au Royaume-Uni.

Les statistiques de la comptabilité nationale donnent de la production et de la demande au second semestre de 1967 (voir tableau 1) une image qui ne

GRAPHIQUE A

### PRODUCTION ET IMPORTATIONS DE L'O.C.D.E. AU COURS DES CYCLES DE 1966-67, 1960-61 ET 1957-58

Moyennes mobiles de trois mois, indices mensuels, moyenne des extrêmes de chaque période = 100  
(Échelle semi-logarithmique)

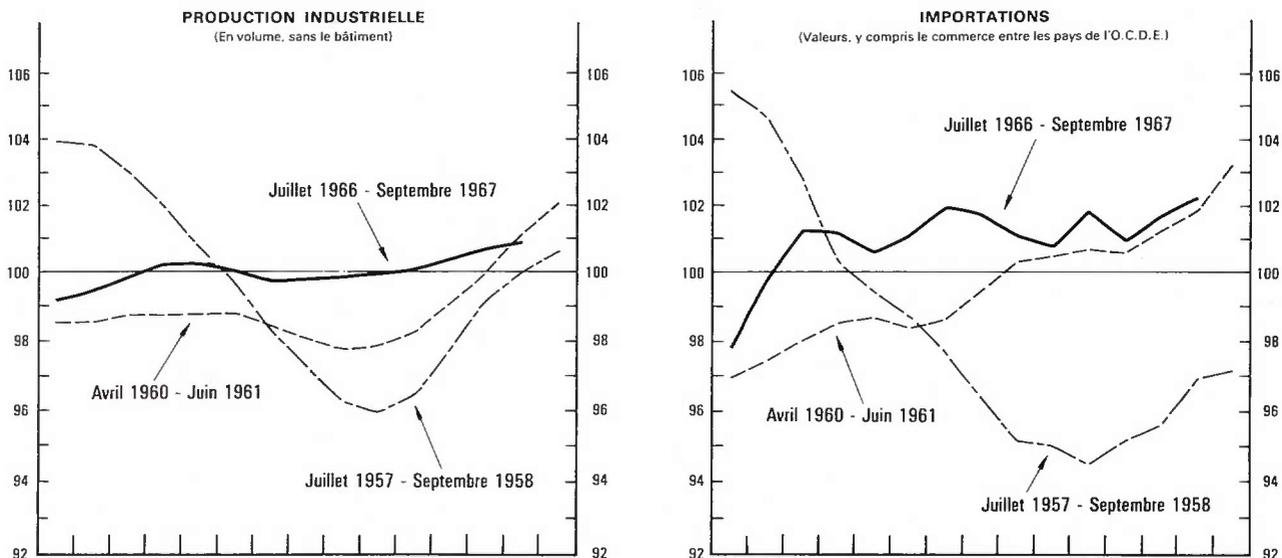


TABLEAU I.

## Produit et demande intérieure, en volume

Pourcentages de variation désaisonnalisés, taux annuels  
Estimations et prévisions

PIB = Produit intérieur brut.  
PNB = Produit national brut.  
DI = Demande intérieure (compte tenu du mouvement de stocks).

a) Les chiffres relatifs aux semestres représentent la variation, désaisonnalisée, par rapport au semestre précédent (par ex. 1967 I par rapport à 1966 II) exprimée à un taux annuel composé (par ex. un accroissement réel de 3 % entre deux semestres correspond à un accroissement de 6,1 % au taux annuels).

b) PIB des pays membres en 1966, converti en dollars aux taux de change en vigueur.

c) Ces chiffres ne constituent pas une prévision au sens habituel. Voir la note sur le Royaume-Uni.

d) Bien que l'excédent de la balance des paiements courants de l'ensemble de la zone de l'OCDE avec le reste du monde ait nettement augmenté pendant le second semestre de 1966 et se soit de nouveau accru pendant la première moitié de 1967 (alors qu'il s'était détérioré pendant la période précédente), les variations qu'il a subies sont trop peu importantes pour modifier le taux de croissance de la production de l'ensemble de la zone. De ce fait, la moyenne pondérée des taux de variation de la demande intérieure dans les différents pays de l'OCDE est à peu près égale au taux de variation de leur PIB global.

		Pondé- ration 1966 <sup>b</sup>	Par rapport à l'année précédente			Par rapport au précédent semestre <sup>a</sup>		
			1966	1967	1968	1966 II	1967 I	1967 II
États-Unis	PNB	52,2	5,8	2½	4½	3,3	1,4	4
	DI		6,2	2½	4½	3,8	1,4	4
Canada	PNB	3,7	5,9	2½	4	0,8	3,1	3½
	DI		6,7	2	4½	3 0	-0,1	5
France	PIB	7,0	4,9	3¾	4½	3,9	3,6	3¾
	DI		5,5	4	4½	5,7	3,0	4
Allemagne	PIB	8,3	2,4	-1	3½	0,8	-3,4	3
	DI		1,0	-3	3	-2,9	-6,0	3
Italie	PIB	4,3	5,4	5½	5	5,5	6,0	5
	DI		5,5	6½	6	6,3	6,1	6½
Royaume-Uni	PIB	7,2	1,6	1½	3 <sup>c</sup>	1	1½	2
	DI		1,4	2	1½ <sup>c</sup>	-1½	3½	2
Autres pays européens de l'OCDE	PIB	10,6	2,9	2¾	2½	2,8	2,7	2¾
Japon	PNB	6,7	9,7	12½	9	12,3	12,4	12
	DI		9,1	14	9	13,1	14,8	13
TOTAL OCDE	PIB = DI <sup>d</sup>	100,0	5,1	3	4½	3,5	2,3	4
<i>dont :</i>								
OCDE moins les États-Unis	PIB	47,8	4,3	3½	4½	3,8	3,3	4
OCDE Europe	PIB	37,4	3,2	2	3½	2,5	1,7	3
CEE	PIB	22,4	3,8	2¼	4	2,9	1,4	3½

diffère pas sensiblement de celle qui était suggérée dans le premier numéro de la brochure *Perspectives économiques*. Pour l'ensemble de l'OCDE, le taux annuel de croissance du PIB a probablement été voisin de 4 %, après une augmentation de 2 % seulement au cours du premier semestre. Sur l'ensemble de l'année 1967, la croissance atteindra sans doute 3 % et la valeur des importations accusera une augmentation d'environ 5 %. Ces taux, proches de ceux de 1961, sont nettement supérieurs à ceux que l'on avait enregistrés en 1958, lors de la dernière récession mondiale.

Le chômage a augmenté en Europe, passant d'un taux de 2 %<sup>1</sup> au milieu de l'année 1966 à environ 3 % au milieu de l'année 1967. La progression paraît avoir cessé depuis le début de l'été, le nombre de chômeurs ayant légèrement diminué en Allemagne (et probablement en Italie), s'étant virtuellement

stabilisé au Royaume-Uni et dans les petits pays industrialisés, et ayant augmenté plus lentement en France (graphique B). Aux États-Unis, le taux de chômage est demeuré au-dessous de 4 % jusqu'au mois d'août mais il a sensiblement augmenté en septembre et octobre.

### Les perspectives pour 1968

La reprise devrait s'accélérer en 1968, année sur l'ensemble de laquelle le taux de croissance annuel devrait atteindre 4 à 4,5 % dans la zone de l'OCDE. Ce taux résulterait d'une expansion de la demande intérieure plus rapide au Japon (9 %) et en Amérique du Nord (4,5 %) qu'en Europe occidentale (3,5 %). On peut s'attendre que les écarts entre les taux de croissance diminuent notablement en 1968 si l'on part de l'hypothèse que l'expansion prendra de l'ampleur en Allemagne, en France et dans un certain nombre des petits pays industrialisés, que la croissance s'accélérera quelque peu au Royaume-Uni, mais que la forte progression enregistrée en

1. C'est là une estimation approximative des taux de chômage que l'on relèverait dans les pays industrialisés si l'on utilisait les méthodes de mesures appliquées aux États-Unis. Pour plus de détails et de précisions, se reporter à la brochure *Perspectives économiques*, n° 1, juin 1967, pages 41 à 43.

Italie marquera un certain ralentissement. Après la dévaluation, la croissance de la demande intérieure au Royaume-Uni devra être contenue dans d'étroites limites; dans les autres pays d'Europe, la demande intérieure devrait être plus active sans toutefois atteindre le niveau prévu pour l'Amérique du Nord et le Japon.

Le retour à un taux de croissance plus normal dans la zone de l'OCDE semble être dû en grande partie à une augmentation plus rapide de la consommation privée, des investissements de l'État, de la construction de logements et des opérations de stockage. En revanche, après la quasi-stagnation de 1967, on ne peut escompter qu'une faible accélération des investissements productifs dans l'ensemble de la zone de l'OCDE, car dans un certain nombre de grands pays, la marge de capacité de production inemployée restera probablement appréciable.

Une forte expansion aux États-Unis au premier semestre 1968 pourrait soutenir la demande mondiale pendant une période transitoire assez critique. Mais une telle évolution, qui pourrait bien se produire si les propositions fiscales de l'Administration n'entraient pas en vigueur avant un certain temps et/ou si les dépenses militaires étaient à nouveau augmentées, compromettrait la stabilité des prix et aurait des répercussions défavorables sur la balance des paiements. Les mesures qui seraient prises alors pour atténuer de telles tensions, pourraient finalement aboutir à une contraction de la demande intérieure plus forte que celle qui s'était manifestée au début de 1967, ce qui aurait des répercussions considérables sur la situation internationale.

Comme on l'a vu plus haut, il est peu probable que la dévaluation de la livre sterling ait des effets déflationnistes prononcés et soudains sur la demande et la production des pays de l'OCDE. Mais comme elle s'est produite au début de la phase de reprise, elle risque fort d'avoir sur le climat des affaires particulièrement en Europe continentale, des répercussions psychologiques dépassant la portée réelle de l'opération. Il sera donc plus que jamais nécessaire que les pays intéressés suivent l'évolution de très près et révisent en cas de besoin leurs projets budgétaires pour 1968.

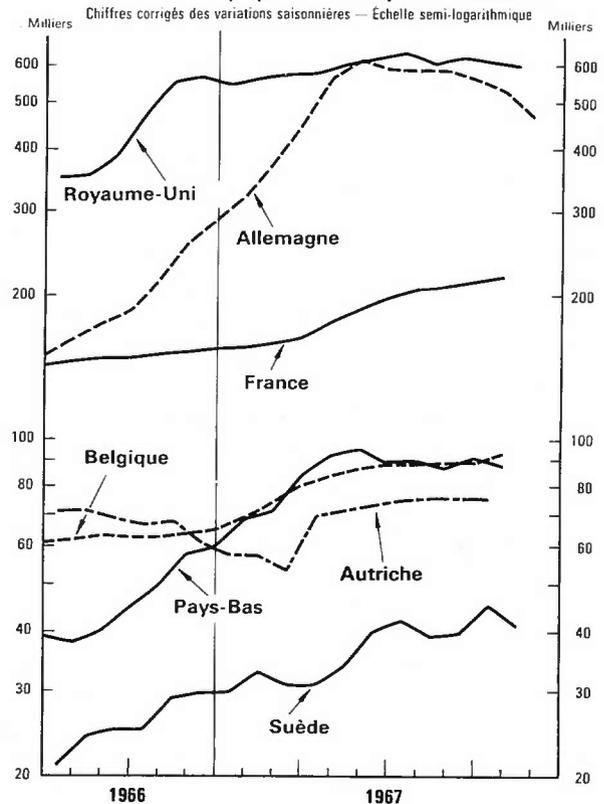
### Perspectives dans les différents pays

Les possibilités d'une expansion équilibrée aux États-Unis en 1968 dépendent en grande partie de l'évolution des dépenses militaires et du sort qui sera réservé aux propositions fiscales de l'Administration. A condition de n'être pas suivie de nouveaux conflits, la grève des usines Ford n'aura pro-

bablement pas beaucoup retardé la reprise de l'expansion. Les opérations de stockage ont repris récemment et il est possible qu'elles s'accroissent dans les mois à venir en prévision d'une grève dans l'industrie sidérurgique. La demande de logements est en forte augmentation et il est possible que le taux d'épargne diminue quelque peu dans le courant de l'année. Les taux d'utilisation de la capacité de production ont baissé et il est probable qu'ils n'augmenteront pas beaucoup dans le proche avenir mais les plans d'investissement des entreprises pourraient être révisés en hausse si la demande globale s'accroît fortement dans les mois à venir.

Bien que le marché du travail témoigne actuellement d'une certaine aisance et malgré les taux relativement faibles d'utilisation de la capacité de production, l'évolution récente des prix a été inquiétante et l'accord intervenu chez Ford laisse peut-être présager une nouvelle hausse du niveau des salaires fixés par convention collective. Comme les pressions exercées par la demande, sans prendre des proportions aussi fortes qu'à la fin de 1965 et du début de 1966, s'accroîtront très probablement en 1968, il sera peut-être difficile d'enrayer l'inflation par les coûts qui se produisent actuellement.

GRAPHIQUE B  
LE CHOMAGE  
dans certains pays de l'Europe occidentale



Même si la croissance du PNB ne dépasse pas 4,5 % et que l'on évite une surchauffe de l'économie intérieure, il est probable que la balance commerciale accusera une certaine détérioration, et la situation de la balance des paiements restera sans doute difficile. Cette évolution sera probablement due en partie à des facteurs cycliques puisqu'on prévoit une reprise modérée en Europe au cours de l'année prochaine. Il n'en reste pas moins qu'aggravée par les fortes dépenses en devises occasionnées par la guerre au Vietnam, elle risque de se traduire par un nouveau déficit substantiel des transactions non monétaires.

L'application intégrale des propositions fiscales de l'Administration — qui représenterait un prélèvement équivalent à 1,25 % du PNB — atténuerait le risque d'une pression excessive des coûts. Les autorités pourraient alors donner à la politique monétaire l'orientation voulue pour assurer l'équilibre de l'économie et prendre toutes mesures appropriées pour maintenir la confiance après les perturbations provoquées par la dévaluation de la livre sterling et les remous qui ont suivi sur les marchés de l'or. Mais si le Congrès ne vote pas l'ensemble du programme fiscal, ou d'autres mesures qui auraient une incidence semblable sur la demande, un net durcissement de la politique monétaire sera nécessaire. Si l'on fait peser principalement sur la politique monétaire l'effort de régulation de la demande, il pourrait en résulter des distorsions semblables à celles qui étaient apparues en 1966, en particulier dans le secteur de la construction résidentielle et il pourrait également en résulter de sérieux déséquilibres dans la situation des paiements internationaux des autres pays, notamment celle du Japon.

Au Canada, des mesures budgétaires ont été mises en œuvre afin de freiner la reprise attendue de la demande, en raison de la situation préoccupante des salaires et des prix. La construction de logements augmente fortement et la demande globale sera stimulée par la reprise des opérations de stockage. Mais il se peut que la demande d'autres investissements ne reprenne que graduellement et la consommation sera freinée par les relèvements d'impôts. L'expansion de la demande sera probablement inférieure à celle de la capacité de production et il est à espérer que l'atténuation des pressions de la demande qui en résultera se traduira assez rapidement par une situation plus satisfaisante en matière de coûts et de prix. Il est probable toutefois que le déficit des paiements courants augmentera en raison de la clôture de l'exposition de Montréal et des résultats moins favorables qu'aura vraisemblablement l'accord d'Ottawa sur l'industrie automobile.

Au Japon, les mesures budgétaires et monétaires restrictives prises au cours du second trimestre 1967, et un ralentissement des opérations de stockage se traduiront peut-être, en 1968, par une certaine diminution des investissements productifs et donc de l'expansion globale. Mais on ne peut s'attendre à une amélioration sensible de la balance des paiements courants, et les transactions non monétaires se solderont par un déficit. Cependant comme celui de 1967, le déficit de 1968 sera dû dans une large mesure à d'importants facteurs temporaires, notamment au fait que la pression de la demande est plus forte au Japon que dans d'autres pays. Pour autant que l'on jugera nécessaire de prendre de nouvelles mesures afin de modérer l'accroissement de la demande intérieure, il semblerait préférable de faire appel à la politique budgétaire plutôt qu'à la politique monétaire, car l'expérience antérieure a montré qu'un recours presque exclusif à cette dernière risque d'avoir un effet par trop déflationniste.

Le contraste est frappant entre les perspectives qui s'offrent à l'Europe et les prévisions relatives à l'Amérique du Nord et au Japon où les pressions de la demande risquent de faire peser une menace sur la stabilité intérieure et/ou extérieure en 1968. L'Italie est le seul grand pays européen pour lequel on prévoit une progression rapide des investissements productifs et une expansion générale assez soutenue. Dans tous les autres grands pays, il semble peu probable que la reprise ou l'accélération de l'expansion réduise sensiblement la marge existante de ressources inemployées.

Les principaux facteurs qui laissent espérer une reprise de la demande et de la production en Allemagne au cours des prochains mois sont les deux budgets « éventuels », essentiellement destinés à encourager les investissements publics, la progression constante des exportations — qui risque toutefois d'être freinée par la dévaluation de la livre sterling — la stabilisation de l'emploi, et la cessation apparente des opérations de déstockage. Ces divers éléments, joints au regain d'optimisme récemment constaté dans les milieux d'affaires, à l'augmentation des bénéfices et au niveau relativement élevé des liquidités des entreprises, devraient suffire à soutenir la relance de l'expansion jusqu'au milieu de l'année 1968.

On ne peut cependant dire avec certitude si la reprise aura acquis un élan suffisant pour se poursuivre lorsque l'action des facteurs momentanés se sera éteinte et que le resserrement de la politique budgétaire prévu pour 1968 commencera à prendre effet. En outre, il se peut que la demande des consommateurs n'augmente pas beaucoup au cours de la première phase de la reprise, en raison d'une

part du ralentissement marqué des augmentations de salaires et d'autre part de la perspective d'une hausse autonome des prix à la consommation consécutive à la réforme de la fiscalité indirecte. A moins que de nouvelles mesures soient prises, on pourrait assister à un ralentissement progressif de l'expansion au second semestre de 1968 et le moment choisi pour mettre à exécution des mesures budgétaires à effets déflationnistes et visant à résoudre des problèmes à plus long terme, risque d'être malencontreux dans les conditions conjoncturelles.

Etant donné la situation généralement favorable des prix et des salaires et les perspectives d'une assez lente reprise de la demande intérieure, il est probable que l'excédent des paiements courants demeurera important tout au long de l'année 1968. Mais la persistance d'un assez ample mouvement de sorties de capitaux pourrait limiter les répercussions de cet excédent sur les autres pays.

En France, on prévoit dans l'immédiat un léger progrès de l'activité économique auquel contribueront un renforcement des stocks, une augmentation constante des dépenses publiques et le fait que le taux de l'épargne cessera à tout le moins d'augmenter. Mais il se peut que la reprise ne soit pas suffisamment forte pour empêcher un accroissement de la marge de capacité de production inemployée et une augmentation du chômage. Et la poursuite de la reprise durant toute l'année 1968 sera fonction dans une large mesure — indépendamment de l'expansion de la part prise par la France sur les marchés étrangers — de la tendance des dépenses des consommateurs. Il est possible que l'augmentation des revenus salariaux soit quelque peu freinée par la faiblesse du marché du travail qui pour des raisons démographiques persistera presque certainement. D'autre part, la hausse des prix à la consommation, pour des raisons en grande partie autonomes (relèvement de certains taux, tarifs et prix contrôlés par l'Etat et modifications dans l'application de la taxe à la valeur ajoutée) s'est accélérée au cours des derniers mois de 1967 et continuera probablement à s'accélérer. A moins que des mesures budgétaires compensatoires ne soient prises, ces facteurs pourraient provoquer un ralentissement de la demande des consommateurs. Et si les exportations, qui subiront les conséquences de la dévaluation de la livre sterling, n'augmentent pas rapidement à partir du début de 1968, l'expansion de la demande finale ne sera peut-être pas assez forte pour déterminer une augmentation durable des investissements productifs du secteur privé malgré l'amélioration de la trésorerie et des marges bénéficiaires des entreprises.

On peut s'attendre qu'en Italie, tous les éléments de la demande intérieure progressent régulièrement

tout au long de l'année 1968. Les perspectives de la demande étrangère sont plus imprécises. Jusqu'au milieu de 1967, l'Italie a réussi à accroître ses exportations à un rythme soutenu, améliorant très sensiblement ses réalisations alors que la situation du marché était très défavorable. Ces derniers mois, pourtant, les exportations semblent avoir cessé de progresser et certaines branches d'activité (les textiles notamment) ont déjà commencé à ressentir les effets de ce changement. Le raffermissement des marchés devrait entraîner, avec un certain retard, une reprise de la progression des exportations ; de fait, les réalisations de l'Italie en matière d'exportations ne devraient pas être très loin, en 1968 des brillants résultats atteints précédemment, à supposer même que la demande intérieure augmente de près de 6 %. Dans l'état actuel et prévisible du marché italien et européen du travail, un accroissement de 5 % du PIB italien en 1968 laisserait encore subsister une assez forte proportion de main-d'œuvre sous-employée. Une progression plus rapide pourrait toutefois se révéler très inopportune en raison des conséquences qu'elle aurait sur les prix et les salaires.

Le ralentissement de l'expansion qui avait commencé à se manifester dans les *petits pays industrialisés* au cours du second semestre de 1966 s'est fortement accentué pendant le premier semestre de 1967. Mais à voir l'évolution de l'économie en Allemagne, au Royaume-Uni et en Amérique du Nord, on aurait pu s'attendre à un freinage encore beaucoup plus prononcé de l'expansion. En fait la demande intérieure s'est maintenue — ou est en voie de revenir — à un taux d'accroissement raisonnable dans les pays scandinaves et en Irlande, et ces pays ont en même temps connu un redressement quelque peu surprenant de leur balance des paiements. La quasi-stagnation des exportations en Autriche, en Belgique, aux Pays-Bas et en Suisse s'est accompagnée d'une faible augmentation seulement de la demande intérieure dans les trois derniers pays<sup>1</sup> ;

1. Une évaluation approximative de la demande intérieure obtenue en corrigeant les variations de la production industrielle des variations de la balance commerciale, donne les résultats suivants :

	Variations en pourcentage d'un semestre à l'autre, taux annuel	
	1966 II 1966 I	1967 I 1966 II
Autriche	0,6	-3,0
Belgique	1,2	2,0
Pays-Bas	4,3	-0,2
Norvège	11,0	6,2
Suède	1,0	2,4
Suisse	4,0	1,2
TOTAL	3,0	1,2

en Autriche, la demande intérieure a apparemment accusé un léger fléchissement. Cependant comme le volume des importations est resté pratiquement constant depuis le début de 1967 dans presque tous les petits pays industrialisés (dans certains d'entre eux elles ont sensiblement diminué) la balance commerciale de l'ensemble de ces pays s'est améliorée au premier semestre de 1967, après une certaine détérioration au cours du second semestre de 1966.

La plupart des pays de ce groupe, à l'exception du Danemark et de la Norvège, ont assoupli dans une certaine mesure leur politique de régulation de la demande. Ces modifications jointes à l'amélioration prévue des tendances de la demande dans les grands pays de l'OCDE devrait normalement se tra-

duire par une amélioration graduelle des conditions de l'activité économique. Cependant plusieurs des petits pays pourraient se ressentir sérieusement des conséquences de la dévaluation de la livre (encore que l'effet de cette mesure puisse être atténué en Irlande et au Danemark qui ont également dévalué) et l'intensification générale de la concurrence étrangère pourra encore retarder la reprise. En conséquence, il faudra peut-être attendre un certain temps avant que les investissements productifs privés reprennent leur progression, notamment dans les pays où la demande intérieure a été nettement hésitante. Plusieurs pays de ce groupe ont sensiblement augmenté leurs réserves en 1967 et devraient être en mesure de continuer à appliquer une politique expansionniste de régulation de la demande.

## EXPANSION OU STABILITÉ DES PRIX

Pendant la première moitié de la décennie 1960-1970, l'Amérique du Nord avait souffert d'un chômage excessif et d'une sous-utilisation de sa capacité de production, tandis qu'en Europe le problème résidait dans l'excès des tensions inflationnistes. La seconde moitié de la décennie va-t-elle voir les remèdes mis en œuvre engendrer des excès en sens inverse ? Il est évidemment encore trop tôt pour se prononcer à ce sujet, mais les perspectives qui ont été esquissées plus haut pour 1968 pourraient le faire craindre. Le danger de voir l'évolution des salaires et des prix prendre une tournure inflationniste paraît menacer surtout l'Amérique du Nord et non les autres grands pays. Dans certains de ces derniers, comme aussi dans plusieurs des petits pays, le risque est au contraire que l'expansion ne reprenne pas avec assez de force pour assurer à plus longue échéance le plein emploi de la main-d'œuvre.

Le freinage de l'expansion observé en 1967 a été dû pour une très large part à l'action délibérée des pouvoirs publics qui, dans beaucoup de pays, ont jugé souhaitable de provoquer une « pause » ou l'ont laissée se produire, afin d'enrayer les tendances inflationnistes de l'économie ou de consolider la balance des paiements. Il était à craindre qu'une action de ce genre, intervenant simultanément dans un grand nombre de pays, ne déclenche un fléchissement cumulatif de l'activité dans l'ensemble de la zone de l'OCDE. Il semble maintenant à peu près certain que ce danger a été évité — en grande partie grâce à la promptre reprise de l'expansion aux États-

Unis et à la croissance rapide enregistrée au Japon et en Italie.

Le moment paraît donc venu d'examiner ce que l'on a gagné à agir ainsi et de quel prix les avantages obtenus ont été payés. L'étendue des succès que l'on a remportés dans la lutte contre l'inflation est difficile à apprécier. L'important est de savoir si le taux d'accroissement tendanciel des rémunérations a pu être aligné sur les progrès de la productivité et dans quelle mesure on est parvenu à mettre fin au climat général d'inflation et à la tendance à une hausse excessive des prix.

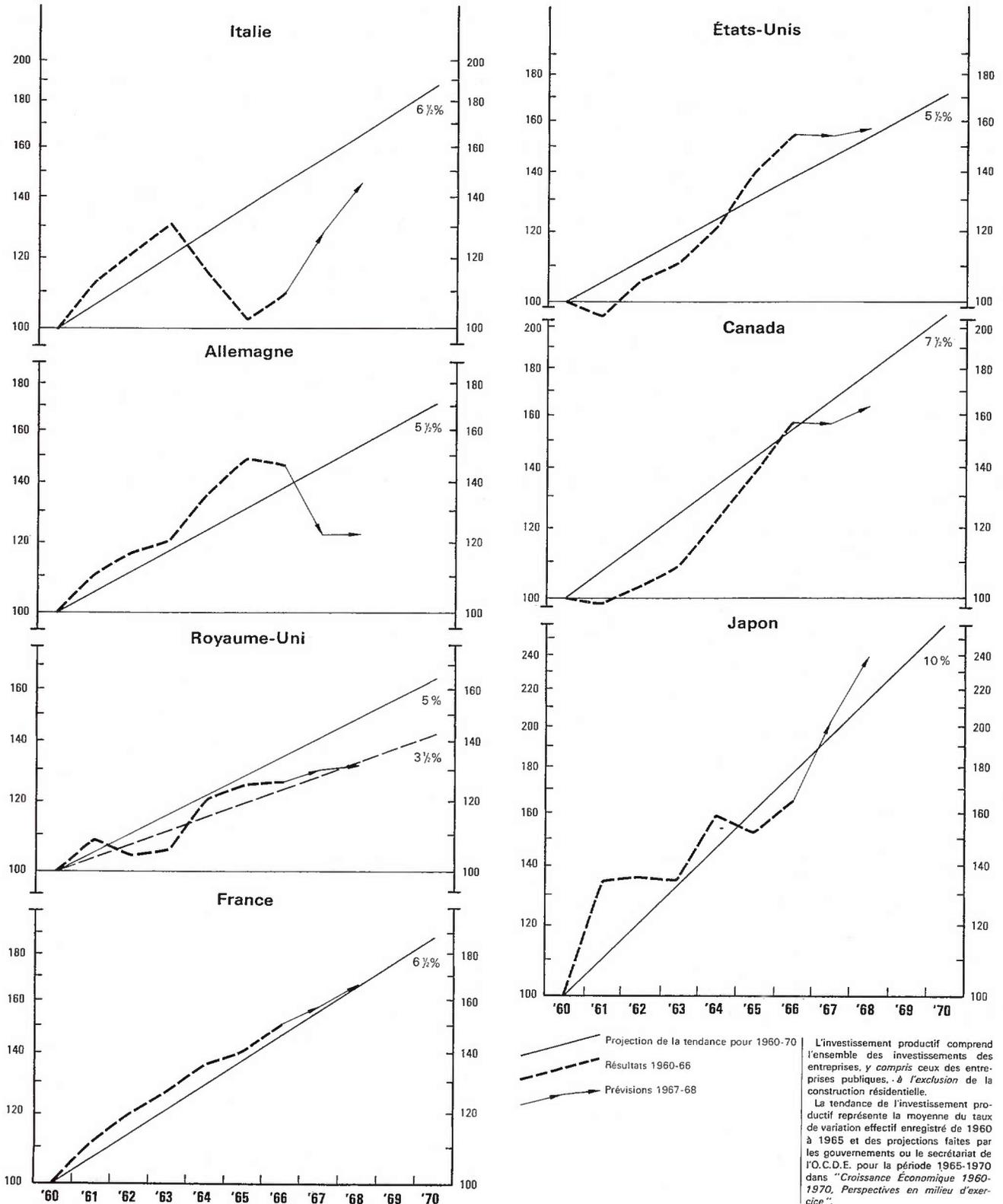
Quant à la rançon de cette politique, l'élément le plus évident en est le coût que l'augmentation du chômage représente pour la société. Dans le cas de l'Europe il faut aussi tenir compte des conséquences économiques et sociales qu'entraîne pour les pays du sud la réduction des possibilités d'emploi qu'une partie de leur main-d'œuvre trouvait dans les pays du nord. Ces coûts n'ont peut-être pas tous un caractère temporaire. Un certain nombre de pays européens semblent résolus à conserver un volant de ressources inutilisées sensiblement plus important que la faible marge dont ils disposaient dans la première moitié de la décennie. A cet égard on peut se demander si un effort suffisant est fait pour réduire le plus possible cette catégorie de coûts, notamment par l'application d'une politique active de main-d'œuvre<sup>1</sup>.

1. Voir aussi : S. REHN, « Politique de main-d'œuvre et le chômage en Europe », *L'Observateur de l'OCDE*, déc. 1967, pp. 15-18 et 27-30.

GRAPHIQUE C

L'INVESTISSEMENT PRODUCTIF DANS CERTAINS PAYS DE L'O.C.D.E., 1960-70

Projections, estimations et prévisions (Indices 1960 = 100)



L'investissement productif comprend l'ensemble des investissements des entreprises, y compris ceux des entreprises publiques, à l'exclusion de la construction résidentielle.

La tendance de l'investissement productif représente la moyenne du taux de variation effectif enregistré de 1960 à 1965 et des projections faites par les gouvernements ou le secrétariat de l'O.C.D.E. pour la période 1965-1970 dans "Croissance Économique 1960-1970, Perspectives en milieu d'exercice".

A côté des coûts sociaux, il en est d'autres qui tiennent au ralentissement des investissements productifs<sup>1</sup>. Dans l'ensemble de la zone de l'OCDE ces investissements semblent avoir augmenté de 1 % tout au plus en 1967 et être appelés à progresser d'environ 3 % en 1968 (contre 6 % en moyenne de 1960 à 1966). Bien que relativement léger, ce freinage des investissements productifs risque, par son incidence sur le parc de biens capitaux, d'hypothéquer les progrès futurs de la productivité, encore que dans l'état actuel des connaissances cet effet ne puisse guère être chiffré. Si l'expansion de la demande globale reprend à un rythme compatible avec la stabilité de l'emploi, les investissements rattraperont sans doute leur retard en longue période, mais ce rattrapage pourrait susciter lui-même des difficultés. Intervenant un ou deux ans après un recul sérieux des investissements productifs, le retour à un taux de croissance correspondant au plein emploi risquerait de se heurter à des insuffisances de la capacité de production et de déclencher une nouvelle fièvre d'investissement. Ce danger sera particulièrement sérieux dans les pays où le taux d'investissement était à l'origine peu élevé et/ou dont la population en âge de travailler s'accroît rapidement.

On examinera ci-dessous la situation telle qu'elle se présente actuellement dans les grands pays de l'OCDE. Dans les tableaux 2 et 3 on a récapitulé les tendances récentes des coûts et des prix. Le graphique C permet de comparer l'évolution des investissements productifs depuis 1960 (prévisions pour 1967 et 1968) avec le « sentier » que les investissements auraient dû ou devraient théoriquement suivre pour que la croissance s'accompagne du plein emploi<sup>2</sup>. Les tendances démographiques sont récapitulées au tableau 4.

### *Etats-Unis*

Les investissements productifs des entreprises américaines, qui venaient de passer par une phase d'expansion rapide se sont mis à plafonner au début de 1967 et l'on peut penser qu'après être restés à peu près stationnaires pendant quatre ou cinq trimestres, ils recommenceront à augmenter, lentement il est vrai, dans le courant de 1968. Si cette évolution se confirme, elle contrastera avec ce qui s'était passé jusqu'à présent lors des précédentes fluctuations cycliques de l'économie des Etats-Unis, puisqu'un rajustement des stocks de l'ampleur de celui qui est en cours était généralement suivi d'une baisse des investissements productifs de 6 à 16 % (graphique D). Si ce fait nouveau peut s'expliquer en partie par l'accroissement consi-

dérable des dépenses militaires, c'est cependant à la rapidité et à la souplesse avec laquelle les autorités ont réagi à l'évolution de la conjoncture qu'il faut l'attribuer au premier chef. Le prompt renversement de la politique monétaire a entraîné une reprise de la construction de logements qui a grandement contribué à soutenir la demande finale en 1967. La politique budgétaire, qui avait été conçue de façon à exercer un effet légèrement expansionniste au premier semestre, a en fin de compte stimulé l'économie plus qu'on ne le prévoyait au départ. De ce fait, la demande finale s'est fortement accrue, au lieu de plafonner ou de diminuer comme elle l'avait fait auparavant toutes les fois que le taux de la formation de stocks fléchissait brutalement.

La confiance des milieux d'affaires a été moins ébranlée que dans le passé. Les employeurs ont eu tendance à conserver leur personnel ; le chômage n'a que légèrement augmenté<sup>3</sup> et les revenus des particuliers ont continué de progresser assez rapidement. Le rajustement des stocks présentera sans doute lui-même l'originalité de ne pas se traduire par une diminution absolue du niveau des stocks.

Grâce à ce « réglage de précision » de leur politique économique, les Etats-Unis paraissent devoir sortir de la phase d'ajustement dans laquelle ils étaient entrés vers la fin de 1966, sans que leurs investissements productifs soient tombés au-dessous

1. On entend par là les investissements des entreprises, à l'exclusion de la construction de logements. Tout en n'étant pas rigoureusement comparables d'un pays à l'autre, les chiffres cités dans la présente section englobent en principe les investissements des entreprises nationalisées, mais excluent par contre les investissements de l'État.

2. Les estimations utilisées ici sont fondées sur des données tirées de l'étude publiée par l'OCDE en 1966, sous le titre *Croissance économique, 1960-70. Perspectives en milieu d'exercice*. Pour la France, l'Italie et le Royaume-Uni, les projections correspondent à celles des plans nationaux de ces pays. Toutefois, l'objectif prévu dans le plan du Royaume-Uni a été officiellement abandonné en 1966 et la seconde droite de tendance (celle du bas) a été calculée par l'Institut national de recherche économique et sociale, sur la base d'un taux de croissance du PIB de 3 % par an. Pour les autres pays, les projections n'ont pas de caractère officiel, bien que les gouvernements aient reconnu qu'elles donnaient une indication raisonnable des perspectives de croissance pour la seconde moitié de la décennie. Dans chaque cas, la droite de tendance portée sur le graphique représente la moyenne de l'accroissement effectivement réalisé de 1960 à 1965 et de celui qui, selon les projections des perspectives, devrait avoir lieu entre 1965 et 1970 pour que le taux « potentiel » de croissance du PIB soit atteint sur la période se terminant en 1970. En principe, l'aire sous la droite de la tendance représente les investissements productifs à effectuer entre 1960 et 1970 pour assurer en 1970 un équilibre économique s'accompagnant du plein emploi. Dans la pratique, les relations quantitatives entre les nouveaux investissements, le parc de biens capitaux et la productivité du travail sont très mal connues et on ne saurait voir dans ce graphique autre chose qu'une illustration de caractère très approximatif.

3. La nette recrudescence du chômage en septembre-octobre 1967 a été due dans une large mesure à la forte augmentation de l'offre de main-d'œuvre.

GRAPHIQUE D

**INDICATEURS SÉLECTIONNÉS**  
relatifs à cinq cycles de l'économie des États-Unis depuis la guerre

Chiffres corrigés des variations saisonnières

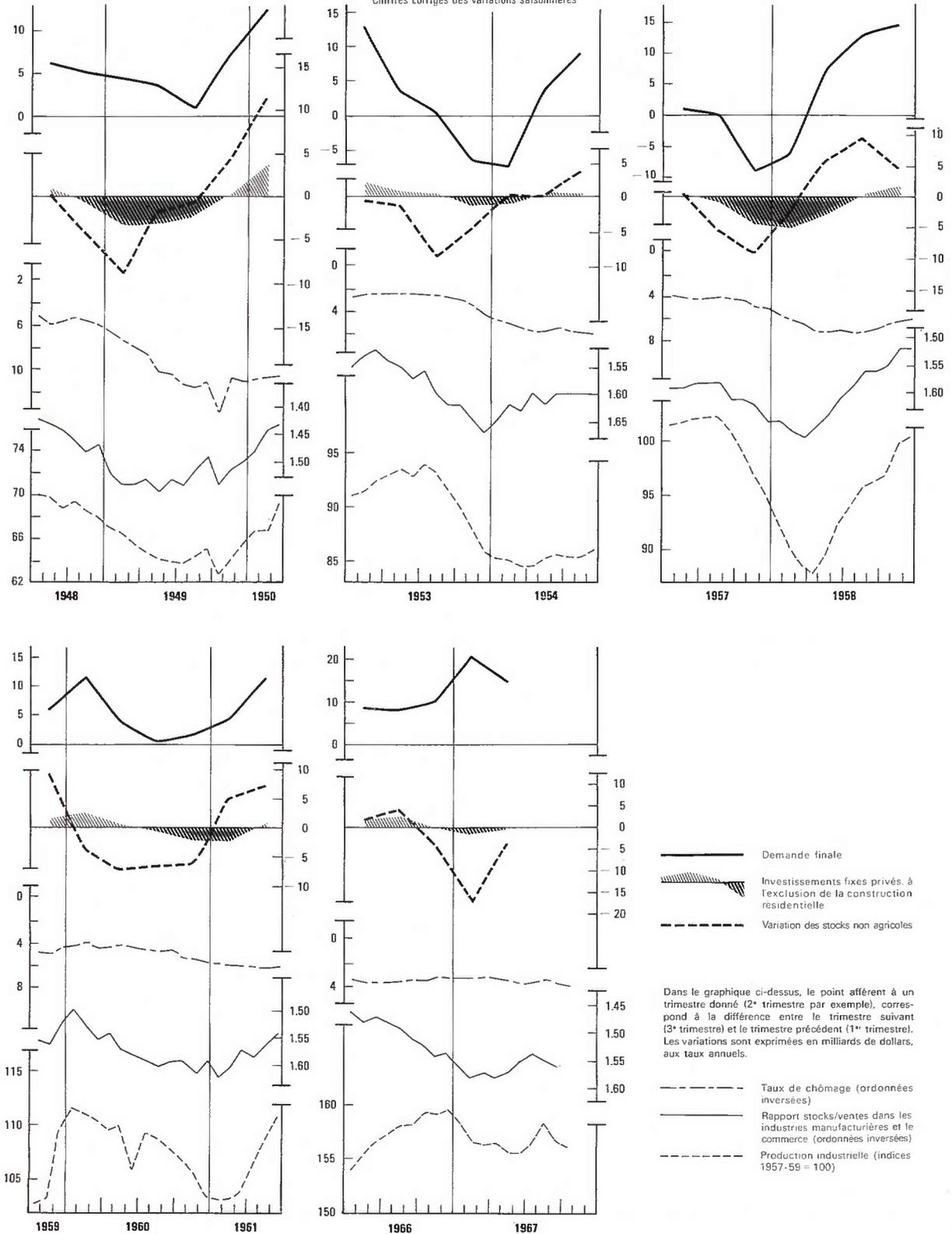


TABLEAU 2. Prix à la consommation

Pourcentages de variation

		1960-66 Moyenne	1965 à 1966	Douze derniers mois <sup>a</sup>
CANADA	A	2,0	3,7	3,8
	B	1,6	2,5	5,6
	C	0,3	1,1	4,9
ÉTATS-UNIS	A	1,5	2,9	2,6
	B	1,4	2,3	3,5
	C	0,7	1,4	2,8
JAPON	A	5,9	4,2	4,1
	B	5,5	5,4	3,2
	C	3,2	1,0	1,7
FRANCE	A	3,6	2,7	2,7
	B	3,1	2,6	3,6
	C	2,1	1,3	1,7
ALLEMAGNE	A	2,9	3,5	1,3
	B	3,2	4,1	2,3
	C	2,1	2,3	0,9
ITALIE	A	4,5	2,4	3,8
	B	4,8	2,6	5,4
	C <sup>b</sup>	3,4	1,3	1,4
ROYAUME-UNI	A	3,6	3,9	1,4
	B	3,6	4,2	1,8
	C	2,4	2,6	0,5
ENSEMBLE DES ARTICLES				
AUTRICHE		3,6	2,5	5,0
BELGIQUE		2,8	4,1	3,0
DANEMARK		5,6	6,9	4,9
ESPAGNE		6,9	6,4	7,1
GRÈCE		2,2	4,6	0,5
IRLANDE		4,0	3,0	2,3
ISLANDE		10,9	10,7	-1,6
NORVÈGE		4,0	3,3	4,6
PAYS-BAS		4,0	5,9	3,9
PORTUGAL		3,1	5,3	4,9
SUÈDE		4,1	5,8	4,5
SUISSE		3,5	4,8	4,0
TURQUIE		4,6	9,2	16,4

Note : A = ensemble des articles ; B = articles autres que l'alimentation et les boissons ; C = articles autres que l'alimentation et les boissons et à l'exclusion des services.

a) Variations entre les chiffres du dernier mois connu et le mois correspondant de 1966.

b) A l'exclusion de l'électricité et des combustibles.

du niveau requis pour assurer la croissance normale de leur économie (graphique C). A la suite des récessions assez prononcées qui s'étaient succédé de 1953 à 1961, le pays s'était retrouvé non seulement avec un taux de chômage exagérément élevé, mais aussi, très vraisemblablement, avec un taux moyen d'investissement tellement faible qu'il risquait de compromettre la croissance à moyen terme. Le dénouement attendu cette fois-ci sera d'autant mieux venu que la population active s'accroît très rapidement (tableau 4).

On peut toutefois se demander si le répit ménagé à l'économie a été assez long pour permettre de maîtriser les tensions inflationnistes qui s'étaient développées au deuxième semestre de 1965 et dans les premiers mois de 1966. Le danger à cette époque était venu en partie de la hausse largement spontanée des prix agricoles ; or, l'amélioration constatée sur le front des prix au premier semestre de 1967 a été partiellement imputable à un renversement de cette tendance. Les prix de gros des denrées alimentaires ont baissé au rythme de 12 % par an entre leur point culminant de septembre 1966 et leur minimum d'avril 1967 ; les prix des matières premières industrielles (et notamment des matières premières importées) ont également reculé, l'indice le plus sensible accusant une chute de 20 % entre juillet 1966 et juillet 1967.

La pression de la demande s'étant atténuée, les accords de salaires conclus dans les premiers mois de 1967 ont probablement abouti à des hausses moins fortes que ce n'aurait été le cas autrement. Cependant, les augmentations moyennes accordées dans l'industrie, qui étaient passées d'environ 3 % pour la période 1961-64 à 3,8 et 4,4 % respectivement en 1965 et 1966, ont été de 5 % au premier semestre de 1967. La rémunération horaire moyenne a augmenté de 6 % par an dans les secteurs autres que l'agriculture ; mais en raison d'une réduction de la durée de travail, les gains hebdomadaires se sont accrus moins rapidement. Dans le court terme, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont fortement monté (voir le tableau 5) par suite du ralentissement marqué des progrès de la productivité et de l'augmentation rapide des gains<sup>1</sup>. Ce faible accroissement de la productivité du travail, qui est un phénomène habituel aux États-Unis en période de récession, tient au fait que le nombre d'heures ouvrées

1. Ce phénomène avait été couramment observé dans le passé mais, en 1967, il ne s'est pas reproduit en Europe (voir les paragraphes consacrés au Royaume-Uni et à l'Allemagne). En d'autres termes, l'ajustement relativement modéré observé aux États-Unis et l'ajustement relativement sévère enregistré en Europe ont été caractérisés par un comportement cyclique inhabituel des coûts unitaires de main-d'œuvre.

TABLEAU 3. Salaires et prix<sup>a</sup>  
Pourcentages de variation

	1960-66 Moyenne	1965 à 1966	Douze derniers mois <sup>b</sup>
<b>CANADA</b>			
Gains horaires dans les industries manufacturières	4,0	5,9	8,0
Prix de gros des produits manufacturés	1,8	3,0	1,3
<b>ÉTATS-UNIS</b>			
Gains horaires dans les industries manufacturières	3,1	3,4	3,3
Prix de gros des produits manufacturés, denrées alimentaires exclues	0,9	2,1	1,3
<b>JAPON</b>			
Gains mensuels (travailleurs permanents)	10,4	11,6	13,6
Prix de gros des produits manufacturés	1,3	2,6	3,7
<b>FRANCE</b>			
Taux horaires dans les industries manufacturières	7,3	6,0	6,0
Prix de gros des biens intermédiaires	2,1	2,9	-1,7
<b>ALLEMAGNE</b>			
Gains horaires	7,8	7,5	4,6
Prix à la production <sup>c</sup>	2,2	2,4	-0,3
<b>ITALIE</b>			
Taux horaires dans les industries manufacturières	9,2	3,7	6,4
Prix de gros <sup>c</sup>	2,4	1,4	0,3
<b>ROYAUME-UNI</b>			
Taux horaires dans les industries manufacturières	4,7	6,0	5,0
Prix de gros des produits manufacturés, denrées alimentaires exclues	2,3	2,8	0,6

a) A l'exception des gains dans l'industrie au Canada et au Japon, les chiffres ne sont pas corrigés des variations saisonnières.

b) Variations entre les chiffres du dernier mois connu et le mois correspondant de 1966.

c) Moyenne pondérée des prix de gros ou des prix à la production des biens de consommation et des biens d'équipement

est resté relativement stable, tandis que la production diminuait. Il faut noter toutefois qu'en 1966 les coûts de main-d'œuvre dans l'industrie manufacturière n'étaient pas plus élevés qu'en 1960, la hausse moyenne de 3,7 % par an accusée par les rémunérations horaires ayant correspondu exactement aux progrès de la productivité.

On peut craindre, toutefois, que la course entre les salaires et les prix ne recommence dans les mois à venir. Par suite d'une remontée des prix des den-

rées alimentaires, les prix de détail ont augmenté au rythme de 3,5 à 4 % par an depuis le printemps et, dans plusieurs secteurs importants (dont l'acier et l'automobile), les prix ont été récemment relevés. Si la hausse actuelle des prix se poursuivait, et si la demande devait progresser presque aussi fortement au premier semestre de 1968 qu'au deuxième semestre de 1965 et dans les premiers mois de 1966, il y aurait lieu de craindre, après l'accord signé récemment chez Ford, que l'ampleur des augmentations de salaires ne déclenche une succession de hausses des coûts et des prix. Le gouvernement a pleinement conscience de ce danger. Le tout est de savoir s'il pourra trouver dans l'opinion publique suffisamment d'appuis pour faire adopter les mesures de restriction budgétaires qu'il a proposées.

#### Canada

Comme aux États-Unis, les investissements productifs ne devraient pas diminuer, mais simplement plafonner. Le taux de croissance élevé envisagé en longue période (graphique C) est en relation étroite avec l'accroissement naturel très rapide de la population et avec le désir des autorités canadiennes de voir s'accroître l'immigration nette (tableau 4).

TABLEAU 4.  
Taux de variation de la population masculine  
âgée de 20 à 64 ans<sup>a</sup>  
Pourcentage de variation, en taux annuels

	1960-65	Projections 1965-70	
		Sans migration	Avec migrations
Canada	1,2	1,9	2,2
États-Unis	1,3	1,4	1,5
France	0,5	... <sup>b</sup>	1,2
Japon	2,0	... <sup>c</sup>	... <sup>c</sup>
Italie	0,6	0,9	0,8
Royaume-Uni	0,5	0,6	0,6
Allemagne	1,3	-0,4	... <sup>d</sup>

Les pays sont classés par ordre décroissant, en fonction des taux d'accroissement entre 1965 et 1970.

Sources : L'Évolution démographique, supplément, « Rapports par pays », OCDE 1966, et statistiques nationales.

a) Pour donner une idée des variations des ressources tendancielles de main-d'œuvre, les chiffres ne concernent que les hommes âgés de 20 à 64 ans ; dans les autres catégories, les taux d'activité varient très sensiblement avec l'âge et sont sujets à d'amples fluctuations dans le temps.

b) Il n'existe pas de projection de l'évolution de la population qui tienne compte des immigrants établis en France avant la période de référence.

c) Le Japon n'établit pas de projections ; le taux d'accroissement semble être du même ordre que pour la France.

d) Aucune hypothèse valable ne peut être formulée concernant les migrations par suite de la forte diminution du nombre des travailleurs étrangers en 1967. La reprise de l'immigration pourrait pallier le fléchissement prévu des ressources de main-d'œuvre intérieure.

TABLEAU 5. États-Unis :  
Incidence des récessions dans l'industrie manufacturière  
Pourcentages de variation

	1953 T2 à 1954 T2	1957 T1 à 1958 T1	1960 T1 à 1961 T1	1966 T3 à 1967 T3
Emploi (salariés)	-7,1	-6,8	-5,9	-0,4
N. d'heures ouvrées par travailleur	-3,4	-4,2	-2,2	-1,7
Nombre total d'heures ouvrées	-10,3	-10,7	-8,0	-2,1
Production	-9,4	-12,8	-1,0	-1,1
Production par homme-heure	1,0	-2,3	7,6	1,0
Gains horaires	4,3	4,5	10,1	6,5
Coûts unitaires de main-d'œuvre	3,2	7,5	2,3	5,4

Sources : *Survey of Current Business; Business Cycle Developments.*

Cependant, le Canada a beaucoup moins bien réussi que les États-Unis à contenir les poussées inflationnistes engendrées par la rapidité de sa croissance depuis 1961 (tableau 3). Malgré une baisse des prix alimentaires du même ordre que celle que l'on observait aux États-Unis, les prix de détail ont augmenté de plus de 4 % de septembre 1966 à septembre 1967, avec une accélération sensible au cours des derniers mois. Les gains horaires ont poursuivi leur progression au rythme annuel de 7 % au premier semestre de 1967 et les nouveaux accords de salaires ont apporté aux travailleurs des augmentations atteignant de 8 à 9 %. Malgré la stabilité des prix des matières premières, les prix de gros des articles manufacturés ont continué de monter, à un rythme dépassant 2 %.

L'accélération de la course entre les salaires et les prix au Canada est en grande partie imputable aux importants accords qui avaient été conclus en 1965-66, époque où la pression de la demande était particulièrement forte, et qui prévoyaient dans bien des cas des augmentations substantielles pour 1967 et 1968. En outre, les clauses d'échelle mobile insérées dans de nombreuses conventions collectives ont sans doute tendu à accélérer la course entre les salaires et les prix. Bien que le taux de chômage soit passé de 3,5 à 4,25 %, la demande de main-d'œuvre est restée forte dans certaines branches d'activité importantes et dans certaines régions. Devant cette situation, et bien que l'accroissement rapide de la population active exige qu'à plus longue échéance on maintienne la demande à un niveau propre à favoriser une progression régulière des investissements productifs, les autorités ont proposé des mesures de restriction budgétaire afin de réduire encore la pression exercée par la demande. Étant donné l'ampleur actuelle de l'inflation par les coûts, les pouvoirs publics ne pourront peut-être pas éviter de maintenir pendant une assez longue période un

taux de croissance inférieur à celui qui permettrait le plein emploi de la capacité de production, faute de disposer de moyens d'action plus directs pour maîtriser l'évolution des prix et des salaires et préserver l'équilibre de la balance des paiements.

### Japon

Les investissements productifs japonais semblent avoir augmenté d'au moins 20 % en 1967 et devraient s'accroître de nouveau fortement en 1968. La situation du marché du travail s'est beaucoup tendue au cours des dix-huit derniers mois, mais l'évolution des coûts et de prix est restée jusqu'ici assez satisfaisante. Bien que la hausse des gains mensuels se soit accélérée dans l'industrie manufacturière pour atteindre environ 13 à 14 %, elle a pu, semble-t-il, être absorbée grâce aux progrès rapides de la productivité. Les prix de gros et de détail n'ont augmenté que de 2 à 3 % au cours de l'année écoulée, et une grande partie de cette hausse a été due à un renchérissement des denrées alimentaires et des matières premières.

Le Japon est l'un des pays où la vivacité avec laquelle les investissements productifs réagissent aux modifications de la politique conjoncturelle rend la régulation de la demande malaisée : à de brusques reculs succèdent en effet des emballements de la demande de biens d'équipement difficiles à maîtriser (graphique C). Si l'on pouvait faire abstraction des considérations se rapportant à la balance des paiements, il semble qu'une politique qui ramènerait la progression de la demande des investisseurs à un niveau proche de son taux tendanciel (environ 10 %), tout en évitant de déclencher une récession de l'ampleur de celle de 1962 ou de 1965, serait indiquée.

### Italie

Les investissements productifs italiens avaient brutalement diminué en 1964 et 1965 et, malgré leur forte augmentation des deux dernières années, ils ne dépasseront leur niveau d'avant la récession que dans le courant de l'année prochaine. En admettant même qu'ils s'accroissent encore considérablement en 1969 et 1970, ils feraient apparaître un « déficit » sur l'ensemble de la décennie (graphique C).

Il est difficile de tirer des conclusions définitives d'une comparaison statistique de ce genre. Néanmoins, si l'économie italienne doit poursuivre son expansion au rythme requis pour résoudre ses problèmes structurels et résorber ses réserves de travailleurs sous-employés, elle risque fort de se heurter à un moment ou à un autre à une insuffisance

des capacités de production et de libérer ainsi des forces inflationnistes avant que les objectifs à moyen terme fixés en matière d'emploi aient été atteints. Jusqu'à présent, toutefois, il n'y a guère d'indices qui permettent de conclure à une évolution dans ce sens. Les salaires ont progressé d'environ 6 à 7 %, mais les prix de gros sont restés pratiquement stables et la hausse des prix de détail a été essentiellement imputable au relèvement des prix des services et des tarifs publics (ainsi qu'au renchérissement de certaines denrées alimentaires).

#### France

Depuis 1960, la progression des investissements productifs français est d'une régularité remarquable, encore que depuis le plan de stabilisation de 1964 elle semble se poursuivre à un rythme quelque peu inférieur aux 8 % que l'on avait enregistrés durant les quatre premières années de la décennie en cours. Il n'empêche qu'à partir de 1964 le chômage s'est accru, d'abord lentement, puis à un rythme accéléré jusqu'aux derniers mois de 1967. On peut donc se demander si l'expansion de la demande globale telle qu'elle ressort des projections faites pour la période 1965-70 (et sur lesquelles sont fondées les estimations des besoins d'investissement qu'illustre le graphique C) suffira à préserver la stabilité de l'emploi, compte tenu du changement radical qui est intervenu d'une moitié de la décennie à l'autre dans le taux d'accroissement de la population en âge de travailler (tableau 4).

En ce qui concerne les coûts et les prix, il est difficile de dire dans quelle mesure l'évolution jusqu'ici assez hésitante de la demande a infléchi la tendance de base des salaires. Les prix alimentaires sont restés stables ; les autres prix n'ont augmenté que modérément au stade du détail et ont baissé au stade du gros. Une série d'augmentations des tarifs des services publics est toutefois intervenue, touchant les transports, le gaz et l'électricité, et l'extension de la taxe sur la valeur ajoutée au commerce de détail au début de l'an prochain semble devoir accentuer la hausse des prix à la consommation. Cependant, vu la situation actuelle de la demande, cela risque plus de freiner la progression de la consommation privée que de déclencher une course entre les salaires et les prix. Tout bien considéré, les perspectives du marché du travail sembleraient justifier une expansion un peu plus rapide que celle à laquelle on peut actuellement s'attendre<sup>1</sup>.

1. Voir également, dans le numéro 1 de *Perspectives économiques de l'OCDE*, les paragraphes consacrés à la France dans le chapitre sur « L'évolution du marché du travail », pp. 47-48.

#### Allemagne

Il est encore trop tôt pour évaluer l'ampleur du recul que les investissements productifs allemands ont subi au cours de l'actuelle récession. Jusqu'en 1965, ces investissements avaient augmenté à une allure extrêmement rapide, correspondant à une expansion de la demande globale qui n'aurait pas pu se poursuivre sans l'immigration de forts contingents de travailleurs étrangers. Le renversement brutal des mouvements migratoires a amorti l'effet de la récession sur le taux de chômage allemand qui, tout en ayant monté, reste modeste comparé à celui des autres pays. Contrastant vivement avec ce qui se passe dans la plupart des autres pays, les ressources de la main-d'œuvre nationale vont sans doute diminuer au cours de la période 1965-70. Un taux de croissance nettement plus faible qu'auparavant serait donc suffisant — en l'absence d'un nouvel afflux de travailleurs étrangers — pour maintenir la stabilité de l'emploi. Étant donné l'importante marge de moyens de production inutilisés dont dispose actuellement l'économie, il pourrait être difficile de susciter une demande d'investissement assez forte pour soutenir la reprise de l'expansion.

La récession semble avoir nettement retenti sur le rythme des augmentations de salaires. Les négociations collectives ont surtout abouti à la consolidation de primes et autres avantages accessoires déjà acquis et les nouveaux accords de salaires n'ont entraîné que des hausses modérées. L'emploi et la durée du travail ont diminué encore plus sensiblement que la production, et la productivité dans l'industrie s'est accrue de près de 9 % (voir le tableau 6). Les prix à la production sont restés stables ou ont baissé ; la hausse des prix à la consommation a surtout touché le secteur des ser-

TABLEAU 6.  
Allemagne : Incidence des récessions dans l'industrie<sup>a</sup>  
Variations en pourcentage

	1957 à 1958	1962 T1 à 1963 T1	1966 T2 à 1967 T2
Emploi (travailleurs)	0,1	-1,4	-9,4
Nombre d'heures ouvrées par tra- vailleur	-2,1	-3,4	-2,6
Nombre total d'heures ouvrées	-2,0	-4,7	-11,7
Production industrielle	3,0	0,3	-4,2
Production par homme-heure	5,2	5,5	8,6
Gains horaires	7,8	7,7	4,3
Coûts unitaires de main-d'œuvre	2,5	2,1	-4,0

Sources : *Wirtschaft und Statistik ; Industrie und Handwerk*, Reihe 1.

a) Industrie et artisanat, sauf le bâtiment et les entreprises de service public.

vices et a été due en partie à des mesures gouvernementales telles que le relèvement des tarifs des chemins de fer et des PTT et la libération des loyers. Il est possible que les prix à la consommation augmentent encore quelque peu en 1968 par suite de l'introduction de la taxe sur la valeur ajoutée.

### Royaume-Uni

Au Royaume-Uni, les investissements productifs ont mieux résisté qu'on ne s'y attendait à la série de mesures restrictives adoptées pour redresser la balance des paiements, et cela en partie grâce à une forte progression des investissements des entreprises nationalisées. Sur l'ensemble de l'année 1967 les investissements productifs du secteur privé semblent actuellement n'avoir reculé que de 5 %, et la dernière enquête effectuée auprès des entreprises donne à penser qu'ils pourraient se redresser quelque peu en 1968. La vigueur foncière de la demande des investisseurs est sans doute l'une des raisons pour lesquelles la balance des paiements courants n'a pas marqué l'amélioration attendue en 1967 ; mais en contrepartie on peut penser que les investissements ne prendront pas, durant la phase actuelle de rajustement, un retard aussi sérieux qu'on avait pu le craindre à un moment.

De 1960 à 1965, les investissements productifs s'étaient accrus à un rythme à peu près égal à celui qui fut retenu par la suite dans le Plan national de 1965, lequel était fondé sur l'hypothèse d'un taux d'expansion du PIB de 4 %. A l'heure actuelle, ils se situent nettement au-dessous de cette tendance, et la simple réalisation des programmes jugés nécessaires pour assurer un taux de croissance de 3 % seulement d'ici à 1970 impliquerait des accroissements considérables au cours des deux dernières années de la décennie (graphique C). En fait, il est fort possible, si la dévaluation donne les résultats escomptés, que les investissements productifs marquent une forte reprise en 1969 et les années suivantes. De nouveaux problèmes de régulation de la demande pourraient alors se poser, car il faudra veiller à orienter l'expansion des différents éléments de la demande globale de façon à rendre possible non seulement l'amélioration attendue de la balance des paiements, mais aussi la reprise des investissements privés.

Au chapitre des coûts et des prix, on note que les taux des salaires ont fait un bond de 3 % en juillet (alors qu'ils avaient monté de moins de 2 % pendant les douze mois précédents), du fait de l'entrée en vigueur des augmentations qui avaient été ajournées en vertu du « blocage » légal des prix et

TABLEAU 7. Royaume-Uni :  
Incidence des récessions dans l'industrie manufacturière  
Pourcentages de variation

	1951 T3	1955 T1	1957 T3	1966 T2
	à 1952 T3	à 1956 T2	à 1958 T1	à 1967 T2
Production	-8,7	-3,1	-3,4	-2,2
Hommes-heures	-2,2	-1,6	-3,1	-6,9
dont :				
Emploi	-1,7	-0,7	-2,0	-5,6
Nombre d'heures ouvrées par travailleur	-0,5	-0,9	-1,1	-1,3
Production par homme-heure	-6,5	-1,5	-0,3	+4,7

Source : R.R. Neild, *Pricing and Employment in the Trade Cycle*, Londres, 1963 et Statistiques nationales.

des salaires. Les prix de gros des articles manufacturés ont aussi légèrement augmenté, après une période de stabilité totale de plus de douze mois. A l'arrière-plan se profile une évolution des coûts et des marges bénéficiaires inhabituelle pour l'économie britannique. Contrairement à ce qui s'était passé lors des précédentes baisses de la production industrielle, la productivité du travail paraît avoir vivement progressé, son taux d'accroissement s'établissant entre 4 et 5 %, autrement dit bien au-dessus de la tendance observée en longue période (tableau 7). Les coûts unitaires de main-d'œuvre ont, de ce fait, accusé une baisse d'environ 2 % entre le deuxième trimestre de 1966 et le trimestre correspondant de 1967 ; vu la baisse prononcée des prix des matières premières importées, les prix de revient directs par unité produite ont sans doute diminué dans les mêmes proportions<sup>1</sup>. Les prix de vente étant restés stationnaires, le taux de profit brut par unité produite a dû augmenter, ce qui, dans la phase descendante du cycle, est tout à fait inhabituel. Ce phénomène pourrait se révéler temporaire et se trouver en grande partie annulé si, lorsque la production reprendra, l'augmentation de la productivité du travail est plus faible qu'en temps normal. Mais il est possible aussi qu'une amélioration durable se soit produite à la suite des dégagements de personnel auxquels les entreprises ont procédé.

La dévaluation ne manquera pas d'entraîner des hausses substantielles des prix des articles importés

1. Si l'on se fonde sur la pondération donnée par R.R. Neild dans *Pricing and Employment in the Trade Cycle* pour le secteur manufacturier, à l'exclusion des industries alimentaires et des boissons et tabacs, la diminution de 1,7 % que les coûts salariaux unitaires ont subie du deuxième trimestre de 1966 au même trimestre de 1967 se serait traduite, compte tenu d'une baisse de 6 % des prix des matières premières et d'une certaine hausse des prix des services, par une réduction de 2 % environ des prix de revient directs.

et l'on pense qu'elle pourrait se traduire au total par un relèvement de 2 à 3 % du niveau général des prix. Il est indispensable, si l'on veut recueillir les fruits de la dévaluation, que ce mouvement des prix ne conduise pas à une accélération sensible de la progression des salaires et autres revenus. Pour l'heure, la situation du marché du travail, qui est plus détendue qu'elle ne l'a jamais été depuis la dernière guerre, devrait modérer les demandes d'augmentations de salaires ; de plus, le Gouverne-

ment dispose toujours des pouvoirs nécessaires pour soumettre les accords de prix et de salaires au « Prices and Incomes Board » et différer ainsi leur entrée en vigueur. Mais, à moins que des arrangements satisfaisants ne puissent être passés avec les responsables de la détermination des revenus, le danger existe qu'à mesure que le rythme d'expansion deviendra plus normal, des augmentations des coûts ne viennent grignoter les avantages que la dévaluation a procurés sur le plan de la concurrence.

## ÉCHANGES ET OPÉRATIONS INVISIBLES COURANTES

Les importations de la zone de l'OCDE, dont la progression s'était ralentie, paraissent maintenant s'être stabilisées, et l'on a des raisons de penser qu'elles reprendront un rythme plus normal vers le début de 1968. Quant aux exportations, il faudra peut-être attendre le deuxième semestre de 1968 pour les voir retrouver à leur tour un rythme d'expansion plus rapide, étant donné les perspectives actuellement médiocres de la demande du reste du monde. Les pays de l'OCDE ayant enregistré en 1967 une demande moins forte de produits en provenance des pays producteurs primaires, leurs ventes à ces pays risquent de rester déprimées pendant un certain temps encore.

### Les importations de la zone de l'OCDE

La production industrielle de la zone de l'OCDE, qui avait légèrement diminué au premier semestre de 1967, a retrouvé au deuxième semestre un rythme d'expansion équivalant à environ 3 % par an, mais, contrairement à ce qui s'était produit lors des précédentes reprises, on n'a encore observé jusqu'à présent aucune accélération des importations. En fait, au deuxième semestre, celles-ci semblent n'avoir pas tout à fait atteint le taux d'accroissement de 4 % enregistré au premier semestre (voir tableau 8)<sup>1</sup>. Cela a été dû pour une part à la disparition de facteurs exceptionnels qui avaient gonflé les achats au début de

l'année, à savoir la suppression de la surtaxe à l'importation au Royaume-Uni, les effets différés de la forte expansion de 1966 sur les importations des États-Unis et la concentration des livraisons de biens d'équipement que les entreprises françaises avaient commandées avant la fin de 1966 pour pouvoir bénéficier des mesures d'incitation fiscales en faveur des investissements<sup>2</sup>. C'est toutefois dans une très large mesure à la sous-utilisation croissante des capacités de production industrielle des pays de l'OCDE qu'il faut attribuer la langueur des importations.

En 1968, le taux d'accroissement de la production industrielle ne paraît guère devoir dépasser le taux tendanciel, et la marge actuelle de ressources inutilisées dans l'ensemble de la zone de l'OCDE ne se réduira sans doute que lentement au cours des douze prochains mois. Dans ces conditions, si le taux de progression des importations de la zone de l'OCDE doit regagner un niveau plus normal en 1968, il demeurera vraisemblablement un peu en deçà du taux d'accroissement réalisable en longue période, qui est peut-être de l'ordre de 9,5 à 10 %<sup>3</sup>. L'écart par rapport à ce taux dépendra en premier lieu de la vigueur de la reprise en Allemagne et aux États-Unis. Dans ces deux pays, le niveau actuellement déprimé des importations paraît devoir remonter fortement au premier semestre de 1968, en raison pour une part d'une certaine concentration des achats du Gouvernement allemand à

2. Voir pages 51-57.

3. La dévaluation de la livre sterling pourrait, outre ses répercussions directes sur la demande d'importations du Royaume-Uni, entraîner un fléchissement de la valeur unitaire des échanges intra-OCDE par le biais de son action sur les prix en dollars des exportations du Royaume-Uni et de ses concurrents.

1. La décélération aurait été plus marquée si la valeur unitaire des importations de pétrole n'avait augmenté à la suite de la crise du Moyen-Orient; la progression des importations serait alors tombée au rythme annuel de 2,5 %.

GRAPHIQUE E  
**COMMERCE EXTÉRIEUR  
 DE SEPT PAYS DE L'O.C.D.E.**

Moyennes mobiles de trois mois, chiffres corrigés des variations saisonnières  
 milliards de dollars aux taux annuels

--- Importations  
 ——— Exportations

Sauf pour les Etats-Unis et le Canada, les chiffres des importations sont sur la base c.a.f., mais l'échelle gauche des ordonnées est décalée, de façon à tenir compte de la différence moyenne entre les valeurs f.o.b. et c.a.f.

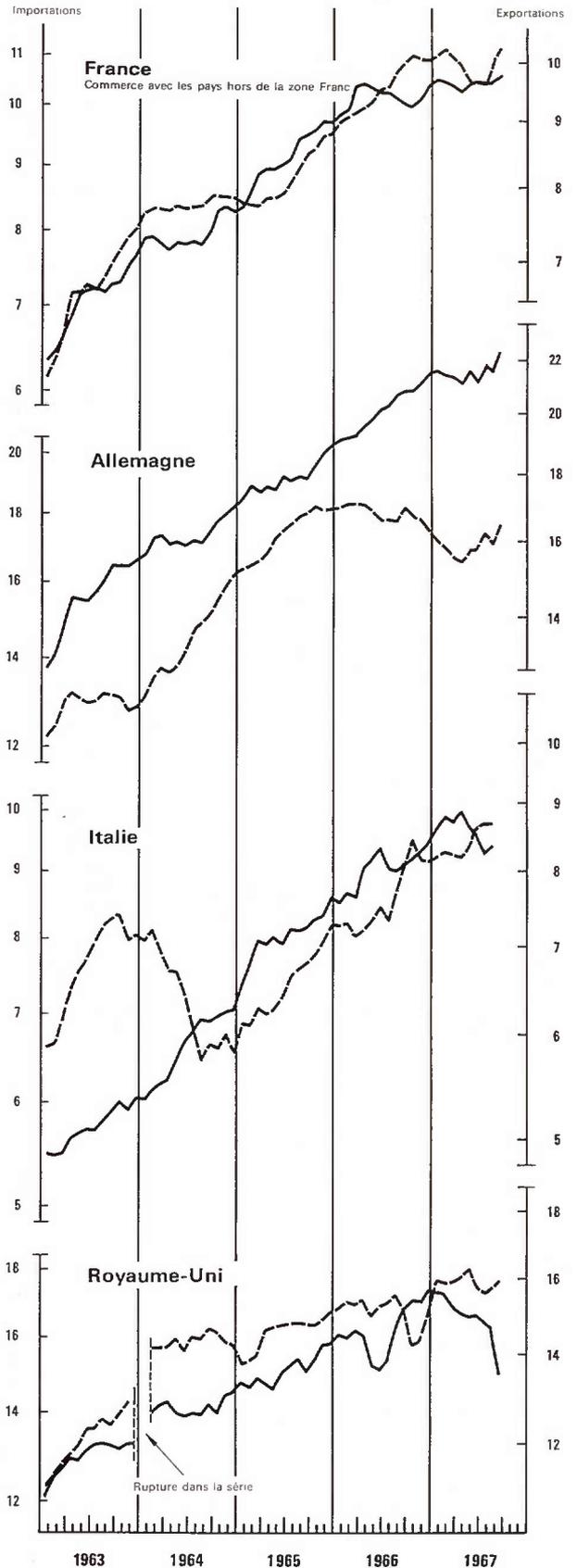
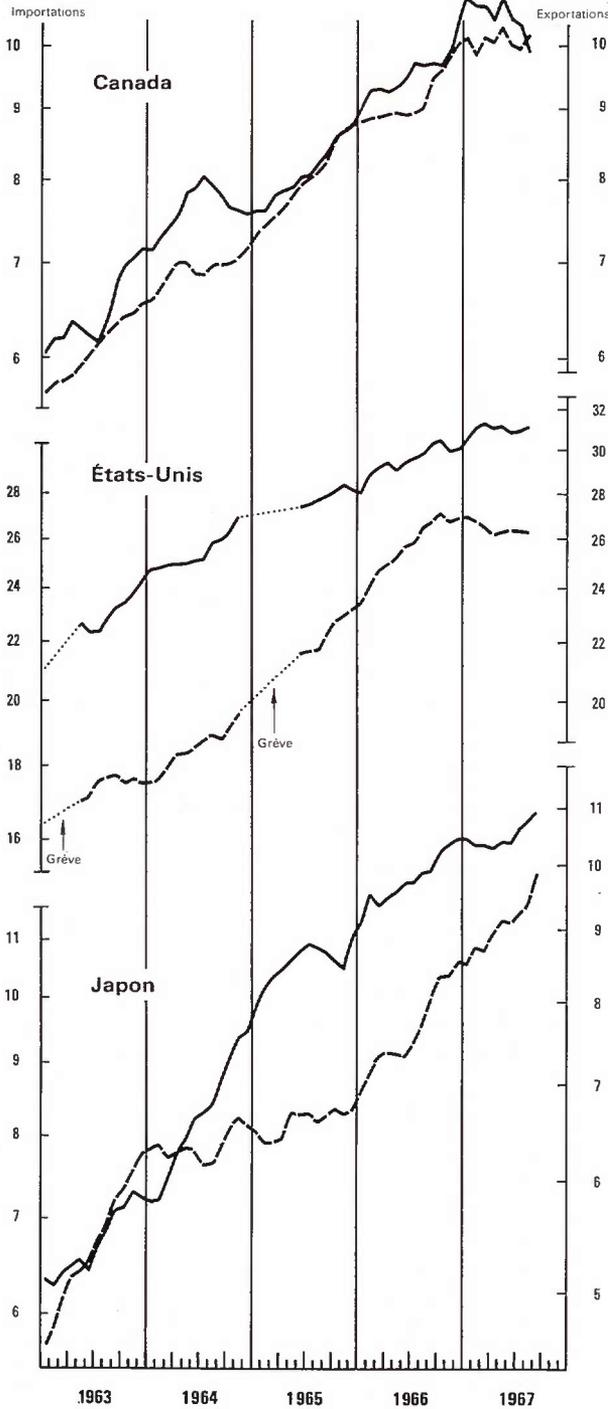


TABLEAU 8.

**Commerce extérieur  
de la zone OCDE <sup>a</sup>**

 Valeurs, pourcentages de  
variation désaisonnalisés,  
aux taux annuels  
Estimations et prévisions

	1966 milliards de dollars	Par rapport à l'année précédente			Par rapport au semestre précédent				
		1966	1967	1968	1966 II	1967 I	1967 II	1968 I	1968 II
<b>TOTAL<sup>b</sup></b>									
Importations	138,5	11,1	5	7	8,0	4,2	3½	8	8½
Exportations	133,3	10,9	6½	6	9,6	7,5	1½	6½	10½
ÉCHANGES INTRA-OCDE	91,6	12,0	6	7	6,9	7,7	2½	8	10
ÉCHANGES AVEC LE RESTE DU MONDE									
Importations	42,4	8,7	3	7	9,6	-2,2	5	8	6
Exportations	39,8	8,4	7	4½	17,5	-6,9	-1½	4	11

 a) Chiffres corrigés pour tenir compte  
des divergences statistiques dans  
l'enregistrement des échanges intra-  
OCDE.

 b) Y compris les échanges avec des  
origines ou destinations non spé-  
cifiées.

l'étranger et de l'incidence des grèves qui viennent d'avoir lieu ou qui menacent de se produire aux États-Unis, mais les perspectives pour le deuxième semestre sont plus incertaines. On peut se demander par ailleurs, sans pouvoir toutefois apporter de réponse précise à cette question, si un certain nombre de pays européens ne maintiendront pas désormais le taux maximal d'utilisation de leur capacité à un niveau plus faible que par le passé, ce qui pourrait réduire leur propension marginale à importer. En outre, il est peu probable que les investissements productifs, qui ont un puissant effet stimulant sur les échanges, contribuent de façon notable à accroître la demande finale dans la zone de l'OCDE au cours de l'année prochaine (voir page 9). En revanche, c'est en 1968 que tomberont les dernières barrières douanières à l'intérieur de la CEE et que commenceront d'être mis en œuvre les accords intervenus dans le cadre du Kennedy Round. La cadence des importations de la zone de l'OCDE pourrait aussi s'accélérer, bien que temporairement, du fait de la reconstitution des stocks de produits importés (surtout de produits primaires), qui paraissent s'être fortement dégonflés en 1967.

### Échanges de l'OCDE avec les pays tiers

Les importations de la zone de l'OCDE en provenance des pays tiers ont été particulièrement affectées par le ralentissement de l'activité économique dans cette zone : au premier semestre de 1967, elles ont diminué en valeur au rythme annuel de 2 %. Alors que les importations du Japon s'accéléraient (atteignant un taux annuel de progression de 23 %), celles de l'Amérique du Nord et de l'Europe se réduisaient (à un

rythme annuel de 7 et 4,5 % respectivement), le repli étant particulièrement marqué dans le cas de la France et de l'Allemagne (tableau 9). La crise du Moyen-Orient, qui a fait diminuer les livraisons de pétrole au mois de juin, n'est peut-être pas étrangère à ce mouvement. Toutefois, celui-ci a été dû dans une très large mesure à la baisse des valeurs unitaires des exportations des pays producteurs primaires, phénomène qui va généralement de pair avec les ralentissements de la production de la zone de l'OCDE, et sans doute aussi à un rajustement en baisse des stocks de matières premières.

TABLEAU 9.

**Importations en provenance du reste du monde**

 Valeurs, pourcentages de variation désaisonnalisés,  
taux annuels, par rapport au semestre précédent

	1966 milliards de dollars	Par rapport au semestre précédent			
		1965 II	1966 I	1966 II	1967 I
Amérique du Nord	9,8	14,7	8,0	14,3	-7,1
Japon	5,6	1,2	32,0	11,1	23,2
Pays d'Europe con- tinental, Membres de l'OCDE	27,0	15,3	2,2	7,3	-4,7
dont :					
France	4,0	13,0	8,6	5,9	-11,8
Allemagne	4,9	15,6	4,0	2,0	-14,3
Italie	3,3	29,0	8,8	16,8	-2,0
Royaume-Uni	7,3	9,0	-4,9	4,2	0,0
TOTAL OCDE	42,4	13,4	6,9	9,6	-2,1

TABLEAU 10.  
Variations des réserves<sup>a</sup> des pays producteurs primaires  
En millions de dollars

	1965 I	1965 II	1966 I	1966 II	1967 I
Pays développés <sup>b</sup>	-502	-190	305	-163	-213
Pays moins développés à fortes réserves <sup>c</sup>	362	-25	371	-19	440
Autres pays moins développés	164	561	290	93	520
<b>TOTAL</b>	<b>24</b>	<b>346</b>	<b>966</b>	<b>-89</b>	<b>750</b>
<i>Pour mémoire :</i>					
Autres pays moins développés sans l'Asie du Sud-Est <sup>d</sup>	113	409	15	-86	260

a) Y compris la position nette au FMI.

b) Australie, Nouvelle-Zélande, Afrique du Sud et Finlande.

c) Arabie Séoudite, Irak, Israël, Koweït, Liban, Lybie, Malaisie et Venezuela.

d) L'Asie du Sud-Est comprend la Corée du Sud, Formose, les Philippines, la Thaïlande et le Vietnam.

La tendance s'est inversée au deuxième semestre de 1967, sous l'effet pour une part des répercussions de la crise du Moyen-Orient qui a fait monter la valeur unitaire des importations de pétrole. La baisse des prix des produits de base au troisième trimestre donne à penser que la valeur unitaire des autres exportations des pays producteurs primaires a peut-être aussi marqué un nouveau recul, bien que la valeur au débarquement de ces exportations ait été vraisemblablement gonflée par le relèvement des taux de fret<sup>1</sup>. Étant donné les perspectives actuelles de la production industrielle dans la zone de l'OCDE pour 1968, il semble que l'on puisse s'attendre à un certain redressement des valeurs unitaires des exportations des pays producteurs primaires. Même si l'on tient compte de la baisse qu'accuseront les taux de fret à mesure que les transports maritimes s'adapteront à la fermeture du canal de Suez, la valeur totale des importations de l'OCDE en provenance du reste du monde pourrait augmenter d'environ 7 % sur l'ensemble de l'année, la progression étant peut-être particulièrement rapide au premier semestre en raison de la reconstitution des stocks.

Les exportations de l'OCDE vers le reste du monde, qui ont progressé de 12 % entre le premier semestre de 1966 et le premier semestre de 1967, ont atteint

leur maximum conjoncturel vers le milieu de l'année. Conjuguée au fléchissement des importations, cette expansion a porté l'excédent commercial de la zone de l'OCDE avec le reste du monde au niveau jamais égalé de 5 milliards de dollars (taux annuel); le précédent record, qui remonte à 1961, était de 3 milliards de dollars.

Cet excédent exceptionnellement important a été dû dans une large mesure aux achats des pays du Sud-Est Asiatique, qui se sont trouvés gonflés par l'accroissement des dépenses du Gouvernement des États-Unis liées aux hostilités au Vietnam. L'excédent commercial de la zone de l'OCDE avec ce groupe de pays<sup>2</sup> paraît s'être établi au taux annuel d'environ 2 milliards de dollars au premier semestre de 1967, contre 0,5 milliard en 1961. Les réserves de ces pays ont fortement augmenté en 1966 et se sont encore accrues de façon substantielle au premier semestre de 1967. Il semble que le montant des dépenses militaires faites par les États-Unis dans ces pays, augmenté du montant des dons et des prêts qu'ils leur accordent, suffit à financer leur déficit commercial avec la zone de l'OCDE au niveau auquel il s'établit actuellement. En revanche, l'excédent commercial des pays de l'OCDE avec les autres pays producteurs primaires paraît avoir atteint un niveau incompatible avec le montant net des capitaux que les premiers fournissent en moyenne aux seconds depuis le début de la décennie. Si les réserves officielles de ce second groupe de pays ont légèrement augmenté au premier semestre de l'année (compte non tenu de l'accroissement habituel des réserves d'un petit groupe de pays pétroliers et de quelques autres pays à fortes réserves — voir tableau 10), cette progression a été due apparemment à une augmentation exceptionnelle des apports nets de capitaux en provenance de la zone de l'OCDE (voir page 42). C'est pourquoi, à moins que les apports nets de capitaux de la zone de l'OCDE à ces pays ne s'établissent de façon permanente à ce niveau sensiblement plus élevé, l'excédent commercial ne saurait se maintenir au niveau auquel il s'est établi au premier semestre de l'année.

Bien qu'en légère amélioration depuis 1961, la situation financière des pays producteurs primaires demeure fragile. Il semble donc qu'il faille s'attendre à une réduction rapide de leur déficit commercial, comme cela s'est produit dans le passé chaque fois que le cycle des échanges de l'OCDE s'est trouvé dans une phase analogue. Cette réaction semble déjà s'être amorcée depuis le milieu de 1967, époque à laquelle les exportations de l'OCDE vers le reste du monde ont commencé de diminuer tandis que les importations se redressaient.

1. Ces paiements supplémentaires afférents aux transports maritimes (pétroliers et cargaisons sèches) ne constituent pas en général des transactions avec les pays tiers.

2. Formose, Corée du Sud, Philippines, Thaïlande et Vietnam.

Les effets de cet ajustement ne seront probablement pas uniformes pour tous les pays producteurs primaires. Certains des grands pays moins développés d'Afrique et d'Asie, notamment l'Inde, le Pakistan et le Nigéria, semblent avoir été particulièrement touchés par le ralentissement des importations de produits primaires de la zone de l'OCDE. Étant donné les pertes de réserves qu'ils ont subies de ce fait, les perspectives des exportations vers ces pays pour les six prochains mois sont peu encourageantes. La meilleure récolte de céréales en Inde pourrait aussi entraîner une diminution des livraisons de blé des États-Unis. Plusieurs pays d'Amérique latine ont souffert du recul des importations de produits alimentaires et industriels de l'Amérique du Nord et d'une baisse des cours de certains produits-clés de leur économie, comme le cuivre et le café. Le Brésil et le Chili ont ainsi vu leurs réserves s'amenuiser considérablement; d'autres pays, notamment l'Argentine et la Colombie, n'ont évité de telles pertes de réserves qu'en réduisant leurs importations en provenance des pays de l'OCDE dès le premier semestre de l'année et en accroissant leurs emprunts à l'étranger<sup>1</sup>. Les perspectives d'exportation vers les pays d'Amérique latine pourraient toutefois s'améliorer quelque peu l'année prochaine si certaines sociétés des États-Unis augmentaient sensiblement leurs investissements directs dans cette zone, comme elles l'envisagent actuellement.

Parmi les pays développés de production primaire, l'Australie offre des perspectives d'expansion intérieure soutenue, de sorte qu'une nouvelle progression sensible des exportations de l'OCDE vers ce pays semble probable<sup>2</sup>. L'effet déprimant exercé par la chute actuelle des cours de la laine et par la diminution des entrées de capitaux provenant des pays à monnaie de réserve pourrait être contrebalancé en partie par d'importantes ventes de blé à la Chine continentale et par la progression rapide des exportations de produits minéraux. En Afrique du Sud, les tensions inflationnistes qui subsistent devraient entraîner une progression notable des importations en provenance des pays de l'OCDE, encore que ce mouvement puisse être tempéré par les mesures restrictives prises par les autorités. Par contre, en Nouvelle-Zélande, où des mesures déflationnistes rigoureuses ont été prises dans les premiers mois de 1967, la situation paraît s'être encore détériorée à la suite de la chute des cours de la laine; en novembre, la monnaie a été dévaluée de

19,5 %. Les perspectives d'exportation vers la Finlande sont également médiocres, étant donné la dévaluation de 31 % opérée en octobre 1967.

A l'opposé, les ventes des pays de l'OCDE à la zone sino-soviétique continueront de s'accroître à une cadence rapide, comme elles l'ont fait au premier semestre de 1967 où elles ont augmenté de 16 % par rapport au premier semestre de 1966. Cette progression s'est répartie de façon inégale entre les pays de l'OCDE; ainsi, les exportations de l'Allemagne ont augmenté de 53 %, celles de l'Italie de 35 % et celles du Royaume-Uni de 25 %, tandis que les exportations de la France ne s'accroissaient que de 7,5 % et que celles du Japon et du Canada diminuaient respectivement de 18 % et 27 %. Le comportement très irrégulier des exportations d'un pays à l'autre s'explique en partie par l'évolution de la structure de la demande des pays sino-soviétiques, ainsi que par les répercussions des troubles politiques survenus en Chine. Ainsi, le Canada qui avait vendu d'importantes quantités de blé à la Russie de 1964 à 1966, a souffert de la réduction de la demande de ce pays. Le Japon a vu ses livraisons à la Chine continentale diminuer, mais les exportations totales de l'OCDE vers ce pays ont néanmoins progressé de 20 %. En revanche, les pays européens ont bénéficié du fait que les biens d'équipement lourd ont pris une part croissante dans leurs ventes aux pays de la zone sino-soviétique. Ces ventes s'accompagnant en général de crédits commerciaux à long terme, les exportations de l'OCDE vers les pays de la zone sino-soviétique pourraient continuer d'augmenter plus rapidement que ses importations en provenance de cette même zone.

### Exportations totales de la zone de l'OCDE

Comme il est peu probable que l'OCDE voie ses exportations vers le reste du monde marquer une reprise avant le milieu de 1968, le redressement de ses exportations totales suivra sans doute avec un certain retard celui de ses importations; en fait, le taux d'accroissement de ses exportations n'arrivera peut-être pas à dépasser celui de ses importations avant le deuxième semestre, c'est-à-dire lorsque sa balance commerciale avec les pays de production primaire commencera à s'inverser. C'est probablement au second semestre de 1967 que la croissance des exportations totales se sera le plus ralentie (n'atteignant plus peut-être que l'équivalent annuel de 1,5 %). Pour l'ensemble de l'année 1968, la progression pourrait être inférieure au taux de 6,5 % que l'on pense actuellement devoir être enregistré pour 1967.

1. En juin 1967, l'Argentine a reçu de sources diverses 400 millions de dollars de prêts à court et à moyen terme.

2. Les exportations de l'OCDE vers l'Australie devraient aussi se trouver gonflées par les livraisons d'avions que les États-Unis effectueront au deuxième semestre de 1968 pour un montant d'environ 200 millions de dollars.

TABLEAU 11.

**Balances commerciales**

Milliards de dollars, taux annuels  
corrigés des variations saisonnières  
Estimations et prévisions

	1966	1967	1968	1966 I	1966 II	1967 I	1967 II
France <sup>a</sup>	0,10	-0,1	-0,1	0,47	-0,27	-0,10	-0,1
Allemagne	2,93	5,4	5,5	1,90	3,97	5,30	5,5
Italie	0,35	-0,1	-0,7	0,50	0,20	0,20	-0,4
Royaume-Uni	-0,31	-0,9	-0,2	-0,97	0,35	-0,83	-1,1
États-Unis	3,66	4,5	3,8	4,27	3,05	4,27	4,7
Canada	0,55	0,7	0,7	0,57	0,52	0,87	0,4
Japon	2,27	1,3	1,4	2,44	2,11	1,45	1,2
Autres pays du nord de la zone OCDE	-3,09	-2,7	-2,9	-2,97	-3,21	-2,55	-2,8
Autres pays du sud de la zone OCDE	-3,07	-2,7	-2,9	-3,24	-2,90	-2,99	-2,4
TOTAL, pays de la CEE	2,69	4,8	4,2	2,46	3,58	5,22	4,8
<b>TOTAL OCDE</b>	<b>3,39</b>	<b>5,4</b>	<b>4,6</b>	<b>2,97</b>	<b>3,82</b>	<b>5,62</b>	<b>5,0</b>

a) Transactions avec les pays n'appartenant pas à la zone franc.

### Les balances commerciales

En 1967, les balances commerciales des pays de l'OCDE ont subi d'importantes modifications qui traduisent, pour une large part, l'évolution différente de la conjoncture dans ces pays ainsi que le déroulement du cycle des échanges, dont on a parlé ci-dessus, entre la zone de l'OCDE et les pays producteurs primaires.

En 1967, la demande intérieure dans la zone de l'OCDE est restée nettement en-deça de sa tendance à long terme, ce qui implique une sensible atténuation de la pression totale exercée sur les ressources. Un indicateur de la demande intérieure de produits industriels<sup>1</sup> montre qu'en 1967 ce sont les pays de la CEE qui se sont le plus écartés de la tendance (gra-

1. La demande intérieure de produits industriels a été calculée en appliquant l'indice de la production industrielle à la valeur ajoutée du secteur industriel en 1960, aux prix du marché. Les importations ont été ajoutées et les exportations retranchées (dans les deux cas, aux prix de 1960). Pour l'ensemble de la zone de l'OCDE, on a opéré une nouvelle pondération des indices initiaux de la production industrielle en fonction de la part de chaque pays dans le commerce extérieur de l'OCDE et la valeur ajoutée totale a été corrigée de la balance commerciale globale de l'OCDE. Le graphique F montre dans quelle mesure cet indicateur s'est écarté de la tendance au cours de la période 1960-1966; la pression relative de la demande qui apparaît sur le graphique représente la différence entre l'écart, par rapport à la tendance, de la demande intérieure de produits industriels du pays considéré, d'une part, et celui de la demande du reste de l'OCDE, d'autre part. Pour mettre en lumière l'influence exercée sur les balances commerciales, on a inversé les ordonnées des trois courbes supérieures, de sorte qu'un redressement de la courbe indique un *affaiblissement* de la pression de la demande.

phique F), accentuant ainsi l'avantage commercial qu'ils avaient acquis en 1966. De même, l'affaiblissement de la pression de la demande aux États-Unis a très sensiblement amélioré la position relative de ce pays en 1967. Pour le Royaume-Uni en revanche, le gain résultant du fléchissement de la demande intérieure au second semestre de 1966 a été en partie annulé au premier semestre de l'année en cours, malgré le nouvel affaiblissement de la pression de la demande, du fait essentiellement de l'évolution de la conjoncture en Allemagne et aux États-Unis.

Sous l'effet, pour une part, de ces variations des pressions relatives de la demande, la balance commerciale de l'ensemble des pays de la CEE s'est améliorée en 1967 de plus de 2 milliards de dollars et celle des États-Unis de près de 1 milliard de dollars, tandis que l'excédent commercial du Japon diminuait de 1 milliard de dollars (tableau 11). Quant à la balance commerciale du Royaume-Uni, elle s'est dégradée d'environ 0,6 milliard de dollars; si cela s'explique en partie par des facteurs exceptionnels (les importations qui auraient dû avoir lieu vers la fin de 1966 ont été différées jusqu'en 1967 à l'annonce de la suppression prochaine de la surtaxe, tandis que la grève des dockers au deuxième semestre devait retarder les exportations plus que les importations), il n'en reste pas moins que la tendance fondamentale ne semble pas s'être améliorée autant que l'atténuation de la pression de la demande par rapport aux autres pays de l'OCDE aurait permis de l'espérer.

Les variations des balances commerciales des principaux pays de l'OCDE ne se sont pas mutuellement annulées. Combinées à l'amélioration enregistrée par

GRAPHIQUE F

DEMANDE INTÉRIEURE ET BALANCES COMMERCIALES

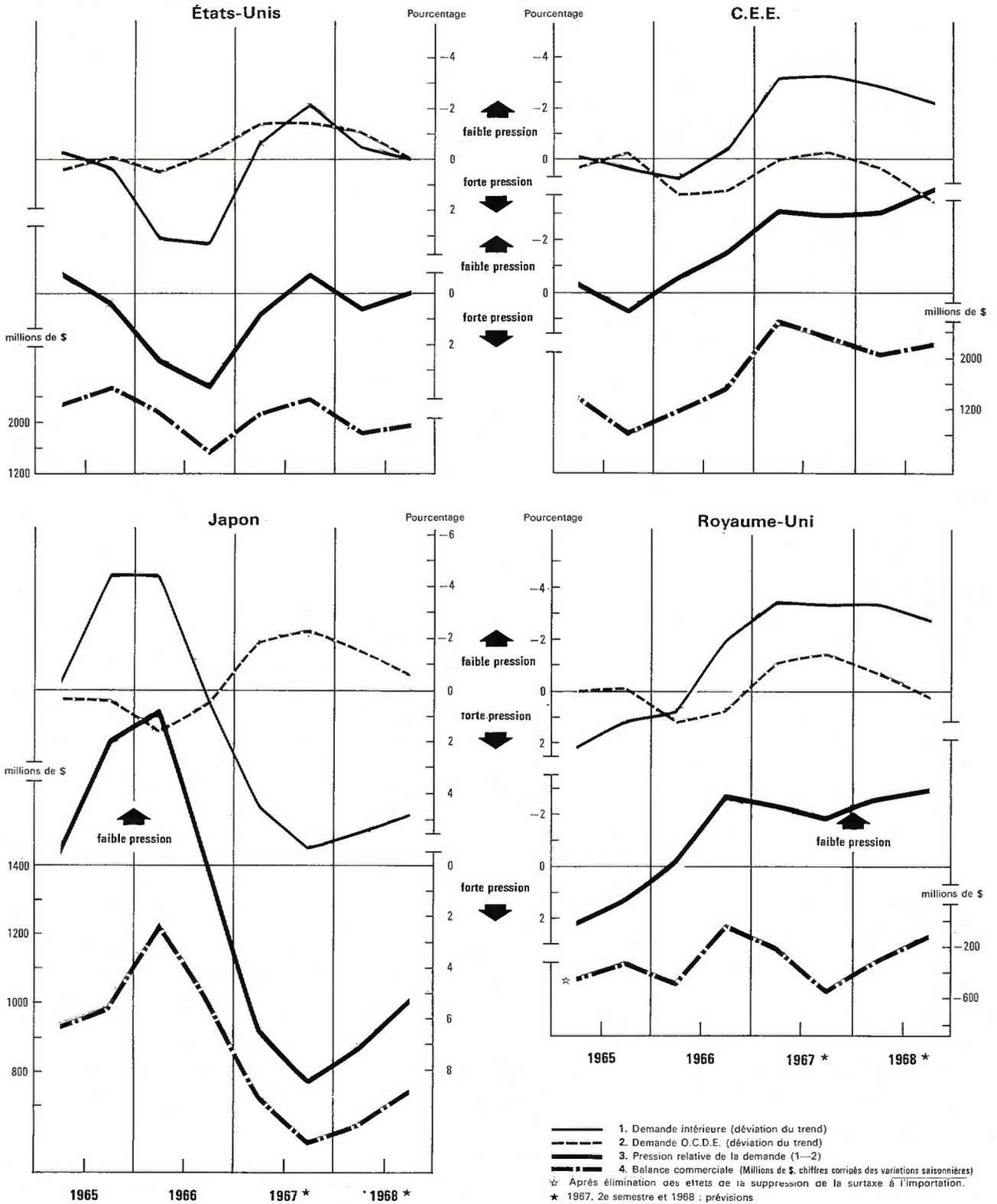


TABLEAU 12. Variations des balances commerciales  
Millions de dollars

	Variations réelles et variations hypothétiques de 1966 à 1967				Incidence des variations intervenues dans la part des pays dans les exportations à destination des différents marchés		
	Variations effectives de la balance commerciale (Estimations)	Variations hypothétiques de la balance commerciale <sup>a</sup>			Moyenne		
		Total	Marchés de l'OCDE	Marchés extérieurs de l'OCDE	1959-60 à 1965-66	1965 à 1966	1966 à 1967 <sup>b</sup>
France <sup>c</sup>	- 100	- 150	- 450	300	220	150	50
Allemagne	2.450	2.000	1.400	600	50	380	450
Italie	- 450	- 800	- 750	50	300	160	350
Royaume-Uni	- 650	- 100	- 500	400	- 480	- 190	- 550
États-Unis	850	1.500	750	750	- 360	- 310	- 650
Canada	100	100	300	- 200	- 160	- 470	0
Japon	- 950	- 1.000	- 800	- 200	530	400	50
Autres pays de l'OCDE	800	400	100	300	- 100	- 130	400
TOTAL CEE <sup>c</sup>	2.200	1.100	250	850	470	560	1.100
TOTAL OCDE <sup>cd</sup>	2.000	2.000	—	2.000	—	—	—

a) Balance commerciale fondée sur l'hypothèse où la part prise par chacun des pays dans les exportations à destination de chaque marché de la zone de l'OCDE et extérieur à l'OCDE n'aurait pas varié, et sur l'évolution réelle des importations en provenance de l'OCDE et du reste du monde.

b) Cette colonne représente la différence entre les chiffres de la première et de la seconde colonne du tableau.

c) Y compris les échanges de la France avec la zone franc d'outre mer.

d) La différence avec la variation prévue de la balance commerciale de la zone de l'OCDE avec le reste du monde s'explique par des divergences statistiques dans la comptabilisation des échanges.

les autres pays de l'OCDE, que l'on estime à 0,6 milliard de dollars, elles représentent au total un redressement de 2 milliards de dollars, correspondant au sommet de la courbe cyclique de la balance commerciale globale de la zone de l'OCDE avec le reste du monde<sup>1</sup>.

Pour déterminer en gros l'effet exercé sur les différents pays par les variations de la balance commerciale de l'OCDE avec le reste du monde, on a comparé l'accroissement des importations de chaque pays en provenance des pays non membres de l'OCDE avec l'expansion des marchés de ce pays hors de la zone de l'OCDE<sup>2</sup>. Il ressort de cette opération que les États-Unis ont été les principaux bénéficiaires de l'accroissement de l'excédent commercial enregistré en 1967 pour l'ensemble de la zone de l'OCDE. En effet, alors que les pays non membres de l'OCDE

absorbent une part relativement importante des exportations des États-Unis, leurs ventes à ces derniers ont été assez languissantes cette année. C'est, en fait, à cette situation que l'on pourrait attribuer en quasi-totalité l'amélioration que l'on pense maintenant devoir s'enregistrer dans la balance commerciale des États-Unis par rapport à 1966 (tableau 12, quatrième colonne). Ces mêmes facteurs ont peut-être aussi apporté environ 0,5 milliard de dollars à la balance commerciale de l'Allemagne, et un peu moins à celle du Royaume-Uni. En revanche, les importations du Japon en provenance des pays non membres de l'OCDE ont considérablement augmenté, ce qui, joint à l'évolution des marchés d'exportation de ce pays, pourrait expliquer en partie la dégradation de sa balance commerciale.

On a procédé à une opération analogue pour les échanges entre pays de l'OCDE, en comparant la croissance effective des achats de chacun d'entre eux aux autres Membres avec la variation de l'ensemble de ses marchés d'exportation à l'intérieur de la zone. L'Allemagne et les États-Unis ont été en 1967 les principaux bénéficiaires des changements intervenus dans les pressions exercées sur les ressources à l'intérieur de la zone de l'OCDE, les avantages que leur balance commerciale en a tirés pouvant être respecti-

1. L'amélioration de la balance commerciale de l'OCDE avec le reste du monde, ajustée pour tenir compte des différences existant dans les méthodes de comptabilisation des échanges des différents pays (voir notes techniques, p. 94), est évaluée à 1,7 milliard de dollars.

2. C'est-à-dire le montant dont auraient augmenté les ventes du pays considéré aux pays non membres de l'OCDE si la place qu'il occupait sur chaque marché n'avait pas varié.

vement évalués à 1,4 et 0,8 milliard de dollars. Dans le cas de l'Allemagne, cette amélioration tient pour une large part à la faiblesse de la demande intérieure qui s'est traduite par une diminution des importations, tandis que l'expansion des marchés d'exportations a suivi approximativement l'évolution des échanges totaux à l'intérieur de l'OCDE. Les États-Unis ont, eux aussi, bénéficié d'une répartition favorable de leurs débouchés étrangers à laquelle a principalement contribué l'expansion rapide du marché japonais.

Au Royaume-Uni, l'élimination de la surtaxe a eu pour effet de gonfler les importations, alors que les exportations à l'intérieur de la zone de l'OCDE progressaient moins que la moyenne, en raison essentiellement de la faiblesse du marché des États-Unis, particulièrement important pour le Royaume-Uni. L'Italie et le Japon ont vu leur balance commerciale se dégrader tant du fait de la situation relative de leur conjoncture intérieure (qui a eu pour effet d'accélérer la progression de leurs importations) que de la répartition défavorable de leurs marchés d'exportation (l'Italie étant très fortement tributaire de l'Allemagne et de la France, et le Japon des États-Unis). La dégradation résultant de ces facteurs peut se chiffrer à 1 milliard de dollars dans les deux cas. En France aussi, malgré la faible augmentation des importations, on a enregistré une détérioration de la balance commerciale, celle-ci étant due à la faiblesse du marché allemand qui constitue un débouché important pour les exportations françaises.

Les variations effectives des balances commerciales des différents pays de l'OCDE sont influencées par un troisième facteur, à savoir le caractère plus ou moins concurrentiel de leurs exportations. Celui-ci est mesuré au tableau 12 par l'incidence qu'ont eue sur les balances commerciales les variations intervenues dans la *part* des différents pays sur les marchés extérieurs.

En 1967, ce sont les exportations de l'Allemagne qui paraissent avoir gagné le plus de terrain, ce qui n'est guère surprenant étant donné l'état relatif de la conjoncture dans ce pays. La tenue relativement peu brillante (par rapport aux années passées) des exportations japonaises peut aussi s'expliquer par l'apparition de tensions dans l'économie de ce pays. Le recul des exportateurs britanniques sur les marchés étrangers, de l'ordre de 0,5 milliard de dollars, a été à peu près égal au recul moyen enregistré de 1959 à 1966, mais il comportait un élément exceptionnel (la grève des dockers). Inversement, les exportations de l'Italie, qui font apparaître un gain de 0,3 milliard de dollars, ont été plus ou moins conformes à la tendance moyenne à long terme, bien que l'état relatif de la conjoncture de ce pays ait été défavorable à sa balance commerciale. On constate enfin que la position des États-Unis

sur les marchés d'exportations s'est sensiblement détériorée par rapport à la moyenne à long terme (0,7 milliard de dollars contre 0,4 milliard de dollars), mais cette différence s'explique plus qu'intégralement par le recul des exportations agricoles.

Bien que la demande intérieure ait faibli relativement moins dans les petits pays de l'OCDE considérés dans leur ensemble que dans les grands pays européens et aux États-Unis, les résultats obtenus à l'exportation par ces petits pays ont été très supérieurs à la moyenne à long terme, apportant à leur balance commerciale combinée une amélioration qui pourrait avoir été de l'ordre de 0,75 milliard de dollars entre 1966 et 1967.

Les perspectives d'accroissement de la demande intérieure dans les principaux pays pour 1968 donnent à penser que les variations des pressions relatives de la demande à l'intérieur de la zone de l'OCDE pourraient être moins prononcées. Il faudra cependant tenir compte d'un élément nouveau qui pourrait jouer un rôle important, à savoir l'effet de la dévaluation de la livre sterling et des mesures prises par les autorités britanniques pour freiner l'accroissement de la demande intérieure. Si l'économie britannique parvient à se rapprocher assez rapidement de l'objectif que les autorités se sont assigné dans le domaine des comptes extérieurs, cet effet pourrait se révéler fort appréciable au deuxième semestre de 1968. Il est toutefois possible que, dans un premier temps, la dévaluation agisse dans un sens quelque peu défavorable, de sorte que pour l'ensemble de l'année 1968 ses effets sur la balance commerciale pourraient être assez limités. Néanmoins, si les facteurs temporaires qui ont exercé une influence défavorable au deuxième semestre de 1967 ne réapparaissent pas, la balance commerciale du Royaume-Uni pourrait peut-être s'améliorer de 0,75 milliard de dollars. Exception faite de l'Italie — dont la balance commerciale pourrait de nouveau se dégrader — il semble, d'après les données actuelles, que les progrès ou les reculs qui pourront être enregistrés par les autres pays en 1968 seront d'ampleur assez modérée. Toutefois, la balance commerciale globale des petits pays de l'OCDE pourrait accuser une détérioration de près de 0,5 milliard de dollars.

Certains des grands pays de l'OCDE risquent d'être considérablement affectés par la diminution de l'excédent commercial de la zone de l'OCDE avec le reste du monde. Le Royaume-Uni, dont la demande d'importations tend à plafonner, pourrait dans l'ensemble ne pas en souffrir, mais les États-Unis pourraient subir une perte de près de 0,5 milliard de dollars, et l'Italie et le Japon une perte de 0,25 milliard de dollars. Les autres pays de la CEE devraient également en être affectés, mais dans une bien moindre mesure.

TABLEAU 13.

**Transactions invisibles courantes**Milliards de dollars, taux annuels  
corrigés des variations saisonnières  
Estimations et prévisions

	1966	1967	1968	1966 I	1966 II	1967 I	1967 II
France <sup>a</sup>	0,07	-0,2	-0,3	0,10	0,04	-0,20	-0,2
Allemagne	-2,83	-2,8	-3,0	-2,93	-2,73	-2,78	-2,8
Italie	1,78	1,6	1,8	1,74	1,83	1,74	1,5
Royaume-Uni	0,26	0,4	0,5	0,35	0,17	0,59	0,1
États-Unis	-1,48	-2,0	-1,5	-1,70	-1,26	-2,00	-2,0
Canada	-1,60	-1,4	-1,7	-1,47	-1,73	-1,31	-1,4
Japon	-1,02	-1,3	-1,4	-1,04	-1,00	-1,29	-1,3
Autres pays du nord de la zone OCDE	2,04	2,2	2,2	2,04	2,04	2,14	2,2
Autres pays du sud de la zone OCDE	1,99	2,2	2,6	1,96	2,02	2,10	2,2
TOTAL, pays de la CEE	-0,58	-0,8	-1,0	-0,89	-0,66	-0,98	-1,2
TOTAL OCDE	-0,79	-1,3	-0,7	-0,95	-0,62	-1,01	-1,7

a) Transactions avec les pays n'appartenant pas à la zone franc.

C'est en tenant compte de ces différents facteurs que l'on a établi les prévisions du tableau 11 sur les balances commerciales des pays pour 1968<sup>1</sup>. Dans le cas des États-Unis, il en ressort que l'excédent commercial pourrait diminuer d'environ 0,75 milliard de dollars. Les pays de la CEE pourraient enregistrer une dégradation du même ordre (principalement du fait de l'Italie), et le recul pourrait être de 0,1 milliard de dollars pour l'ensemble des pays d'Europe septentrionale Membres de l'OCDE.

### Opérations invisibles courantes

L'évolution conjoncturelle et les autres facteurs qui ont influé sur les balances commerciales des pays de l'OCDE en 1967 ont également eu certaines répercussions sur leurs opérations invisibles (tableau 13). En Allemagne, la récession a eu pour effet de réduire les envois de fonds des travailleurs étrangers et d'arrê-

1. Ces prévisions font aussi la part d'éventuelles modifications de la part des différents pays sur les marchés extérieurs et extrapolent généralement à cet égard les tendances passées. Dans le cas du Royaume-Uni, on a supposé une certaine amélioration par rapport aux résultats enregistrés en moyenne dans le passé encore que, comme on l'a fait observer ci-dessus, l'impulsion que la dévaluation devrait donner aux exportations ne se fera peut-être sentir intégralement qu'à la fin de 1968 ou au début de 1969. On a également supposé que la tenue des exportations des États-Unis serait meilleure qu'elle ne l'a été en moyenne ces dernières années, en partie du fait des importantes livraisons d'avions qui sont prévues. En revanche, on a présumé que les résultats seraient quelque peu inférieurs à la tendance à long terme pour la France, l'Italie et le Japon (ces deux derniers pays souffrant encore d'un état défavorable de la demande par comparaison avec le reste de la zone de l'OCDE).

ter la progression des dépenses du tourisme, de sorte que le déficit des opérations invisibles a cessé momentanément de s'aggraver. Au Royaume-Uni, la compression des revenus des particuliers, ainsi que les mesures directes prises par les autorités paraissent aussi avoir fait baisser les dépenses du tourisme; mais le compte des opérations courantes s'est trouvé gravement affecté au deuxième semestre de l'année par les répercussions de la crise du Moyen-Orient et probablement aussi par la grève des dockers et les premiers effets de la dévaluation.

Le ralentissement des dépenses touristiques en Europe s'est reflété dans les résultats relativement médiocres de la balance des invisibles de l'Italie, dont l'excédent a vraisemblablement diminué cette année d'environ 0,2 milliard de dollars<sup>2</sup>; ce ralentissement a aussi freiné la progression des recettes invisibles des petits pays méditerranéens Membres de l'OCDE. La balance des opérations invisibles des États-Unis s'est aussi fortement dégradée sous l'effet, pour une part, de facteurs accidentels (augmentation des dépenses touristiques à l'occasion de l'exposition de Montréal, et donations exceptionnelles du secteur privé à Israël) et, pour une autre part, de l'accroissement des dépenses militaires au Vietnam. L'incidence de l'exposition de Montréal apparaît d'ailleurs dans l'amélioration de la balance des invisibles au Canada par rapport à la tendance antérieure.

Sauf intervention de nouveaux facteurs imprévisibles, les balances des opérations invisibles pourraient

2. Il se pourrait aussi que l'Italie ait été plus affectée que d'autres pays par la hausse des taux de fret qu'a entraînée la fermeture du canal de Suez.

en 1968 se rapprocher de leur tendance à long terme. Aux États-Unis, certaines des dépenses exceptionnelles enregistrées cette année ne se renouvelleront pas, et on pourrait assister en même temps à une stabilisation des dépenses militaires et à une modification de la structure de l'aide publique au développement, la proportion de dons diminuant au profit des prêts à long terme. En Allemagne, il est douteux que les envois de fonds des travailleurs étrangers se redressent sensiblement, étant donné les conditions qui semblent devoir régner l'an prochain sur le marché du travail, mais les dépenses touristiques pourraient recommencer à augmenter. La balance des invisibles du Royaume-Uni bénéficiera peut-être des effets de la dévaluation sur les postes du tourisme et des transports; elle devrait également s'améliorer du fait de la disparition des facteurs défavorables qui ont marqué le deuxième semestre de 1967 et, même si la fermeture du canal de Suez se prolonge, ses répercussions sur la balance britannique devraient s'atténuer sensiblement avec le temps.

### Les effets de la fermeture du canal de Suez

Au second semestre de 1967, le compte des transactions invisibles et, dans une moindre mesure, la balance commerciale d'un certain nombre de pays de l'OCDE ont été affectés par la fermeture du canal de Suez. Les répercussions immédiates ont été très importantes; le détournement des pétroliers par le Cap a retardé de près d'un mois et demi les importations de pétrole qui auraient dû normalement avoir lieu en juin, et les pays européens ont été amenés à faire appel à des sources d'approvisionnement plus onéreuses durant la suspension des livraisons de pétrole en provenance du Moyen-Orient. Les différents pays ont toutefois été inégalement touchés; ainsi, les expéditions vers la France et l'Italie ont repris beaucoup plus vite que celles à destination du Royaume-Uni et de l'Allemagne<sup>1</sup>.

Les répercussions sur les taux de fret ont toutefois été plus durables<sup>2</sup>. Après avoir sextuplé dans les jours qui ont suivi l'ouverture des hostilités, les taux de fret sont retombés à des niveaux plus normaux, mais, pour les pétroliers qui pourraient emprunter le canal, le détour par le Cap accroît les coûts de transport

1. Outre les effets directs de la fermeture du canal de Suez, la crise du Moyen-Orient a entraîné des pertes (principalement pour le Royaume-Uni) du fait de la diminution des recettes pétrolières et d'une réduction passagère des exportations vers les pays impliqués dans la crise.

2. Il y a eu également un recul dans les activités de traitement du pétrole et un manque à gagner sur les approvisionnements des navires en matériel et en combustible dans les pays situés sur la route de Suez (Italie par exemple).

par tonne de 30 à 60 % et plus (selon qu'il s'agit de navires à destination de la Mer du Nord ou à destination de la Méditerranée). On peut supposer que, les flottes marchandes des grands pays européens étant à peu près totalement utilisées à cette époque, les frets supplémentaires ont dû être confiés aux petits pays qui disposaient d'une réserve de capacité. La Norvège et la Grèce ont vraisemblablement bénéficié de cet état de choses. Les recettes des États-Unis au titre du revenu des investissements ont dû être sensiblement gonflées étant donné les importants intérêts de ce pays dans la flotte pétrolière du Liberia, mais, comme ces recettes sont généralement réinvesties pour une très large part à l'étranger, elles n'entraînent en définitive aucun bénéfice net pour la balance des paiements.

On peut évaluer l'incidence de la fermeture du canal de Suez sur les balances de paiements des différents pays en calculant la différence entre le coût effectif et le coût hypothétique au débarquement des importations de pétrole, en supposant des valeurs unitaires constantes et un accroissement tendanciel régulier en volume (deux caractéristiques normales des importations de pétrole de l'OCDE). Il en ressort que le

TABLEAU 14  
Effet de la fermeture du Canal de Suez  
sur le coût des importations pétrolières  
Exemples de calcul

	France	Allemagne	Italie	Royaume-Uni
<b>DEUXIÈME SEMESTRE 1967<sup>a</sup></b> (millions de \$ c.à.f.)				
1. Coût supposé des importations pétrolières	730	540	550	950
2. Coût réel des importations pétrolières	770	630	630	1.150
3. Différence (2 — 1)	40	90	80	200
<b>1968</b>				
4. Importations pétrolières déroutées par le Cap <sup>b</sup> (millions de tonnes)	17	27	40	40
5. Frêt supplémentaire (dollars par tonne)	1,7	1,6	2,2	1,2
6. Coût supplémentaire total <sup>c</sup> , millions de dollars (4 × 5)	30	40	90	50

a) Pour le mode de calcul se reporter au texte.

b) Ces estimations portent sur le brut transitant normalement par Suez et destiné à la consommation intérieure (chiffres ajustés pour tenir compte des échanges nets de produits pétroliers entre pays européens).

c) Dans l'hypothèse où le Canal restera fermé toute l'année.

Royaume-Uni a été particulièrement touché, et que l'Allemagne et l'Italie l'ont également été de façon assez sensible, encore que dans de moindres proportions<sup>1</sup> (tableau 14).

Pour 1968, on ne peut faire que des calculs très approximatifs. En admettant que le canal de Suez reste fermé pendant toute l'année, on peut raisonnablement escompter que les transports maritimes mondiaux s'adapteront à cette nouvelle situation, et que les taux de fret reviendront donc plus ou moins à leur niveau antérieur. Dans cette hypothèse, les charges

pour les importateurs de pétrole pourraient se limiter au coût supplémentaire de transport qu'entraîne la route du Cap. En appliquant ce coût supplémentaire aux quantités de pétrole traditionnellement importées par les grands pays européens via le canal de Suez, on obtient des chiffres nettement inférieurs à ceux qui ont été calculés pour le deuxième semestre de 1967 (tableau 14). La répartition des charges est également différente, l'Italie devenant le pays dont les pertes sont les plus considérables, celles du Royaume-Uni étant en revanche très faibles.

## ÉVOLUTION MONÉTAIRE

La détente monétaire et la baisse, à peu près générale dans le monde, des taux d'intérêt qui ont caractérisé la situation au début de 1967 se sont révélées éphémères. Malgré le ralentissement de l'activité économique, les rendements à long terme ont repris leur mouvement ascendant en avril et mai 1967 et ils dépassent désormais leurs niveaux records de 1966 aux États-Unis, au Canada, en Italie et en France, cependant qu'au Royaume-Uni et en Suisse ils sont de nouveau très près de les atteindre. En Allemagne et aux Pays-Bas, le recul de l'activité économique et l'application d'une politique d'aisance monétaire n'ont fait redescendre que partiellement les taux, qui semblent s'être stabilisés vers le milieu de l'année à des niveaux nettement supérieurs à ceux qu'ils atteignaient avant l'escalade de 1964-1966.

Les taux d'intérêt à court terme ont suivi le mouvement avec un certain décalage ; ils ont, eux aussi, commencé à monter vers le milieu de 1967 et le mouvement paraît s'être accéléré avant même que la dévaluation de la livre soit venue lui fournir un nouvel aliment. Après la dévaluation, plusieurs banques centrales ont relevé leur taux d'escompte, surtout pour des considérations extérieures, bien que dans aucun de ces cas, on ait eu l'impression que cette politique aille à l'encontre de la réalisation des objectifs économiques internes. Les États-

Unis ont porté leur taux d'escompte de 4 à 4,5 %, le Canada de 5 à 6 % et l'Espagne de 5 à 5,625 %. D'autre part, la nouvelle tension intervenue sur le marché de l'argent à court terme à la suite de la dévaluation et peut-être aussi en partie sous l'effet de facteurs saisonniers, a entraîné une nouvelle hausse des taux sur le marché des Euro-devises.

Le principal facteur de la remontée des taux à long terme a été la structure de la demande de capitaux, qui s'est fortement concentrée sur le compartiment du long terme, et à laquelle s'est ajoutée une accentuation très prononcée de la préférence du secteur non bancaire pour la liquidité. Dans l'ensemble de la zone de l'OCDE, le montant total des émissions de valeurs mobilières (y compris les Euro-émissions) est, au premier semestre de 1967, remonté au niveau de l'année précédente, annulant intégralement la régression intervenue dans l'intervalle et passant à 31,5 milliards de dollars contre 21,7 milliards au second semestre de 1966. Dans le même temps, les nouveaux prêts bancaires s'établissaient à un niveau nettement moins élevé qu'au cours de l'un ou l'autre des semestres de 1966 et leur valeur était inférieure de plus d'un tiers au chiffre de pointe atteint au second semestre de 1965.

Le gonflement des émissions de valeurs mobilières a été dans une certaine mesure une réaction à retardement à la tension monétaire extrêmement forte qui avait régné au deuxième semestre de 1966. Les emprunteurs qui n'avaient pas réussi à se procurer des capitaux à long terme ou qui avaient été découragés par la cherté extrême du loyer de l'argent, ont profité des conditions plus favorables qui s'offraient à eux pour reconstituer leur trésorerie ou consolider

1. On ne dispose pas encore de données complètes sur la valeur des importations de pétrole au second semestre de 1967. Les renseignements disponibles ont été extrapolés sur la base des hypothèses suivantes : (a) les valeurs unitaires ont progressivement fléchi par rapport à leur niveau de septembre ; (b) le volume des importations au deuxième semestre de 1967 a compensé tout fléchissement antérieur par rapport à la tendance.

leurs emprunts bancaires à court terme, en partie parce qu'ils prévoyaient que l'aisance du marché du crédit ne durerait pas.

La façon dont le marché anticipait l'évolution des cours des obligations a nettement changé en avril et en mai, époque à laquelle on a su que le Trésor des États-Unis aurait de gros emprunts à placer et où la crainte de voir à nouveau le crédit se raréfier comme en 1966 s'est propagée des États-Unis à de nombreux autres pays. Les acheteurs de valeurs mobilières ont commencé à se montrer plus réservés (surtout aux États-Unis et au Royaume-Uni), préférant conserver des avoirs liquides. Comme le volume des nouvelles émissions était élevé, ce changement d'attitude a inévitablement entraîné une baisse des cours des obligations à long terme.

A la différence de ce qui s'était passé en 1966, la hausse récente des taux d'intérêt peut difficilement être expliquée par une tendance générale à l'apparition d'un excès de la demande et de tensions inflationnistes ou par une pénurie générale de fonds disponibles pour prêts. Il ne semble pas qu'en 1968 la politique monétaire doive être placée devant un choix difficile entre les objectifs économiques internes et extérieurs. Aux États-Unis, même si le Congrès adopte les mesures budgétaires fondées sur les propositions actuelles du Gouvernement, il semble peu probable que les taux d'intérêt tombent au-dessous de leur niveau actuel qui, par rapport aux normes américaines, est extrêmement élevé. D'autre part, encore qu'il soit possible qu'au Royaume-Uni les taux d'intérêt retombent à un niveau légèrement inférieur à celui auquel ils étaient montés immédiatement après la dévaluation, une politique monétaire restrictive s'imposera incontestablement dans les mois qui viennent. En revanche, dans la plupart des autres pays, la situation intérieure justifierait le maintien d'une aisance monétaire. Dans les paragraphes qui suivent, on s'attachera surtout à analyser la situation monétaire et les perspectives de son évolution dans l'optique de la régulation de la demande intérieure, en classant approximativement les différents pays dans l'ordre décroissant du degré de tension monétaire qu'ils connaissent. Les effets que l'évolution prévue pourrait avoir sur les mouvements internationaux de capitaux et l'équilibre des balances de paiements seront examinés de façon plus approfondie dans les deux sections suivantes.

#### Royaume-Uni

Jusqu'à la dévaluation, le Royaume-Uni pouvait être compris parmi les pays où le loyer de l'argent était en hausse mais où l'on pouvait néanmoins se

procurer assez facilement des crédits. Les mesures monétaires restrictives annoncées en même temps que la dévaluation ont rendu le crédit à la fois sensiblement plus cher et plus difficile à obtenir. En revanche, toute entrée importante de capitaux qui se produirait du fait de la fin de la spéculation contre la livre aura un effet expansionniste. Afin de neutraliser cet effet et de maintenir les taux d'intérêt à un niveau élevé, les autorités seront peut-être obligées d'intervenir massivement sur les marchés monétaire et financier. Toutefois, cette politique de « neutralisation » des répercussions que les entrées de capitaux pourraient avoir sur le plan intérieur semble répondre aux nécessités de la régulation de la demande et au souci d'assurer une pleine confiance dans le nouveau taux de change.

Au premier semestre de 1967, la demande de crédit du secteur privé avait été très faible, mais l'accroissement des emprunts émis par le secteur public, et notamment les collectivités locales, avait plus que contrebalancé la réduction des emprunts du secteur privé (voir tableau 15). Au troisième semestre de 1967, la demande privée a paru se ranimer, à en juger par la progression sensible des avances bancaires. Les avances des banques de clearing de Londres, ont augmenté de plus de 600 millions de livres (taux annuel corrigé des variations saisonnières) entre la fin de juin et le milieu de novembre 1967 après une régression au cours des douze mois précédents. Pour une bonne part, l'accroissement a porté sur les prêts aux particuliers dont le montant a sensiblement augmenté après l'assouplissement, au cours de l'été, des restrictions sur les achats à tempérament.

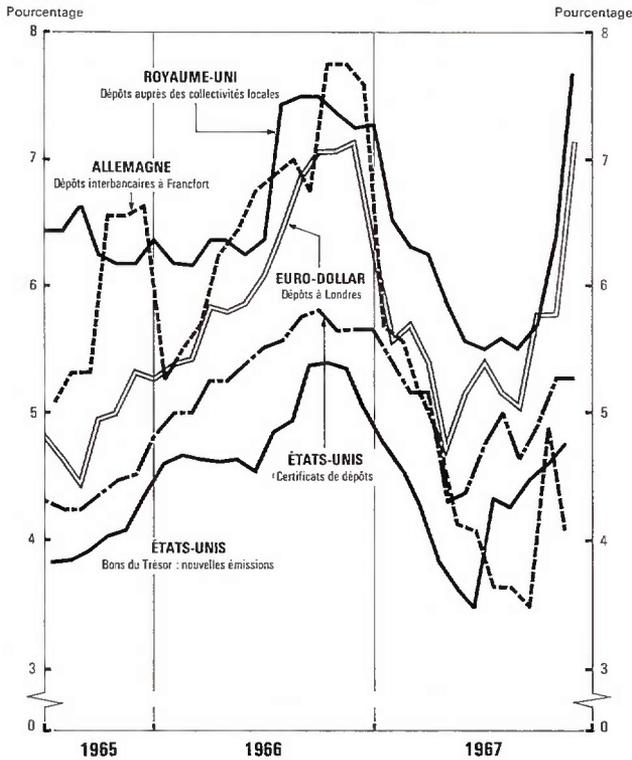
L'institution, après la dévaluation, d'un plafond pour les avances bancaires, aura probablement des conséquences plus lourdes pour les emprunts des particuliers que pour ceux des entreprises, encore que le coût élevé du crédit bancaire puisse inciter certains industriels à différer leurs opérations d'emprunt ou à chercher d'autres sources de crédit, par exemple sur les marchés étrangers. Les possibilités d'emprunt des particuliers ont encore été réduites par le renforcement des restrictions visant les achats à tempérament et l'institution de plafonds sur les crédits des établissements financiers.

Immédiatement après la dévaluation et le relèvement du taux d'escompte à 8 %, les taux à court terme sont montés à un niveau très supérieur à celui des taux à long terme — situation qui dans le passé ne s'était produite qu'à des époques d'extrême tension et toujours sur de courtes périodes. Les taux à long terme n'ont augmenté que légèrement (atteignant un peu plus de 7 %), mais le Gouvernement

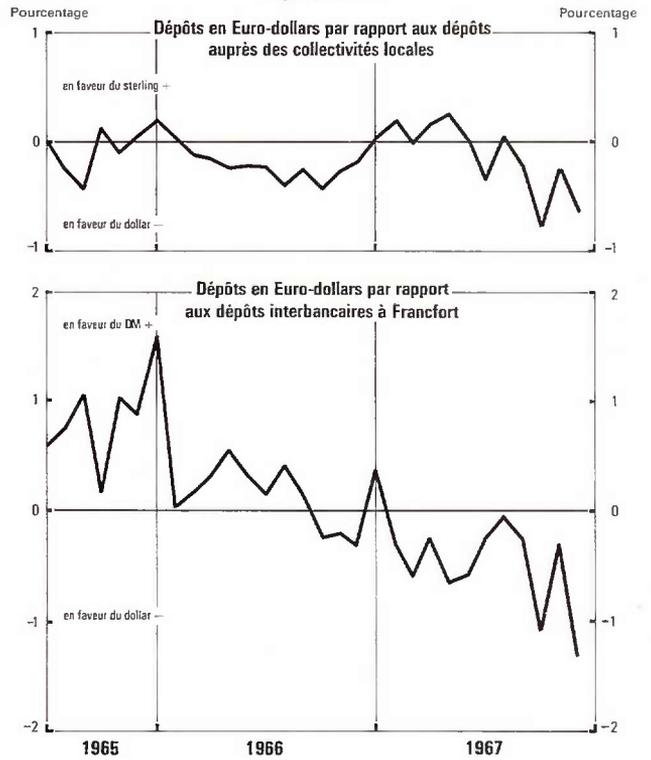
GRAPHIQUE G

TAUX D'INTÉRÊT

TAUX A 3 MOIS



MARGES D'ARBITRAGE AVEC COUVERTURE A TERME  
Argent à 3 mois



RENDEMENTS DES OBLIGATIONS D'ÉTAT A LONG TERME

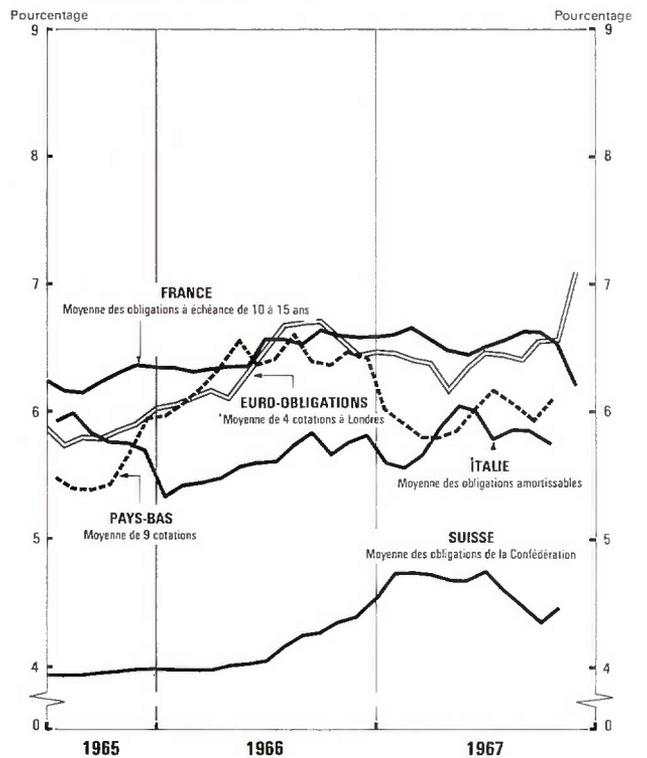
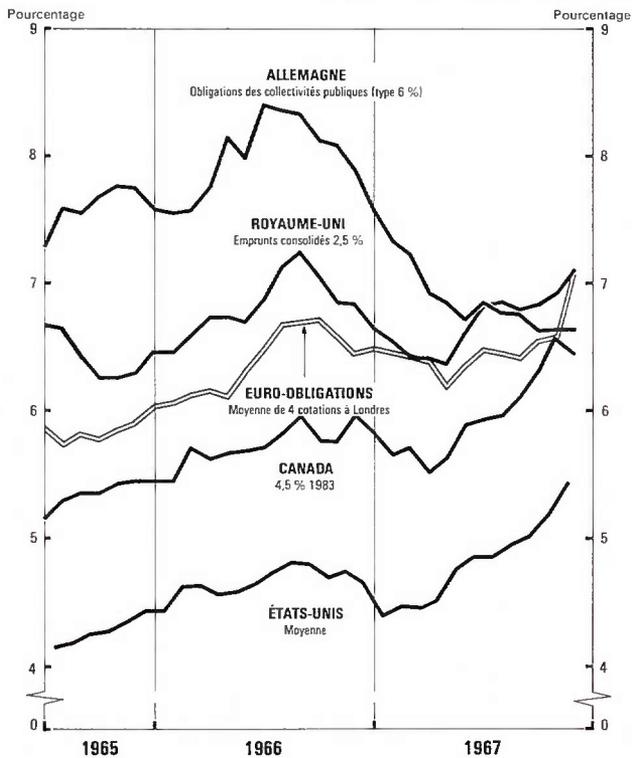


TABLEAU 15.  
Royaume-Uni : Emprunts des secteurs non financiers  
sur le marché du crédit  
En millions de livres

	1964	1965	1966	1966 I	1967 I
Fonds d'État	-114	222	230	-270	276
Bons du Trésor	-375	-39	-10	-225	-375
Valeurs émises par les sociétés	406	399	568	330	204
Engagements des collectivités locales	561	556	400	214	378
Crédits bancaires au secteur privé	821	319	88	475	251
Prêts hypothécaires <sup>a</sup>	546	459	667	352	339
<b>TOTAL<sup>b</sup></b>	<b>1.845</b>	<b>1.916</b>	<b>1.943</b>	<b>876</b>	<b>1.073</b>

a) Accordés par les « building societies », montant net.

b) Total des emprunts énumérés ci-dessus, qui ne comprennent pas certaines catégories d'emprunt de moindre importance.

paraît avoir été en mesure de placer des montants substantiels d'emprunts à ce taux. Étant donné que les besoins financiers de l'exercice 1967/68 resteront assez élevés, il est peu probable que la poussée exercée sur les taux à long terme se relâche. En revanche, les taux à court terme, très élevés puisqu'ils atteignaient 7,6 % pour les bons du Trésor à 3 mois dans la semaine qui a suivi la dévaluation, ont été soumis à des pressions s'exerçant dans le sens de la baisse en raison, tant de l'afflux de capitaux sur le marché de Londres que de la conviction que le taux d'escompte ne serait maintenu à 8 % que pendant un temps relativement court. Le maintien de taux d'intérêt élevés, en particulier dans le compartiment du court terme, dépendra donc avant tout de la mesure dans laquelle les autorités voudront et pourront continuer à neutraliser cette influence du mécanisme du marché.

### États-Unis

En dépit de l'orientation expansionniste de la politique monétaire et du fléchissement de l'activité économique, les taux d'intérêt ont recommencé à monter au premier semestre de 1967. Les taux à long terme, dont la hausse s'était amorcée dès le mois de mars 1967, atteignent actuellement des niveaux encore plus élevés qu'en 1966. La poussée exercée sur les taux à long terme était due à un accroissement sans précédent de la demande de capitaux à long terme par le secteur privé à une époque où les ménages manifestaient une préférence marquée pour la liquidité. Les taux à court terme n'ont commencé à s'élever que vers le milieu de l'année, en partie sous l'influence des emprunts émis par le Trésor, mais leur hausse s'est accélérée à l'automne, avant même que le taux d'escompte ait été relevé à la suite de la dévaluation de la livre sterling.

La demande de fonds émanant du secteur des entreprises s'est fortement accrue au premier semestre de l'année en cours, malgré la forte baisse des dépenses d'investissement qui a accompagné le rajustement des stocks. La fermeté de la demande était due principalement à des facteurs temporaires : l'accélération du recouvrement de l'impôt sur les bénéfices et la reconstitution par les sociétés de leur trésorerie après la période de raréfaction du crédit de 1966. C'est pourquoi, les emprunts des entreprises sont retombés au troisième trimestre à un niveau à peine supérieur à celui du second semestre de 1966. En revanche, les emprunts des États et des collectivités locales ont atteint des niveaux sans précédent, tandis que ceux des ménages (essentiellement sous forme d'hypothèques) n'ont commencé à reprendre une certaine ampleur qu'au deuxième trimestre de 1967 (voir tableau 16).

Étant donné que la situation du budget fédéral se dégradait, passant d'un équilibre virtuel (dans l'optique de la comptabilité nationale) en 1966, à un déficit d'environ 13,25 milliards de dollars pour les trois premiers trimestres de 1967, on aurait pu s'attendre à voir les besoins d'emprunt de l'État fédéral gonfler très fortement la demande globale de moyens de financement. En fait, il n'en a rien été et les besoins du Gouvernement ne se sont traduits par des emprunts qu'au troisième trimestre de 1967. Pendant le premier semestre de l'année en cours, le Gouvernement a même pu alimenter le marché — en prélevant sur ses avoirs financiers comme les recettes de l'impôt sur les bénéfices et les réserves liquides, qui venaient en dépassement de ses besoins de trésorerie — et a ainsi atténué très sensiblement la tension qui régnait sur les marchés du crédit. Néanmoins, la situation s'est inversée au troisième trimestre et les besoins de financement

TABLEAU 16. États-Unis : Emprunts des secteurs non financiers  
sur le marché du crédit<sup>a</sup>

En milliards de dollars. Taux annuels corrigés des variations saisonnières

	1965	1966	1966 T3	1966 T4	1967 T1	1967 T2	1967 T3
Administration fédérale	3,5	6,7	7,0	2,2	10,1	-24,0	36,0
Entreprises	29,6	33,0	25,6	25,3	31,1	32,7	27,1
États et collectivités locales	7,8	6,6	6,3	6,6	9,8	12,4	9,3
Ménages	28,5	23,3	24,4	18,6	16,6	18,1	22,7
Étranger	2,6	1,4	0,1	0,9	4,5	4,8	3,6
<b>Total des fonds recueillis</b>	<b>72,1</b>	<b>71,1</b>	<b>63,5</b>	<b>53,7</b>	<b>72,1</b>	<b>44,0</b>	<b>98,7</b>
<i>dont :</i>							
Secteurs intérieurs à l'excl. de l'État fédéral	66,0	63,0	56,4	50,6	57,5	63,2	59,1

a) Émissions de valeurs mobilières et prêts obtenus auprès des intermédiaires financiers, à l'exclusion des crédits commerciaux.

de l'Etat ont atteint le triple du déficit budgétaire (voir tableau 17).

Si l'on examine la façon dont les marchés du crédit ont été alimentés, on constate qu'à la faveur de la réorientation de la politique monétaire dans un sens expansionniste, les banques commerciales ont reconquis une place de premier plan comme source indirecte de crédit. Pendant les trois premiers trimestres de 1967, elles ont été à l'origine de plus de la moitié des crédits fournis à l'économie, contre un quart seulement pendant la période correspondante de 1966. Les réserves des banques ont fortement augmenté au cours des neuf premiers mois de 1967, les opérations d'open market et les modifications du taux des réserves obligatoires ayant plus que contrebalancé l'influence restrictive de l'évolution du marché. Dans les derniers mois de l'année, toutefois, l'action des pouvoirs publics ne paraît pas avoir déterminé un nouvel accroissement des réserves bancaires (voir tableau 18). Les banques commerciales se sont surtout servi de leur potentiel de crédit pour acquérir des valeurs mobilières et des créances hypothécaires. Néanmoins, le rapport entre les portefeuilles d'effets publics des banques et leurs dépôts n'a commencé à augmenter qu'au troisième trimestre de 1967, restant d'ailleurs, même à cette époque, très faible eu égard aux habitudes américaines. Une certaine reprise des prêts et avances bancaires par rapport au faible niveau du deuxième semestre de 1966 s'est amorcée, mais le montant de ces opérations est demeuré bien moins

TABLEAU 17  
États-Unis : Finances du Gouvernement fédéral

Milliards de dollars.  
Taux annuels corrigés des variations saisonnières.

	1965	1966	1966 T4	1967 T1	1967 T2	1967 T3
1. Recettes courantes <sup>a</sup>	124,8	143,2	148,6	149,1	148,1	152,8
2. Dépenses courantes <sup>a</sup>	123,4	142,9	151,9	160,9	162,8	165,9
3. Déficit courant <sup>b</sup> (2 - 1)	-1,4	-0,3	3,3	11,9	14,7	13,1
4. Acquisitions d'avoirs financiers	4,5	8,3	3,9	3,6	-35,2	24,3
Dont :						
Espèces	-1,4	-0,1	-3,4	-1,7	-12,4	12,0
Impôts dus <sup>c</sup>	0,0	1,5	3,3	1,9	-24,9	2,6
5. Besoins de trésorerie <sup>d</sup> (3 + 4)	3,1	8,0	7,2	15,5	-20,5	37,4
Dont :						
Valeurs mobilières	3,5	6,7	2,2	10,1	-24,0	36,0

a) En termes de comptabilité nationale.

b) Le signe (-) indique un excédent.

c) Excès des impôts dus sur les impôts versés.

d) Y compris les divergences statistiques.

TABLEAU 18. États-Unis :  
Facteurs de variation de la liquidité bancaire  
En milliards de dollars

	Janv.- sept. 1966	Oct. 66 mai 67	Juin- oct. 1967
1. Variation du stock d'or	-0,5	-0,1	-0,1
2. Augmentation du montant des billets en circulation	-0,4	-1,3	-1,0
3. Autres facteurs liés à l'évolution du marché <sup>a</sup>	-0,4	-1,8	-0,3
4. Ensemble des facteurs liés à l'évolution du marché	-1,3	-3,2	-1,4
5. Opérations d'open market	1,6	3,2	1,3
6. Modifications du taux des réserves obligatoires	-0,9	0,9	0,0
7. Ensemble des facteurs traduisant l'action des autorités monétaires	0,7	4,1	1,3
8. Variations des réserves libres (4+7)	-0,6	0,9	-0,1

a) Essentiellement, opérations de l'État et variations du montant des réserves obligatoires entraînées par l'évolution du montant et de la composition des dépôts.

élevé qu'au premier semestre en raison du manque d'animation de la demande de crédits bancaires.

La baisse des liquidités du secteur non financier, qui avait débuté à la fin de 1964, a pris fin au dernier trimestre de 1966. Depuis lors, le rapport de la masse monétaire et celui du montant total des liquidités non bancaires au PNB ont constamment augmenté. Au cours des trois premiers trimestres de 1967, les disponibilités monétaires et quasi-monétaires se sont accrues à un rythme annuel de près de 60 milliards de dollars (accroissement presque égal à la moitié de l'augmentation exceptionnelle de 1965, année où l'expansion économique avait été particulièrement rapide). Le rapport des liquidités non bancaires au PNB n'en est pas moins resté inférieur au niveau atteint au début de 1960.

Une très grande partie des liquidités supplémentaires a été absorbée par le secteur des ménages. Outre que le taux d'épargne des particuliers a été élevé, au cours de cette période, les intéressés se sont massivement défaits de leurs avoirs à moyen et à long terme : ils ont en effet réduit leur portefeuille de valeurs mobilières et de créances hypothécaires de 7,5 milliards de dollars (taux annuel corrigé des variations saisonnières), alors qu'ils l'avaient accru de 11 milliards de dollars en 1966. Le secteur des ménages a ainsi absorbé près des trois-quarts de l'augmentation des disponibilités monétaires et quasi-monétaires. L'évolution des liquidités du secteur des entreprises est un peu plus difficile à apprécier en raison des perturbations que l'accélé-

ration du recouvrement de l'impôt sur les bénéfices a entraîné au deuxième trimestre. Pour faire face à cette obligation fiscale, les entreprises ont liquidé une partie des effets publics qu'elles détenaient, prélevé sur leurs dépôts bancaires et accru leurs émissions d'obligations. Au troisième trimestre de 1967, les pertes de liquidités ont été en partie rattrapées. Tout bien considéré, il semble qu'au cours de cette phase le secteur des entreprises ait quelque peu amélioré l'état de ses liquidités, mais dans des proportions qui ne lui permettraient sûrement pas de financer sans peine une forte reprise de ses investissements sur les avoirs liquides qu'il a pu accumuler.

Dans les derniers mois de 1967, la demande croissante de fonds susceptibles d'être prêtés a continué d'exercer une poussée à la hausse sur les taux. La demande de crédit émanant du secteur privé ne s'est pas accrue au point de dépasser le niveau du premier semestre ; en revanche, les besoins d'emprunt de l'État ont beaucoup augmenté. Étant donné qu'il est obligé de rétablir son encaisse à un niveau plus normal, et que les finances publiques ne bénéficient plus de l'accélération du recouvrement de certains impôts, la situation s'est renversée ; au lieu de procéder comme au premier semestre à des remboursements nets qui avaient atteints, compte tenu des variations saisonnières, l'équivalent annuel de 7 milliards de dollars, l'État devra au second semestre émettre des bons et obligations au rythme de 24,5 milliards de dollars par an. A supposer même que les autres secteurs n'accroissent pas substantiellement leurs emprunts, il se pourrait fort bien qu'au second semestre, la demande totale de capitaux ait dépassé le montant record du premier semestre de 1966, qui était de l'ordre de 80 à 85 milliards de dollars.

D'importants facteurs impondérables planent sur les perspectives pour 1968. Il se pourrait que les besoins de crédit du secteur des entreprises n'augmentent guère ou pas du tout ; une reprise de l'expansion de la production devrait s'accompagner en effet d'un fort accroissement des bénéfices, alors que les résultats des dernières enquêtes ne laissent prévoir qu'un redressement modéré des dépenses d'investissement. D'autre part, les besoins de moyens de financement de l'État dépendront très largement de l'issue des discussions en cours sur l'aménagement de la fiscalité ; mais de toute manière, ils seront sans doute importants. Le niveau élevé que les taux d'intérêt atteignent dès à présent est manifestement dû, pour une bonne part, au fait que le marché s'attend à un resserrement monétaire, ce qui rend particulièrement difficile de prévoir leur évo-

lution. Si le net renforcement de la préférence des particuliers pour la liquidité se révélait avoir été un phénomène essentiellement passager et une simple réaction aux événements de 1966, il y aurait là un facteur de modération.

Un des éléments décisifs sera sans doute le choix du seuil à partir duquel le Federal Reserve Board jugera souhaitable, pour préserver l'efficacité de la politique de régulation de la demande globale, de freiner le rythme actuellement élevé de la création de liquidités. En outre, les autorités souhaiteront certainement maintenir les taux d'intérêt au niveau compatible avec les exigences de la position extérieure. Il semble donc improbable que les taux puissent redescendre au-dessous de leurs niveaux actuels tant que le risque d'inflation et la position de la balance des paiements continueront à être considérés comme les principaux problèmes qui se posent à l'économie.

### *Japon*

Sous l'influence d'une forte progression des dépenses d'investissement, la demande de crédit émanant du secteur privé s'est encore intensifiée au Japon pendant le premier semestre de 1967. Au cours de la période de six mois se terminant en mars 1967, le montant du déficit financier du secteur des entreprises a représenté plus du double de celui qui avait été enregistré un an auparavant. Pour couvrir ce déficit accru, les entreprises ont emprunté davantage aux établissements financiers et ralenti le rythme de leurs achats d'avoirs financiers. De ce fait, l'état de leur trésorerie est allé en se dégradant, et comme elles étaient obligées de recourir de plus en plus à des moyens de financement externes elles sont devenues plus sensibles aux conditions de crédits, bien qu'à un moindre degré que lors des précédentes périodes de haute conjoncture.

En même temps que la demande de crédit du secteur privé augmentait, la balance extérieure (qui est l'un des principaux facteurs de variation de la liquidité bancaire) s'est détériorée, cependant que les opérations du Trésor exerçaient elles aussi une influence monétaire restrictive. De plus, la Banque du Japon a, le 1<sup>er</sup> septembre 1967, relevé son taux d'escompte de 0,365 % (le portant ainsi à un peu moins de 6 %) et décidé de réimposer des directives visant le crédit des banques commerciales. En raison des mesures instaurées en vue de restreindre le crédit, l'expansion des prêts et des opérations d'escompte des banques s'est fortement ralentie en septembre et, pour la première fois depuis de nombreux mois, on a constaté une régression par rapport à l'année précédente. Les marchés des valeurs

avaient commencé à se ressentir du resserrement du crédit avant même l'adoption des mesures de septembre et le volume total des émissions a été moins important au premier semestre de 1967 qu'aux deux semestres précédents. Les rendements, à court terme et à long terme, ont commencé à s'élever et il est devenu beaucoup plus coûteux de se procurer des crédits à l'étranger, depuis la dévaluation de la livre, bien que les autorités aient décidé qu'une partie de l'augmentation du coût des emprunts en sterling serait absorbée par une réduction du taux des commissions bancaires. En cas de nouveau durcissement de la politique monétaire, le maintien de la demande de crédit à un niveau aussi élevé entraînerait très probablement une forte accélération de la hausse des taux d'intérêt, en particulier dans le compartiment du court terme.

#### *Canada*

Au Canada, la décision prise vers la fin de septembre 1967 de porter le taux d'escompte à 5 % n'a pas été le signal annonciateur d'un nouveau resserrement du marché intérieur du crédit ; c'était plutôt la conséquence logique de l'évolution du marché aux États-Unis et au Canada. La demande de capitaux à court terme, modérée au premier semestre de 1967, s'est sensiblement intensifiée au troisième trimestre. D'autre part, le montant net des émissions d'emprunts obligataires industriels et publics a fortement augmenté pendant les trois premiers trimestres. Cet ensemble d'événements auxquels il faut ajouter la préférence marquée des investisseurs pour les avoirs liquides à court terme, ont provoqué, en particulier, une hausse substantielle des taux d'intérêt à long terme, qui ont violemment monté, jusqu'à dépasser d'un demi-point leur niveau record de 1966. En même temps, sous l'effet conjugué d'un affaiblissement de la demande de crédits bancaires au premier semestre de 1967 et d'une politique monétaire expansionniste, les banques ont conservé une liquidité et un potentiel de crédit plus élevés qu'en 1966.

L'adoption des mesures d'austérité budgétaire récemment proposées par le Gouvernement devrait entraîner en 1968 un nouvel allègement de la pression exercée par la demande, donnant ainsi aux autorités monétaires une plus grande aisance pour adapter leur politique à l'évolution de la situation. Il est toutefois probable qu'elles adopteront une attitude prudente, le climat actuel étant caractérisé par la crainte d'une évolution inflationniste ; elles ont en outre la préoccupation constante de veiller à maintenir des conditions propres à favoriser un volume suffisant d'entrées nettes de capitaux. Aussi

le taux d'escompte a-t-il été porté à 6 % à la suite de la dévaluation de la livre.

#### *Italie*

En Italie, pays où l'expansion économique a conservé sa vigueur, la demande de crédit a encore augmenté. Au cours des huit premiers mois de 1967, les prêts accordés par les banques au secteur privé ont progressé près de deux fois plus vite que pendant la période correspondante de 1966. Les prêts des établissements de crédit spécialisés ont aussi augmenté à un rythme plus rapide que l'an dernier, mais le montant net des émissions de valeurs mobilières (y compris celles du secteur public) ont légèrement diminué. Le raffermissement de la demande privée de crédit n'a entraîné ni un resserrement monétaire général, ni une hausse prononcée des taux d'intérêt à long terme. De fait, les taux à long terme ont même un peu baissé au second semestre de 1967. Ainsi, la principale modification intervenue sur le marché monétaire a été une certaine réduction de la liquidité bancaire. En douze mois, d'août 1966 à août 1967, les réserves liquides dont les banques peuvent disposer librement, exprimées en pourcentage du montant de leurs dépôts, sont tombées de 6,0 % à 5,2 %, tandis que, pour sa part, le rapport des prêts aux dépôts était en légère hausse. Les banques ont principalement financé leurs besoins de liquidité par un recours accru aux crédits de la banque centrale et une réduction de leurs avoirs liquides d'origine intérieure. La position extérieure des banques italiennes n'a guère changé au cours de cette période août 1966-août 1967.

Les perspectives assez favorables laissant espérer pour l'an prochain que l'expansion se poursuivra à un rythme satisfaisant tandis que les pressions exercées par la demande s'accroîtront à peine, les pouvoirs publics continueront probablement d'appliquer une politique générale d'aisance monétaire, encore qu'ils puissent souhaiter une certaine hausse des taux d'intérêt à long terme qui contribueraient à freiner les importantes sorties de capitaux signalées en direction du marché des Euro-obligations.

#### *France*

Vers le milieu de 1967, la France a orienté sa politique monétaire dans un sens légèrement plus expansionniste, afin de donner une certaine impulsion à l'ensemble de l'activité économique. La liquidité des banques commerciales a bénéficié d'une certaine aisance en même temps que la réglementation applicable aux achats à tempérament était assouplie et le Trésor a intensifié ses apports de

fonds aux entreprises et aux collectivités locales. Toutefois, le loyer de l'argent, qui avait baissé sans que les pouvoirs publics interviennent jusqu'en août 1967, a été relevé par la suite, pour l'aligner plus ou moins sur les taux du marché des Euro-devises, afin de limiter les sorties éventuelles de capitaux à court terme. Le marché des émissions d'obligations est resté assez tendu pendant l'ensemble de l'année 1967 et les rendements à long terme se sont généralement maintenus aux alentours des niveaux élevés qu'ils avaient atteints en 1966. Les entreprises publiques ont emprunté plus de 100 millions de dollars sur le marché des Euro-obligations à des taux analogues à ceux qui étaient pratiqués sur le marché français.

En dépit de la tendance plus faible de l'activité économique, la demande de crédits est demeurée très active. Au cours des huit premiers mois de 1967, le volume des crédits bancaires accordés au secteur privé a augmenté de 8,9 milliards de francs contre 2,9 milliards pendant la période correspondante de 1966. Ces chiffres donnent toutefois une idée un peu exagérée de la fermeté de la demande de crédit, étant donné que les établissements de crédit spécialisés ont réduit leur concours au secteur privé. D'autre part, le Trésor a fortement augmenté le montant de ses emprunts en raison de l'augmentation du déficit du budget ordinaire, d'un relèvement des dépenses d'investissement et de l'intensification de ses opérations de prêt. Les émissions brutes de valeurs mobilières ont progressé elles aussi à une cadence plus rapide qu'en 1966, mais cette augmentation est due uniquement aux emprunts du secteur public (et principalement à l'emprunt d'équipement émis par le gouvernement).

En juillet et août 1967, les liquidités non bancaires se sont accrues à un rythme exceptionnellement rapide, le mouvement antérieur, caractérisé par un ralentissement pendant le premier semestre, étant ainsi renversé complètement. Sur les huit premiers mois de l'année, le volume total des avoirs liquides du secteur privé non bancaire a augmenté de 19,3 milliards de francs, contre 17,0 milliards pendant la période correspondante de 1966. Les disponibilités quasi-monétaires ont augmenté beaucoup plus rapidement que la masse monétaire, une modification de la structure des taux d'intérêt sur les dépôts ayant incité les déposants à se détourner de la monnaie en faveur de la quasi-monnaie en juillet et août<sup>1</sup>.

1. A partir du milieu de 1967, le versement d'intérêts sur les dépôts à vue a été supprimé; les taux applicables sur les dépôts à terme d'un montant maximum de 250 000 francs et d'une durée de deux ans et moins, ont été relevés de 0,5 %, et les taux des dépôts à terme d'un montant plus élevé et d'une durée d'environ 2 ans ont été libérés.

La liquidité des banques n'a guère varié; à la fin du mois d'août le rapport de leurs prêts à leurs dépôts était sensiblement le même qu'à la fin de 1966. Au troisième trimestre, les opérations du Trésor ont eu une influence favorable sur la liquidité bancaire; mais le relèvement progressif des taux des réserves obligatoires récemment institués en remplacement de l'ancien coefficient de trésorerie a absorbé une partie de l'accroissement des liquidités bancaires.

Bien que la demande se soit probablement raffermie au second semestre de 1967, les perspectives d'une expansion continue à un taux satisfaisant restent assez incertaines, et à ne considérer que l'état de la conjoncture intérieure on aurait, semble-t-il, de bonnes raisons de suivre une politique d'assez grande aisance monétaire. Une telle politique pourrait toutefois être incompatible avec l'objectif recherché par le gouvernement, à savoir éviter les sorties de capitaux; or c'est précisément à quoi elle risquerait d'aboutir si les taux d'intérêt continuaient de monter à l'étranger.

### *Allemagne*

Les autorités allemandes suivent depuis le début de 1967 une politique d'aisance monétaire presque agressive. La liquidité bancaire a considérablement augmenté en raison surtout d'une réduction massive des taux de réserves obligatoires (équivalent au total à 6 milliards de DM environ pour la période de dix mois se terminant en septembre 1967) et, plus récemment, d'importantes opérations d'open market consistant en achats de fonds d'État (voir tableau 19). De ce fait, les taux d'intérêt pratiqués sur le marché monétaire sont tombés à des niveaux fort bas: l'argent au jour le jour se traitait aux environs de 2 % l'an en octobre et novembre 1967, soit bien au-dessous du taux d'escompte (3 %). La baisse des taux à long terme, en revanche, n'a été qu'éphémère: après avoir régressé d'environ 1,5 %, les rendements des fonds d'État se sont stabilisés aux alentours de 6,8 % au printemps de 1967 et la hausse aurait repris à l'automne si la Bundesbank, modifiant nettement sa politique, ne s'était pas lancée dans d'importantes opérations d'open market pour son propre compte. Actuellement, il semble que, dans leur grande majorité, les professionnels s'attendent à une nouvelle poussée à la hausse.

Le coût moins élevé de l'argent et l'abondance du crédit n'ont pas eu une action stimulante très vive sur la demande privée de crédit au premier semestre de 1967, étant donné le ralentissement constant de l'activité économique. Le secteur des entreprises a conservé d'importantes disponibilités

TABLEAU 19.  
**Allemagne : Facteurs de variation de la liquidité bancaire**  
 En milliards de DM

	1965 I	1965 II	1966 I	1966 II	1967 I	1967 T3
Facteurs liés à l'évolution du marché <sup>a)</sup>	-1,85	-2,53	-2,09	1,84	0,16	-1,11
Facteurs traduisant l'action des autorités monétaires <sup>b)</sup>	-0,28	1,00	-1,00	1,01	2,27	3,08
Crédits de la Banque centrale	1,30	0,34	2,61	-1,85	0,85	-1,31
Évolution des disponibilités des banques	-0,83	-1,19	-0,48	1,00	3,28	0,66
Emplois :						
Acquisition d'avoirs liquides d'origine intérieure	-0,96	-0,91	-0,44	0,08	1,14	0,37
Acquisition d'avoirs liquides sur l'étranger	0,13	-0,28	-0,04	0,92	2,14	0,29

a) Transactions avec l'étranger, variations du montant des billets en circulation, opérations de l'État et variations du montant des réserves obligatoires entraînées par l'évolution du montant et de la composition des dépôts.

b) Opérations d'open market effectuées avec le secteur non bancaire et variations du montant des réserves résultant des modifications des taux des réserves obligatoires.

internes ; il a réduit ses investissements et a même eu un léger excédent de moyens de financement, ne faisant appel à l'emprunt que pour accroître ses avoirs financiers (principalement ses avoirs liquides). En revanche, les activités d'emprunt du secteur public se sont fortement accrues, sans toutefois parvenir à compenser la diminution des emprunts du secteur privé. En conséquence, la demande totale de crédit est restée au premier semestre de 1967 sensiblement au-dessous des niveaux qu'elle avait atteints aux premiers semestres de 1965 et de 1966 (voir tableau 20). Pendant le troisième trimestre, la situation a toutefois changé en même temps que le climat des affaires. Le montant des emprunts contractés auprès des banques par le secteur non financier allemand s'est accru de 7,6 milliards de DM, contre une augmentation de 5,2 milliards au troisième trimestre de 1966. Bien qu'une large part de cet accroissement doive être attribuée aux emprunts du secteur public, la demande de crédit du secteur privé a été en nette reprise, et les montants des crédits bancaires à ce secteur ont dépassé ceux de l'année précédente pour la première fois depuis le premier trimestre de 1966.

Comme la demande de crédit était faible au premier semestre de 1967, les banques ont placé une grande partie de leurs disponibilités en avoirs liquides étrangers. Pendant les trois premiers trimestres de 1967, elles ont placé 2,4 milliards de DM de leurs disponibilités liquides à l'étranger, n'investissant que 1,5 milliard en Allemagne. Une telle fuite de liquidités — impossible à éviter en régime de libre convertibilité et eu égard aux différences de

taux d'intérêt — montre qu'en pareil cas le volume des liquidités qu'on est obligé de créer pour exercer une influence déterminée sur les taux d'intérêt intérieurs est plus élevé qu'il ne le serait dans d'autres circonstances. Au début de juillet, la Bundesbank a tenté de peser davantage sur les taux intérieurs en freinant les exportations de capitaux ; pour cela elle a élargi la marge de part et d'autre de laquelle elle intervient sur le marché des changes, élevant ainsi le coût de la couverture à terme et réduisant l'attrait des opérations d'arbitrage. Toutefois, cette mesure paraît n'avoir eu qu'un effet limité et les banques ont continué d'accroître leurs avoirs liquides sur l'étranger — à un rythme un peu plus lent il est vrai.

Du fait de la détente du marché du crédit, une reprise très marquée s'est produite en 1967 sur les marchés des valeurs mobilières. Au cours des dix premiers mois, le montant total net des émissions d'obligations (13,3 milliards de DM) a été trois fois plus élevé que celui de la période correspondante de 1966 et les montants exceptionnels de 1964 ont même été dépassés. Les banques commerciales ont de nouveau été les principaux acquéreurs de valeurs mobilières. Elles ont en effet accru leurs portefeuilles de valeurs à intérêt fixe de 9 milliards de DM, soit 80 % du montant net des émissions opérées pendant les neuf premiers mois de 1967, contre seulement 0,7 milliard (20 % des émissions nettes) en 1966, et alors que la participation considérée comme « normale » des banques se situe entre 30 et 40 %. En revanche, le secteur non bancaire allemand a fait plutôt moins de placements en valeurs mobilières que l'année précédente, en raison peut-être de l'augmentation de la préférence des ménages pour la liquidité. Ce phénomène, s'ajoutant à la forte demande de capitaux à long terme, qui a obligé les pouvoirs publics à continuer de limiter ses recours au marché financier, explique dans une certaine mesure la fermeté des taux à long terme en regard de larges disponibilités de crédit. Pour par-

TABLEAU 20.  
**Allemagne : Montant total des emprunts contractés par les secteurs non financiers**  
 En milliards de DM

	1965 I	1965 II	1966 I	1966 II	1967 I
Secteur public	2,9	5,6	1,3	7,4	5,5
Entreprises	18,2	14,9	15,4	8,8	5,8
Construction résidentielles	6,8	9,6	7,1	9,1	6,4
Ménages	0,1	1,0	0,4	0,2	-0,1
Étranger	0,5	0,2	2,1	3,4	5,7
TOTAL	28,5	31,3	26,3	28,9	23,3

venir à les faire baisser davantage, il faudrait sans doute procéder à des achats véritablement massifs sur le marché — entre août et novembre, la Bundesbank aurait acquis pour environ 900 millions de DM de fonds d'Etat pour son propre compte, or ces achats n'ont fait baisser les taux que de moins d'un dixième de point.

Le point d'inflexion inférieur du cycle des investissements paraît avoir été atteint dans le courant du second semestre de 1967. En 1968, les entreprises seront sans doute en mesure de financer en grande partie sur leurs disponibilités internes l'augmentation modérée de leurs dépenses d'investissements fixes à laquelle on s'attend, et il est probable que la demande de crédit du secteur privé restera relativement limitée. Les transactions avec l'étranger pourraient accroître les liquidités intérieures dans les mêmes proportions qu'en 1967. D'autre part, si les projets budgétaires actuels sont votés et mis à exécution, le déficit du secteur public n'augmentera sans doute pas beaucoup ; il pourrait même diminuer si les prévisions relatives à un accroissement des dépenses des États et des collectivités locales ne se réalisent pas intégralement. Dans ces conditions — et sans écarter la possibilité d'un retournement de situation qui mettrait fin à l'aisance exceptionnelle du marché de l'argent — il semblerait qu'une nouvelle baisse des taux des prêts à moyen et à long terme soit à la fois possible et souhaitable.

#### *Les Petits Pays industrialisés*

L'afflux massif de capitaux étrangers que la Suisse a connu à la suite de la crise du Moyen-Orient a entraîné une détente prononcée de la situation monétaire, dont la Banque nationale a pris acte en abaissant son taux d'escompte. Sur le marché intérieur, la demande de crédits bancaires est restée relativement faible, mais les émissions de valeurs mobilières se sont en gros maintenues au même niveau que l'an dernier, ce qui aide à expliquer le fait que les taux d'intérêt à long terme n'ont pas baissé et sont restés à un niveau qui, pour la Suisse, est exceptionnellement élevé. Les taux d'intérêt à court terme avaient fléchi au cours de l'été, mais vers le milieu d'octobre les banques ont relevé par deux fois le taux des dépôts à trois mois, afin de conserver des fonds liquides en Suisse en prévision de l'échéance toujours difficile de fin d'année. Alors que les perspectives économiques intérieures sembleraient justifier le maintien de l'aisance monétaire, les autorités suisses ne sont pas parfaitement armées pour parer aux effets contagieux de la hausse des taux d'intérêt que l'on observe à l'étranger sur certaines places financières importantes.

Sous l'effet conjugué de la politique de restrictions appliquée en 1966 et du ralentissement de l'expansion dans les pays voisins, l'activité économique a subi un coup de frein général aux Pays-Bas. De ce fait, les autorités ont assoupli leur politique monétaire dans les premiers mois de 1967 ; le taux d'escompte a été abaissé de 5 à 4,5 % en mars, toutes les restrictions quantitatives au crédit ont été supprimées en juin et les conditions régissant les emprunts des particuliers et les achats à tempérament ont été assouplies en septembre. Les taux des bons du Trésor ont baissé au premier trimestre et ils sont restés relativement stables depuis lors. Les rendements des obligations d'État à long terme, qui avaient oscillé aux alentours de 6,5 % durant une grande partie de l'année dernière, sont tombés au taux très bas de 5,77 % en avril ; par la suite ils sont remontés à peu près parallèlement à l'évolution qui se produisait dans les autres pays. Les besoins nets de financement de l'Administration centrale s'accroîtront encore cette année et seront en partie couverts par des emprunts à court terme. Cette politique expansionniste doit en principe être poursuivie en 1968.

En Belgique, malgré la stagnation de l'activité économique, les emprunts du secteur privé sont demeurés importants, en partie parce que des entreprises étrangères finançaient leurs investissements en faisant appel au marché local. Depuis que le ralentissement actuel a débuté, la politique monétaire a été progressivement assouplie ; le taux d'escompte a été abaissé à quatre reprises entre février et le milieu de septembre et les dernières restrictions de crédit ont été levées en juin, les banques étant toutefois invitées à continuer de faire preuve de modération et de discernement dans leurs opérations de crédit. Les taux d'intérêt sont redescendus au-dessous de leurs niveaux de 1966 et, à en juger par la situation intérieure, il serait bon que cette évolution se poursuive l'an prochain.

En Suède, la politique monétaire a été assouplie en 1967 et la demande de crédit s'est ranimée. Le déficit budgétaire important qui était apparu au cours de la phase de ralentissement de l'expansion, a été en partie financé par la Riksbank, ce qui a eu pour effet d'accroître la liquidité bancaire. Les taux d'intérêt à court terme sont redescendus à leur niveau du début de 1964 et les taux à long terme ont fléchi d'environ trois-quarts de point. En 1968, un certain resserrement monétaire s'imposera peut-être, pour des raisons d'ordre intérieur aussi bien qu'extérieur.

# MOUVEMENTS INTERNATIONAUX DE CAPITAUX

## Fonds bancaires

Aux États-Unis et en Allemagne la politique monétaire restrictive ayant fait place au début de 1967 à une politique d'aisance délibérée, une nette détente s'était produite pendant les cinq premiers mois de l'année sur les marchés financiers internationaux. Le taux des dépôts en Euro-dollars était tombé de 7,25 % en décembre 1966 aux alentours de 4,75 % à la fin d'avril. Le taux de rendement moyen des Euro-obligations, calculé sur une série d'emprunts assez représentatifs, avait également fléchi, mais dans des proportions bien moindres, et s'établissait à 6 $\frac{1}{4}$  %, en baisse d'environ un demi-point. Ces variations s'étaient accompagnées de mouvements de fonds bancaires d'une grande ampleur (tableau 21) qui ont facilité le financement des soldes des opérations courantes des pays à balance excédentaire pendant une grande partie de l'année.

Comme le Royaume-Uni réglait à l'époque sa politique monétaire sur l'évolution enregistrée à l'étranger, les différences de taux d'intérêt avaient, pendant les cinq premiers mois de l'année, incité les capitaux à court terme à venir se placer à Londres. Sous l'influence des apports de fonds sur le marché londonien, la confiance dans la livre s'était raffermie et les capitaux spéculatifs, précédemment retirés de cette place, avaient commencé d'y refluer. Le Royaume-Uni avait, en conséquence, enregistré au premier semestre de 1967 des entrées de fonds à court terme se chiffrant à près de 0,9 milliard de dollars. Cet afflux trouvait en grande partie son origine dans les sorties de capitaux à court terme de l'ordre de 2 milliards de dollars qu'enregistraient dans le même temps les États-Unis, l'Allemagne, la Suisse et la France, et dont les autres bénéficiaires étaient le Japon, l'Italie, le Canada et les petits pays de l'OCDE, notamment les Pays-Bas et la Belgique (voir tableau 21).

Un changement s'est produit vers la fin du mois de mai ; la tendance généralisée à la baisse des taux d'intérêt a cessé et s'est même inversée dans certains pays (États-Unis, Canada, Japon et plus récemment Pays-Bas). La situation monétaire s'étant ainsi modifiée, les taux d'intérêt pratiqués à Londres ont commencé à perdre de leur attrait. De plus, les remous provoqués par la crise du Moyen-Orient ont de nouveau ébranlé la confiance dans la livre et, entre mai et août, Londres a enregistré une fois de plus des retraits de capitaux.

Dans les mois suivants, la livre sterling a continué d'être soumise à une pression intermittente et les mouvements de capitaux spéculatifs sont allés croissant pour prendre une ampleur massive dans les jours qui ont précédé la dévaluation du 18 novembre 1967. A la suite de cette mesure, on a assisté à un important reflux des fonds spéculatifs vers Londres. Le relèvement du taux de l'escompte qui, au Royaume-Uni et en Amérique du Nord, a accompagné la dévaluation de la livre a fortement accru l'attrait exercé par les taux d'intérêt pratiqués à Londres, à New York et sur le marché de l'Euro-dollar par rapport à ceux des places des pays d'Europe continentale. Il est toutefois difficile d'évaluer dans quelle mesure les avantages de rendement présentés par ces marchés ont effectivement attiré des fonds en provenance d'Europe continentale dans les derniers mois de 1967, du fait que l'influence des facteurs saisonniers a été très grande et que des montants élevés de liquidités du secteur privé ont manifestement été convertis en or.

Faisant abstraction des facteurs saisonniers, on a tout lieu de penser que dans les mois qui viennent l'Allemagne demeurera largement exportatrice de capitaux à court terme. Toutefois, en raison de l'évolution de sa situation intérieure, les possibilités d'encourager de semblables mouvements de fonds se sont peut-être sensiblement réduites. Par contre, en l'état actuel de la conjoncture intérieure, il semblerait indiqué de faire un nouvel effort en vue d'obtenir une baisse des taux effectivement demandés aux emprunteurs à moyen et à long terme, et dans la mesure où cet effort aboutirait à ce que l'excédent courant allemand soit financé par des sorties de capitaux moins instables, il pourrait être également bénéfique du point de vue international.

La France pourrait continuer, elle aussi, d'enregistrer des sorties nettes de capitaux à court terme. Pour essayer d'enrayer les départs de fonds à l'étranger, les autorités de ce pays ont fait des efforts répétés, relevant les taux d'intérêt en 1966, freinant leur tendance à la baisse en 1967, puis les relevant de nouveau récemment ; mais ces efforts n'ont pas pleinement abouti, car les sorties de fonds à court terme se sont poursuivies. Les entrées enregistrées au cours de l'été ont revêtu un caractère en partie spéculatif, en partie saisonnier (ce qui fait que les fonds en cause ont peut-être réémigré depuis lors), en même temps qu'elles correspondaient pour une part au rapatriement du produit de divers emprunts émis sur le marché des Euro-obligations.

TABLEAU 21.

**Évolution des mouvements de capitaux du 1<sup>er</sup> semestre 1966 au 1<sup>er</sup> semestre 1967**

Milliards de dollars

	Total	Fonds bancaires	Autres capitaux privés à court terme <sup>a</sup>	Dont : Capitaux privés à long terme <sup>b</sup>		
				Total	Investissements directs	Autres
États-Unis	-2,1	-1,8	-0,2	0,1	0,2	-0,1
Royaume-Uni	1,8	0,8	0,8	0,2	0,2	0,0
<b>TOTAL</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,1</b>
France <sup>c</sup>	0,0	-0,1	...	...	...	...
Allemagne	-1,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,0	-0,5
Italie	0,2	0,5	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1
<b>TOTAL</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,6</b>
Autres pays européens de l'OCDE	-0,1	-0,3 <sup>d</sup>	...	...	...	...
Canada	-0,1	0,3	-0,3	-0,1	-0,1	0,0
Japon	0,6	0,5	0,2	-0,1	0,0	-0,1
<b>TOTAL OCDE</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>

Note : Le signe " - " indique une diminution des entrées ou une augmentation des sorties.

a) Y compris les transactions non recensées.

b) La ventilation a été rectifiée pour l'Allemagne et les États-Unis, afin d'éliminer l'opération Texaco.

c) Transactions avec les pays n'appartenant pas à la zone franc.

d) A l'exclusion de la Suisse.

L'état actuel de la demande intérieure justifierait, semble-t-il, que l'on s'oriente vers une politique d'assez grande aisance monétaire et donne à penser que les écarts entre taux d'intérêt pourraient continuer à jouer en faveur des marchés internationaux. Cette dernière remarque semble pouvoir s'appliquer également à la Suisse.

L'Italie, qui fournissait précédemment des fonds bancaires aux marchés internationaux, a commencé en 1967 d'en attirer à elle ; et s'il est vrai que les entrées qu'elle a enregistrées ont été en partie contrebalancées par un accroissement des sorties au titre des transactions non recensées (vraisemblablement imputable à l'octroi de crédits commerciaux), cet accroissement n'a pas été suffisamment fort pour empêcher un certain gonflement des réserves italiennes. Au total, les sorties nettes de capitaux que ce pays enregistre vont probablement se poursuivre, en fonction de l'intensité de l'« attraction » exercée par les autres places financières ; mais leur ampleur sera sans doute moins grande qu'au deuxième semestre de 1966.

Contrairement à ce qui se passait dans les pays précités, les taux d'intérêt sont allés en s'élevant aux États-Unis, au Royaume-Uni, au Canada et au Japon. D'après les derniers renseignements dont on dispose, les mouvements de fonds bancaires enregistrés par les États-Unis se sont une fois de plus inversés : de mai à septembre, la position extérieure nette des banques de ce pays aurait subi une détérioration de l'ordre de 1,5 milliards de dollars<sup>1</sup>. Au Japon, les entrées de capitaux bancaires qui se sont

produites au premier semestre de 1967 avaient dans une certaine mesure un caractère saisonnier ; il se pourrait toutefois que les mesures monétaires restrictives que ce pays a prises récemment incitent les banques à accroître encore leurs emprunts à l'étranger. Étant donné les rapports actuels entre les niveaux des taux d'intérêt, il est probable que le Royaume-Uni, l'Amérique du Nord, le Japon et certains petits pays de l'OCDE continueront d'exercer une « attraction » sur les capitaux qui alimentent les marchés financiers européens. L'essentiel est de savoir si les autres pays industriels admettront que persiste cette attraction qui s'exerce sur leurs réserves. Comme il est indiqué par ailleurs, la situation intérieure qui prévaut dans la plupart de ces pays ne justifierait certainement pas l'adoption de mesures monétaires restrictives tendant à enrayer les sorties de capitaux.

### Ensemble des mouvements de capitaux

Au premier semestre de 1967 les sorties nettes de capitaux privés de l'ensemble de la zone de l'OCDE ont apparemment dépassé de 1,8 milliard de dollars leur montant du premier semestre de 1966, et pour

1. Les montants exacts sont difficiles à déterminer, car lorsque les Banques centrales interviennent sur le marché de l'Euro-dollar, comme elles l'ont fait en juin pour atténuer ses fluctuations saisonnières, leurs opérations tendent à gonfler les engagements des banques des États-Unis envers les détenteurs de dépôts privés et sont de ce fait impossibles à distinguer des retraits de fonds proprement dits effectués par lesdites banques.

les douze mois de la période allant de juillet 1966 à juin 1967, elles semblent avoir été de l'ordre de 4,5 à 5 milliards de dollars, contre environ 3 milliards au cours des douze mois précédents. Il semblerait que cette évolution ait été liée à la fois au fort accroissement de l'excédent de la balance courante de la zone de l'OCDE avec le reste du monde et à la détente monétaire très sensible qui s'est produite à l'intérieur de la zone depuis la fin de 1966.

Outre ces fluctuations très sensibles des mouvements de capitaux entre la zone de l'OCDE et les pays non Membres, il faut noter que par rapport au premier semestre de 1966, le premier semestre de 1967 a également été marqué par de très nettes modifications des mouvements de capitaux à l'intérieur de la zone<sup>1</sup>. Les balances globales des opérations en capital du Royaume-Uni et du Japon se sont améliorées respectivement de 1,8 et de 0,6 milliard de dollars, tandis que celle de l'Allemagne se détériorait de 1,8 milliard et celles des États-Unis de 2,1 milliards. On a déjà décrit le rôle que les fonds bancaires ont joué dans cette évolution ; de plus, les soldes des mouvements de capitaux non monétaires à court terme et des transactions non recensées ont accusé des oscillations du type classique (dus surtout à des variations des termes de paiement commerciaux), dont l'effet normal a été de compenser en partie les oscillations des balances commerciales.

Si l'on prend un peu plus de recul et si l'on s'attache à étudier comment a évolué la balance combinée des opérations en capital du secteur privé des deux pays à monnaie de réserve d'une part et de la CEE d'autre part, on s'aperçoit que les mouvements de fonds à court terme ont joué un rôle beaucoup plus restreint et, à vrai dire, presque négligeable. Pendant la dernière période de douze mois pour laquelle on a des chiffres, les sorties de capitaux privés des États-Unis et du Royaume-Uni pris ensemble ont diminué au total de 0,9 milliard de dollars par rapport à leur montant des douze mois précédents. Toutefois, les mouvements de capitaux à court terme d'une grande ampleur qui se sont produits dans les deux pays ont tendu à se compenser à peu de chose près, et les entrées nettes de capitaux de cette catégorie sont restées de l'ordre d'un milliard de dollars au cours des deux périodes. A la suite des mesures que les deux pays avaient prises pour freiner les exportations de capitaux, les investissements de portefeuille et les autres mouvements de capitaux privés à long terme, dont le compte faisait auparavant ressortir un faible déficit, se sont soldés par des entrées nettes de 0,8 milliard de dollars, soit une variation de près de 1 milliard ;

TABLEAU 22.  
Balance des opérations en capital  
du secteur privé des pays à monnaie de réserve  
et des pays de la CEE, 1962-1967  
Milliards de dollars

	Ens. des opér. en capital du secteur privé	Capitaux à court terme <sup>a</sup>	Investissements directs	Autres capitaux à long terme
<b>PAYS A MONNAIE DE RÉSERVE</b>				
Moyenne 1962-1965	-4,3	-0,3	-2,6	-1,4
Du milieu de 1965 au milieu de 1966	-2,2	0,9	-2,9 <sup>b</sup>	-0,1 <sup>b</sup>
Du milieu de 1966 au milieu de 1967	-1,3	1,0	-3,2	0,8
<b>PAYS DE LA CEE<sup>c</sup></b>				
Moyenne 1962-1965	1,2	0,4	0,8	0,0
Du milieu de 1965 au milieu de 1966	0,5	-0,2	0,7 <sup>b</sup>	-0,1 <sup>b</sup>
Du milieu de 1966 au milieu de 1967	-2,0	-0,8	-1,2	

a) Fonds bancaires, capitaux non monétaires à court terme et transactions non recensées.

b) Non compris l'opération Texaco.

c) Pour la France, transactions avec les pays extérieurs à la zone franc seulement.

toutefois le montant net des investissements directs à l'étranger s'est encore légèrement accru (voir tableau 22).

A l'intérieur de la CEE, les mouvements de capitaux à court terme semblent aussi s'être en grande partie compensés ; c'est ainsi que tandis qu'en Allemagne les sorties de fonds bancaires s'accroissaient fortement, l'Italie attirait à elle des fonds de cette nature au lieu d'en exporter comme précédemment. Par ailleurs, les entrées nettes de capitaux liées à des investissements directs à l'intérieur de la CEE ont légèrement fléchi ; toutefois, ce sont les opérations comptabilisées sous la rubrique « autres capitaux à long terme » qui paraissent avoir été de loin le principal facteur de l'augmentation d'environ 1,75 milliard de dollars enregistrée pour les sorties totales de capitaux privés. Une grande partie de cette augmentation semble avoir été due à l'octroi de crédits commerciaux de longue durée à des pays n'appartenant pas à l'OCDE<sup>2</sup>. Cependant, il s'est

1. On a choisi cette période afin d'éliminer l'incidence des facteurs purement saisonniers.

2. La catégorie d'opérations en cause comprend toutefois aussi le montant estimatif des exportations nettes de billets de banque italiens, dont on pense qu'elles correspondent de plus en plus, depuis quelque temps, à des achats de titres étrangers.

aussi produit un renversement de solde des investissements de portefeuille, ce qui pourrait avoir une certaine portée pour l'avenir si les modifications intervenues depuis 1965 dans la structure internationale des taux d'intérêt, et qui ont tendu à réduire l'écart entre les taux à long terme pratiqués aux États-Unis et en Europe, se révélaient durables (tableau 23). On a quelques raisons de croire qu'il en sera effectivement ainsi et que le changement intervenu en 1966 et 1967 dans les investissements de portefeuille et les autres mouvements de capitaux à long terme ne s'explique pas simplement par les différences cycliques du climat général des investissements prévalant dans les pays d'Europe continentale d'une part et aux États-Unis et au Royaume-Uni de l'autre. La comparaison des chiffres de 1966-1967 et de la moyenne de la période 1962-1965 permet de constater qu'il semble se dégager de ces mouvements de capitaux une tendance foncière favorable aux pays à monnaie de réserve. L'amélioration de 3 milliards de dollars du compte des opérations en capital de ces pays, enregistrée entre la moyenne de la période 1962-1965 et les années 1966 et 1967 (et qui a eu pour contrepartie une détérioration du même ordre du compte des opérations en capital des pays de la CEE) est due, pour la part de loin la plus importante, à une évolution favorable du solde des investissements de

TABLEAU 23. Taux d'intérêt à long terme, sept./oct. 1965 - sept./oct. 1967  
Taux d'intérêt annuels en pourcentage

	Fonds d'État		Obligations des sociétés privées	
	Sept.-oct. 1965	Sept.-oct. 1967	Sept.-oct. 1965	Sept.-oct. 1967
États-Unis	4,3	5,1	4,5	5,7
Royaume-Uni	6,3	6,9	7,0	7,6
Allemagne	7,4	6,8	7,3	7,1
France	6,3	6,6	7,1	7,4 <sup>a</sup>
Italie	6,7	6,7	7,1	6,8 <sup>a</sup>
Marché des Euro-obligations	5,8	6,6	6,0	6,7
ÉCART AU DÉTRIMENT DES ÉTATS-UNIS				
Royaume-Uni	2,0	1,8	2,5	1,9
Allemagne	3,1	1,7	2,8	1,4
France	2,0	1,5	2,6	1,7
Italie	2,4	1,6	2,6	1,1
Marché des Euro-obligations	1,5	1,5	1,5	1,0

Sources : Statistiques nationales ; pour les emprunts publics en France et en Italie : *Intinco*, Londres ; taux des Euro-obligations ; OCDE et *Bondtrade*, Bruxelles.

a) Septembre.

TABLEAU 24.  
Nouvelles émissions sur le marché  
des Euro-obligations de 1965 à octobre 1967  
En millions de dollars

Emprunteurs	1965	1966	1966	1967
			Dix premiers mois	
États-Unis <sup>a</sup>	331	439	373	405
Royaume-Uni	25	40	15	56
CEE	181	168	165	340
dont :				
France	30	—	—	130
Allemagne	20	65	65	45
Italie	45	60	60	65
Japon	35	—	—	—
Autres pays de l'OCDE	265	187	147	371
Institutions et sociétés de financement spécialisées européennes.	86	163	128	175
Pays non-OCDE et institutions internationales.	183	120	85	289
TOTAL GÉNÉRAL	1.106	1.117	913	1.636

Source : OCDE.

a) Sociétés spécialisées dans les opérations de financement.

portefeuille et des autres opérations en capital à long terme. Tandis que les sorties nettes au titre des investissements directs augmentaient de 0,6 milliard de dollars, le solde des investissements de portefeuille et des autres opérations à long terme s'améliorait de 2,2 milliards et celui des opérations en capital à court terme de 1,3 milliard.

Les opérations de portefeuille pourraient de ce fait se mettre à jouer un rôle moins modeste comme mode de financement des excédents. Le changement de climat récemment observé sur les marchés boursiers a incité certains porteurs de valeurs mobilières à transférer leurs capitaux tant vers les États-Unis que vers le Royaume-Uni, encore que pour une partie il se soit agi uniquement de capitaux que des résidents de ces pays rapatriaient. En Allemagne, par exemple, les sorties de capitaux privés à long terme ont été en partie imputables aux prises de bénéfices de détenteurs étrangers de valeurs à revenu fixe et au remboursement, par des entreprises allemandes, de leurs emprunts à long terme. Néanmoins, la recrudescence d'activité récemment observée sur le marché des Euro-obligations pourrait bien être le signe que des liquidités internationales de plus en plus importantes sont investies en

valeurs mobilières au lieu d'être placées sur le marché des Euro-devises. Le volume des émissions nouvelles s'est sensiblement accru en 1967 : il a atteint 1,6 milliard de dollars au cours des dix premiers mois, au lieu de 1,1 milliard pour l'ensemble de l'année 1966 (voir le tableau 24). Bien que les principaux bénéficiaires de cet accroissement aient été des pays à balance excédentaire, notamment ceux de la CEE et les petits pays de l'OCDE, l'extension que le marché des Euro-obligations est en train de prendre donne à penser qu'il pourrait devenir l'un des principaux canaux d'acheminement des capitaux d'investissement internationaux.

En 1967, le marché a apparemment pu satisfaire la demande de fonds sans difficulté et les taux d'intérêt pratiqués sont demeurés relativement stables. S'établissant à l'heure actuelle à 6,7 %, les rendements obtenus sur le marché des Euro-obligations sont sensiblement égaux à ceux des fonds d'État allemands et français et ne dépassent pas de deux-dixièmes de point les taux appliqués aux États-Unis aux emprunteurs autres que ceux qui offrent des garanties financières de premier ordre. Si les efforts déployés pour faire baisser les taux à long terme, en Allemagne notamment, étaient couronnés

de succès, les investissements de portefeuille pourraient gagner en importance comme mode de financement de l'excédent extérieur de la CEE. En Italie, les détenteurs de capitaux avaient déjà avantagé en 1966 et 1967 à les investir sur le marché des Euro-obligations et les souscriptions aux Euro-émissions ont dû atteindre un montant appréciable, quoique impossible à chiffrer. Par contre, les entreprises françaises continuent d'avoir intérêt à emprunter sur le marché des Euro-obligations — ce qu'un certain nombre d'entre elles ont d'ailleurs fait en 1967 — et, pour réduire l'attrait que ce marché présente dans leur cas, une action des pouvoirs publics serait nécessaire. Au Royaume-Uni enfin, les emprunteurs n'ont guère fait appel jusqu'ici au marché des Euro-obligations, bien que le rendement moyen des emprunts émis par les sociétés britanniques (7,7 %) soit supérieur à celui des émissions du même type placées sur ledit marché. Maintenant que la livre a été dévaluée, le coût de la couverture à terme du change ne devrait plus compenser l'écart existant entre les coûts des opérations d'emprunt ; il subsiste néanmoins encore des obstacles structurels, notamment le régime fiscal qui dissuade les emprunteurs britanniques de recourir aux marchés financiers internationaux.

## ÉQUILIBRE DES BALANCES DES PAIEMENTS

L'évolution, décrite plus haut, des balances courantes et des mouvements de capitaux ne paraît pas avoir sensiblement atténué le déséquilibre foncier des paiements internationaux, qui tend à prendre un caractère pour ainsi dire permanent. De plus, des mouvements de fonds instables, dus aux fluctuations de la confiance, ont provoqué de sérieuses perturbations.

L'intensité de la demande ayant plus fortement diminué aux États-Unis qu'ailleurs, l'excédent courant de ce pays est remonté aux alentours de 2,5 milliards de dollars, tout en restant cependant nettement inférieur à son chiffre moyen des années 1960 à 1966, ainsi qu'au montant habituel des exportations américaines de capitaux non monétaires<sup>1</sup>. Au Royaume-Uni, contrairement à ce qu'on espérait, la tendance à l'amélioration de la balance courante s'est inversée cette année, en dépit de la marge croissante de ressources inutilisées dont l'économie

disposait<sup>2</sup>. Au Japon, où l'apparition d'un excédent courant substantiel avait permis de financer des sorties accrues de capitaux à long terme, un renversement de situation presque complet s'est produit sous l'effet conjugué de la rapidité de l'expansion intérieure et du fléchissement de l'activité à l'étranger. Par contre, l'excédent courant des pays de la CEE, tout en étant principalement dû cette fois à l'Allemagne et non plus, comme auparavant, à la France et à l'Italie, a atteint le chiffre global sans précédent de 4 milliards de dollars et sa progression a absorbé la plus grande partie de l'augmentation cyclique de l'excédent global de la zone de l'OCDE à l'égard du reste du monde (voir le tableau 25).

1. De 1960 à 1966 ces exportations avaient atteint en moyenne 5,4 milliards de dollars par an.

2. Cette évolution a été due en partie à l'action de facteurs exceptionnels (voir page 21).

TABLEAU 25.

**Paiements courants et capitaux non monétaires**Milliards de dollars  
Estimations et prévisions

	Paiements courants				Capitaux non monétaires	
	Moyenne 1960-66	1966	1967	1968	Moyenne 1960-66	1966
France <sup>a</sup>	0,58	0,17	-0,3	-0,4	0,18	-0,01
Allemagne	0,01	0,11	2,6	2,5	0,48	0,61
Italie	0,77	2,13	1,5	1,1	-0,37	-1,48
Royaume-Uni	-0,24 <sup>b</sup>	-0,05 <sup>b</sup>	-0,6 <sup>b</sup>	0,3 <sup>b</sup>	-0,39	-0,46
États-Unis	3,16	2,18	2,5	2,3	-5,39	-4,78
Canada	-0,84	-1,05	-0,7	-1,0	0,95	1,18
Japon	0,01	1,25	0,0	0,0	0,00	-0,94
Autres pays du nord de la zone OCDE	-0,55	-1,05	-0,5	-0,7	1,17 <sup>c</sup>	1,15 <sup>c</sup>
Autres pays du sud de la zone OCDE	-0,36	-0,95	-0,6	-0,3	0,55	0,87
TOTAL, pays de la CEE	1,45	2,12	4,0	3,4	0,35	-0,74
TOTAL OCDE	2,53	2,74	3,9	3,8	-2,83	-3,86

a) Transactions avec les pays n'appartenant pas à la zone franc.

b) Non compris les paiements relatifs aux importations militaires en provenance des États-Unis.

c) Y compris les fonds bancaires dans le cas de la Suisse.

L'incidence de ces changements sur les soldes donnant lieu à des règlements officiels a été atténuée à certains égards par les variations concomitantes des balances des opérations en capital. Jusqu'à la fin du premier semestre de 1967, l'augmentation de l'excédent courant de l'Allemagne et la réduction de ceux de l'Italie et du Japon ont été plus que compensées par des renversements du solde des opérations en capital (graphique H). Au cours de cette période, la variation des positions globales du Royaume-Uni et des États-Unis a été presque entièrement due à des inversions massives des mouvements de capitaux, correspondant en grande partie au va-et-vient des fonds à court terme d'une rive de l'Atlantique à l'autre. Toutefois, le déficit dégagé par la balance des règlements officiels des deux pays pris ensemble n'a pas sensiblement diminué. De juillet 1966 à juin 1967, dernière période pour laquelle on dispose de renseignements complets, le Royaume-Uni a bien obtenu un excédent de 0,5 milliard de dollars au titre des règlements officiels ; mais comme dans le même temps le déficit des États-Unis s'aggravait et passait de 0,8 à 2 milliards de dollars, le déficit global des deux pays à monnaie de réserve a été de nouveau voisin de 1,6 milliard de dollars, comme pendant les douze mois précédents (tableau 26). Au cours de la même période, l'excédent de la balance des règlements officiels des pays de la CEE n'a été ramené que de 1,5 à 1,2 milliard de dollars, tout en subissant, il est vrai, une profonde modification de structure, due là encore à

TABLEAU 26. Règlements officiels

En millions de dollars

	Période de 12 mois se terminant :		
	Juin 1965	Juin 1966	Juin 1967
<b>PAYS A MONNAIE DE RÉSERVE</b>			
Royaume-Uni	-2.157	-792	460
États-Unis	-855	-774	-2.012
TOTAL	-3.012	-1.566	-1.552
<b>AUTRES PAYS DE L'OCDE</b>			
France <sup>a</sup>	933	795	18
Allemagne	-371	-9	591
Italie	1.161	673	334
Canada	282	14	-156
Japon	110	106	-55
Autres pays de l'OCDE, Europe septentrionale	1.070	62	629
Autres pays de l'OCDE, Europe méridionale	307	-169	-90 <sup>b</sup>
TOTAL, PAYS DE LA CEE	2.395	1.520	1.219
TOTAL OCDE	480	-94	-280 <sup>b</sup>

a) Y compris les règlements pour le compte de la zone franc d'outre-mer.

b) Chiffres en partie estimés.

TABLEAU 27.  
**Paiements courants, opérations en capital  
 et règlements officiels des petits pays  
 d'Europe septentrionale <sup>a</sup>**  
 Millions de dollars

	Période de 12 mois se terminant :		
	Juin	Juin	Juin
	1965	1966	1967
Balances des paiements courants	- 547	- 871	- 788
Balances des opérations en capital <sup>b</sup>	1.617	933	1.417
Règlements officiels	1.070	62	629
<i>dont :</i>			
Autriche	55	- 6	117
Belgique-Luxembourg	344	52	126
Danemark	- 6	71	- 40
Irlande	- 32	15	50
Norvège	59	63	116
Pays-Bas	328	9	150
Suède	221	4	- 34
Suisse	93	- 152	154

a) Y compris l'Islande.

b) Y compris les fonds bancaires et les opérations non recensées.

l'augmentation de la part de l'Allemagne et à la diminution de celle de la France et de l'Italie.

D'autre part, les petits pays du nord de la zone de l'OCDE ont vu leur balance des règlements officiels redevenir nettement excédentaire, alors qu'elle avait été à peu près équilibrée du milieu de 1965 au milieu de 1966. Tous les pays de ce groupe sauf le Danemark, l'Islande et la Suède ont participé à l'amélioration qui, sur le plan global, s'explique entièrement par une augmentation des entrées nettes de capitaux (tableau 27). En Autriche et en Irlande, ces entrées se sont accrues, tandis que le déficit des paiements courants demeurerait inchangé. En Belgique, aux Pays-Bas et en Suisse, la dégradation du solde des opérations en capital a été inférieure à l'amélioration de la balance des paiements courants. En Norvège enfin, l'accroissement des entrées nettes de capitaux l'a emporté sur l'aggravation du déficit des opérations courantes.

Faute de renseignements suffisants sur l'ampleur des mouvements de capitaux spéculatifs, qui ont été particulièrement importants au cours des derniers mois, il est difficile de donner actuellement une image de ce qui s'est passé sur l'ensemble de l'année 1967. Il est très probable toutefois que par suite de ces mouvements spéculatifs l'excédent global des pays de la CEE pour l'année écoulée se révélera sensiblement supérieur au montant qu'il avait atteint de juillet 1966 à juin 1967 ; dans ce cas, il en irait

normalement de même du déficit global des deux pays à monnaie de réserve <sup>1</sup>.

## Les perspectives pour 1968

Si la dévaluation de la livre sterling produit les effets que les autorités britanniques en attendent, il est certain que l'équilibre des paiements internationaux s'en trouvera amélioré sur un point capital. L'amélioration escomptée de la balance courante britannique (de l'ordre de 1 milliard de dollars), conjuguée au reflux probable des fonds qui avaient quitté le Royaume-Uni avant la dévaluation, devrait entraîner l'apparition d'un excédent global appréciable et permettre à ce pays de commencer à rembourser sa dette extérieure.

Toutefois, les difficultés auxquelles se heurte le rétablissement de l'équilibre entre les autres grands pays subsisteront.

Les trois éléments les plus importants du problème paraissent être ici les suivants :

- i) Après avoir augmenté, semble-t-il, à la cadence d'environ 1 milliard de dollars par an du second semestre de 1966 au second semestre de 1967, l'excédent courant des États-Unis pourrait s'établir à un niveau légèrement inférieur en 1968. En effet, avec la reprise de l'expansion, il est vraisemblable que ce pays verra la pression de sa demande intérieure augmenter au moins autant, sinon plus, que celle des autres pays ; de plus, le ralentissement actuel des exportations de la zone de l'OCDE vers les pays de production primaire devrait peser davantage sur les ventes des États-Unis que sur celles de la plupart des pays d'Europe continentale.

1. Le fait que des banques centrales ont placé des fonds sur le marché de l'euro-dollar, ainsi qu'elles l'avaient déjà fait à la fin de 1966, risque d'influer sur les résultats statistiques. En effet, comme les banques commerciales qui opèrent sur ce marché ne notifient pas séparément leurs engagements envers les banques centrales et autres institutions officielles, les placements de fonds de ces dernières améliorent le solde recensé de la balance des règlements officiels de l'ensemble de la zone de l'OCDE. L'amélioration en question se retrouve naturellement dans les comptes des pays que les écarts entre taux d'intérêt incitent à effectuer ces placements. D'un autre côté, l'évolution de la balance globale des règlements officiels des deux pays à monnaie de réserve, et donc de la zone de l'OCDE, devrait être influencée par l'augmentation continue des avoirs en devises des pays exportateurs de produits primaires (en dépit du défaut croissant de concordance entre la comptabilisation de ces avoirs et celle des engagements correspondants). Enfin l'évolution du solde global de la zone de l'OCDE se ressentira des prélèvements qui ont dû être effectués sur les stocks d'or officiels pour satisfaire la demande des thésauriseurs privés, prélèvements qui ont été de l'ordre de 250 millions de dollars pour les trois premiers trimestres et qui dépasseront sans doute assez largement ce montant sur l'ensemble de l'année.

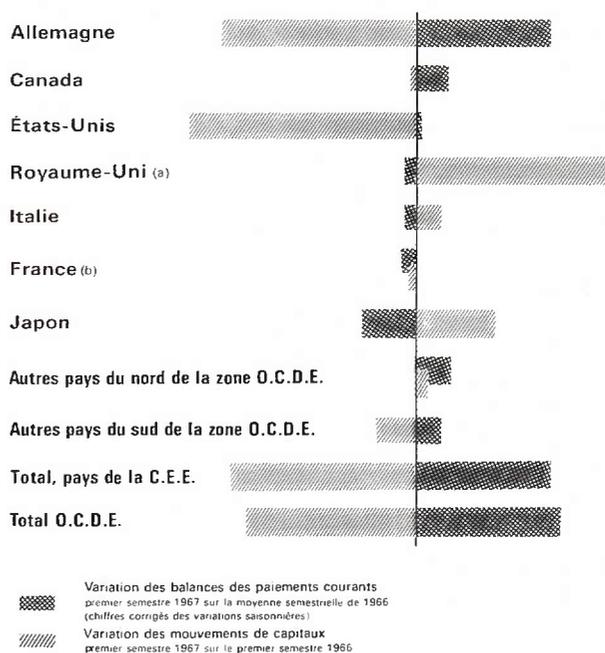
ii) L'excédent global de la balance des paiements courants des pays de la CEE devrait baisser quelque peu par rapport au montant exceptionnel qu'il aura sans doute atteint en 1967 ; mais il pourrait encore être de l'ordre de 3,5 milliards de dollars, c'est-à-dire bien supérieur aux sorties nettes de capitaux les plus fortes que ces pays aient jamais enregistrées (2,6 milliards de dollars du milieu de 1966 au milieu de 1967).

iii) La balance des paiements courants du Japon, qui est devenue déficitaire au second semestre de 1967, se redressera sans doute, mais certainement pas au point de dégager un excédent dont l'ampleur permette de financer des exportations de capitaux à long terme aussi élevées qu'elles le sont à l'heure actuelle.

Les mouvements de capitaux seront influencés dans une large mesure par l'orientation que chaque pays donnera à sa politique monétaire. Sur ce plan, les mesures qu'il pourrait être opportun de prendre, compte tenu de l'évolution prévue de la demande intérieure dans les principaux pays, ont été exposées plus haut, pages 32 à 41 ; de plus, les perspectives générales sont assez claires : les taux d'intérêt resteront élevés aux États-Unis et au Royaume-Uni, tandis que dans le reste de l'Europe il sera relativement facile d'obtenir du crédit. Sans doute est-il malaisé de savoir quelles seront l'ampleur et la durée de cette disparité des situations, car elles dépendront du sort qui sera fait aux projets de restrictions budgétaires du Gouvernement des États-Unis, du stade à partir duquel le Système Fédéral de Réserve jugera devoir ralentir le rythme de la création de crédit et de la rapidité avec laquelle la demande reprendra en Europe. Mais même s'il ne se produit pas de nouvelle hausse des taux d'intérêt aux États-Unis ni de nouvelle raréfaction des liquidités comme en 1966, les différences de situation monétaire d'un pays à l'autre pourraient bien être de nature à susciter, pendant une grande partie de l'année 1968, d'importantes entrées de fonds à court terme aux États-Unis (ainsi qu'au Royaume-Uni d'ailleurs). Le montant total net des sorties de capitaux enregistrées par les États-Unis pourrait donc redescendre au voisinage de son niveau de 1966, ramenant ainsi à peu de chose le déficit de la balance des règlements officiels.

Du point de vue des États-Unis, une semblable évolution pourrait être jugée à la fois inévitable et tout à fait conforme aux exigences de la situation. On pourrait estimer aussi naturel que souhaitable qu'une faiblesse essentiellement temporaire de la

GRAPHIQUE H  
VARIATIONS DES PAIEMENTS COURANTS  
ET DES MOUVEMENTS DE CAPITAUX, 1966-1967  
Millions de dollars



Note. Plusieurs chiffres sont des estimations du Secrétariat

(a) Les paiements courants excluent ceux relatifs aux commandes militaires en provenance des États-Unis  
(b) Transactions avec les pays n'appartenant pas à la zone franc

balance américaine des paiements courants<sup>1</sup> soit en grande partie compensée par des entrées de fonds privés à court terme. Cette façon de présenter les problèmes que les États-Unis rencontreront au cours de l'année qui vient, prête toutefois à contestation, car la faiblesse de la balance américaine des paiements est un phénomène qui dure depuis dix ans. Sans doute, dans des conditions plus normales, l'excédent de la balance courante serait-il sensiblement plus élevé ; mais on peut se demander si dans ce cas les sorties de capitaux privés ne remonteraient pas à leur niveau du début des années 60, laissant ainsi la balance des opérations de caractère non monétaire continuer à dégager un déficit substantiel. Tout en partageant donc l'opinion générale selon laquelle la politique monétaire américaine doit viser, à présent que la livre a été dévaluée, à maintenir la confiance dans le dollar, on peut estimer

1. Dans le numéro de juillet 1967 des *Perspectives économiques de l'OCDE* (p. 38), on avait avancé l'opinion que « si des deux côtés de l'Atlantique les conditions d'une croissance raisonnablement équilibrée étaient réalisées dans un avenir assez proche, l'excédent de la balance courante des États-Unis pourrait s'accroître jusqu'à atteindre quelque 4 milliards de dollars... ». (Cette estimation ne faisait pas entrer en ligne de compte l'amélioration qui pourrait éventuellement résulter d'un ralentissement ou de la cessation des hostilités au Vietnam.)

qu'il ne serait pas sans inconvénient que ce pays continue d'accroître indéfiniment ses engagements à court terme.

A supposer que les États-Unis attirent finalement un volume de fonds suffisant pour couvrir la majeure partie de leur déficit prévisible au titre des opérations de caractère non monétaire et qu'en outre la balance des règlements officiels du Royaume-Uni en vienne à dégager un excédent substantiel, cela aurait évidemment pour contrepartie — en l'état actuel des perspectives d'évolution des liquidités internationales — l'apparition d'un important déficit des paiements extérieurs des autres pays de la zone de l'OCDE (les pays de production primaire ayant des réserves officielles bien trop faibles pour pouvoir accepter de les laisser diminuer tant soit peu durablement).

Des autres pays de l'OCDE, le Japon est celui dont la balance des paiements risque le plus d'être quelque peu défavorable en 1968, mais comme le niveau de ses réserves est déjà relativement bas, il lui serait à peu près impossible de les laisser diminuer sensiblement. On ne peut guère s'attendre non plus à ce qu'une contrepartie importante soit fournie par un déficit des petits pays membres de l'AELE qui, à l'exception de la Suisse, disposent de réserves assez faibles par rapport au montant de leurs transactions internationales. Seuls les pays de la CEE pourraient donc enregistrer un déficit de l'ordre de grandeur nécessaire pour permettre aux pays à monnaie de réserve d'obtenir une balance excédentaire, ce qui supposerait qu'ils portent le montant net de leurs sorties de capitaux de toute catégorie aux alentours de 4 milliards de dollars.

Si, par symétrie avec le cas des États-Unis, le fort excédent courant que les pays de la CEE continuent d'enregistrer était considéré comme un phénomène essentiellement temporaire<sup>1</sup>, on pourrait en conclure à l'opportunité de le compenser dans toute la mesure du possible par des sorties de fonds à court terme, même s'il fallait pour cela créer plus de liquidités intérieures qu'on ne jugerait souhaitable

de le faire dans d'autres circonstances. Toutefois, là encore, il pourrait être dangereux de détourner l'attention des problèmes à plus longue échéance. Bien que l'année 1967 ait vu un ralentissement conjoncturel assez général de l'activité dans les pays européens du continent, la plupart des autres pays n'ont pas sensiblement accru le volume de leurs emprunts à long terme sur ces marchés, alors qu'on se serait attendu qu'ils cherchent à profiter de cet état de choses, les uns à cause de leur propre situation conjoncturelle, d'autres en raison de leurs besoins de développement et d'autres enfin du fait de l'état de leur balance des paiements. Il est donc légitime de soutenir qu'en parvenant à masquer trop bien la position foncièrement excédentaire des pays de la CEE par une action limitée à leur marché monétaire intérieur et au marché international des capitaux à long terme, on risquerait de ne pas prêter suffisamment attention aux efforts qui restent à faire dans ces pays pour abaisser le loyer réel de l'argent à moyen et à long terme que doivent payer les emprunteurs privés.

Le problème de l'équilibre des balances des paiements en 1968 se ramène ainsi à deux questions essentielles. Premièrement, d'où proviendra la contrepartie de l'excédent substantiel que le Royaume-Uni espère désormais obtenir à la faveur de la dévaluation de la livre ? Et, deuxièmement, sera-t-il possible de financer le déficit des États-Unis et l'excédent de la CEE par des moyens qui, tout en sauvegardant la stabilité du système monétaire international, inciteront suffisamment les intéressés à faire de nouveaux efforts en vue de venir définitivement à bout du déséquilibre foncier de leurs paiements extérieurs ?

1. Dans le même numéro de juillet des *Perspectives économiques*, il était indiqué que le niveau « normal » de l'excédent courant des pays de la CEE pourrait être de l'ordre de 1,5 milliard de dollars. Cette estimation devra sans doute être redressée en hausse si, dans ces pays, le retour à un taux de croissance normal s'accompagne d'une augmentation plus ou moins permanente de la marge de ressources inutilisées.

# ÉVOLUTION DANS LES PRINCIPAUX PAYS

## FRANCE

L'expansion de la demande globale, qui avait fléchi au premier semestre de 1967, s'est quelque peu accélérée à l'automne, et l'augmentation du chômage s'est ralentie. L'effet global des diverses mesures de politique économique prises par les autorités a été légèrement expansionniste en 1967, mais il risque de devenir restrictif en 1968. Ces mesures ont contribué indirectement à une hausse assez sensible des prix à la consommation ; cette dernière tendance pourrait se poursuivre pendant les mois à venir du fait des importants aménagements qui sont actuellement apportés à la fiscalité indirecte. L'espoir de voir la croissance s'affermir en 1968 dépend pour une très large part de l'évolution de la consommation et de la demande extérieure. Les effets directs des mesures de dévaluation prises par le Royaume-Uni et d'autres pays devraient être assez limités. Toutefois, s'ils se trouvaient accentués par d'autres effets indirects, des mesures visant à soutenir la demande intérieure pourraient se révéler nécessaires. Etant donné le niveau actuel des réserves, la situation financière

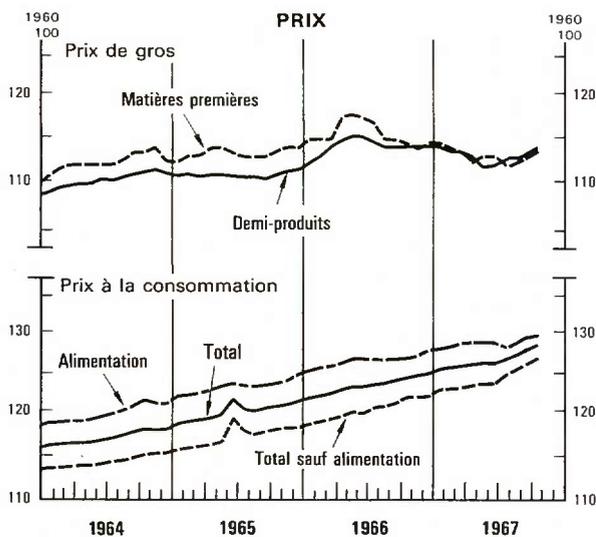
extérieure ne devrait en aucune manière constituer un obstacle à une action dans ce sens. Les autorités ont d'ailleurs déclaré qu'elles étaient prêtes à aménager leur politique budgétaire dans les premiers mois de 1968, si l'évolution de la demande ne répondait pas aux prévisions.

### Politique économique

Dans les premiers mois de 1967, le Gouvernement a accéléré les dépenses budgétaires et pris d'autres mesures visant à stimuler l'activité. Pour faciliter le financement des investissements des collectivités locales, des fonds supplémentaires ont été mis à la disposition de la Caisse des Dépôts et de la Caisse d'aide à l'équipement des collectivités locales. La réglementation du « crédit-bail » pour les achats d'équipement et de matériel des entreprises a été assouplie, et les conditions du crédit à la consommation ont été rendues plus libérales. En juillet, les plafonds de certains types de crédit à la construction ont été relevés. Un nouveau programme de construction de HLM (6.000 logements) a été lancé et certains projets d'investissement public (routes et télécommunications) initialement prévus pour 1968 ont été mis en chantier en septembre.

Demande et production FRANCE	1966 milliards de F	Par rapport à l'année précédente			Par rapport au précédent semestre		
		1966	1967	1968	1966 II	1967 I	1967 II
Variations en pourcentages, volume							
Chiffres corrigés des variations saisonnnières en taux annuels							
Estimations et prévisions							
Consommation privée	318,7	4,8	3	3½	4,7	2,4	2½
Consommation publique	66,7	3,4	4	4½	3,9	4,2	4
Formation brute de capital fixe	109,0	6,3	6½	7	5,6	6,3	7
Total de la demande intérieure (non compris les stocks)	494,4	4,9	4	4½	4,8	3,5	4
* plus variations dans la formation de stocks	4,5	0,6	0	0	0,9	-0,5	0
* plus variations de la balance extérieure	1,0	-0,5	0	0	-1,8	0,7	-½
PIB aux prix du marché	499,8	4,9	3¾	4½	3,9	3,6	3¾
Indice de prix implicite du PIB		2,7	2¾	2¾	2,8	2,0	3½
Production Industrielle		6,7	2½	5½	6,1	-0,2	6

\* La première colonne donne les montants absolus de la « formation de stocks » (accroissement des stocks) et de la « balance extérieure » (exportations nettes de biens et de services non-facteurs). Dans les colonnes suivantes, les variations dans la formation de stocks et de la balance extérieure sont exprimées en pourcentage du PIB. Les variations de PIB sont donc égales à la somme des variations de la demande intérieure, de la formation de stocks et de la balance extérieure, quoique ne correspondant pas exactement en raison des chiffres arrondis.



Certains allègements fiscaux également envisagés pour 1968 ont été mis en application dès 1967.

En vertu des pouvoirs spéciaux qu'il avait obtenus en mai, le Gouvernement a pris une série de mesures visant à résoudre certains problèmes structurels. Nombre de ces mesures n'auront guère d'effet immédiat sur la conjoncture, soit parce qu'elles sont de caractère administratif, soit parce qu'elles sont destinées à faciliter l'aménagement des structures de l'économie (en favorisant les fusions et concentrations d'entreprises, en simplifiant l'imposition des entreprises ayant des activités à l'étranger, etc.). Parmi les autres mesures, les plus importantes visent à éliminer les déficits de la Sécurité sociale et des entreprises nationalisées.

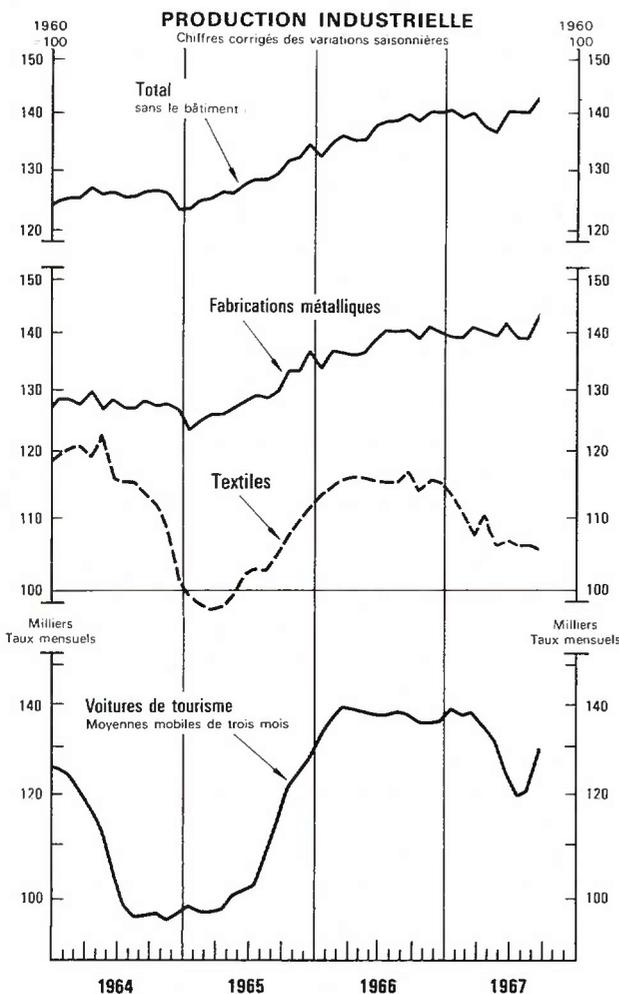
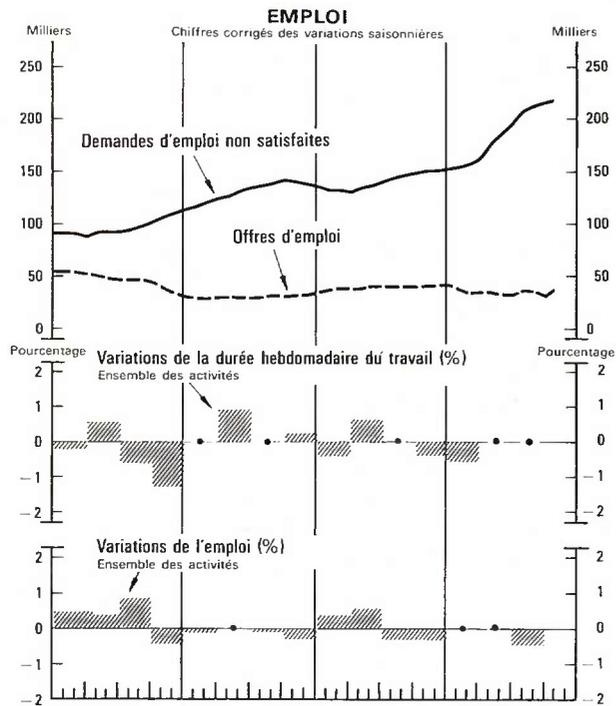
Le relèvement des cotisations de Sécurité sociale (à compter du 1<sup>er</sup> octobre 1967) et la réduction des prestations (à compter du 1<sup>er</sup> novembre) correspondent à un prélèvement global net sur le secteur privé d'environ 3 milliards de francs (en année pleine). L'augmentation des tarifs publics aura aussi un effet très sensible sur le pouvoir d'achat. Le relèvement des tarifs des transports parisiens a fait monter de 0,3 % l'indice national des prix. La hausse des tarifs de chemin de fer entraînera un supplément de recettes de près de 0,5 milliard de francs par an. Des augmentations sont également intervenues dans les tarifs du gaz et de l'électricité à compter du 1<sup>er</sup> août. L'augmentation de 1,5 % que l'on a enregistré pour le coût de la vie entre juin et octobre donne une indication de l'effet de ces mesures. On s'attend à de nouvelles hausses de prix à la suite de l'extension de la TVA au commerce de détail et aux services à partir de janvier prochain.

Le salaire minimum garanti a été relevé en juillet (une autre augmentation est prévue pour janvier 1968), et les salaires et traitements des agents du secteur public ont été majorés de 4,4 %. Les allocations de chômage ont été augmentées et les conditions d'obtention en ont été assouplies. En revanche, les pensions et retraites ont été relevées dans des proportions moindres que les deux années précédentes.

Les mesures prises hors du cadre du budget ont, au total, exercé sur l'économie un effet restrictif qui pourrait être de l'ordre de 0,5 à 1 % du PIB en année pleine. Elles ne sont toutefois entrées en vigueur que dans les derniers mois de 1967 et leurs effets ont été plus que compensés par les effets expansionnistes exercés par le secteur public. Les administrations ont probablement accru le volume de leur consommation de 4 % en 1967, contre 3,4 % en 1966, et leurs investissements de 10 %, comme l'an dernier. Les décisions prises par les pouvoirs publics d'accélérer certains programmes de dépenses se sont traduites par un accroissement de 12 % des dépenses de l'administration centrale pour les neuf premiers mois de 1967, alors que l'augmentation prévue était de 11 %, et les résultats pour l'année entière pourraient être du même ordre. L'économie a bénéficié non seulement de l'effet des mesures discrétionnaires prises sur le plan budgétaire mais aussi de la réduction automatique du rendement de l'impôt ; les données relatives aux neuf premiers mois de l'année donnent à penser que les recettes fiscales pourraient augmenter de 8 % seulement, alors que les prévisions budgétaires chiffreraient cette augmentation à 10,5 %. Il semble ainsi que la série de mesures budgétaires et extra-budgétaires ait eu pour effet, au total, de gonfler la demande globale d'environ 1,5 milliard de francs ; cet effet, qui a été concentré pour l'essentiel sur le deuxième semestre de 1967, représente en année pleine environ 0,5 % du PIB.

#### *Evolution récente*

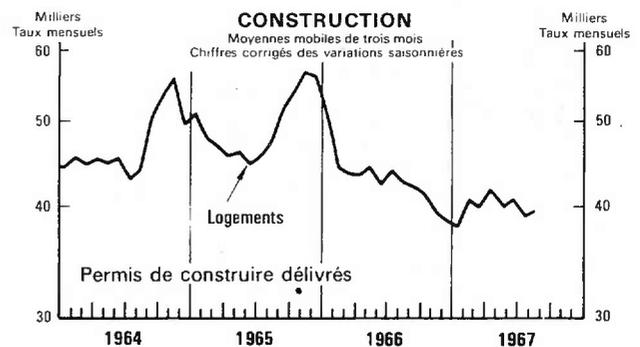
La part étant faite des imperfections connues de l'indice, il apparaît que la production industrielle est restée stationnaire entre la fin de 1966 et l'été de 1967. La production de biens de consommation a diminué, mais celle de biens d'investissement (que l'indice ne saisit que partiellement) semble avoir continué de progresser. La situation a évolué plus favorablement de juin à octobre. Les réponses des chefs d'entreprise aux dernières enquêtes de l'INSEE sur leur production courante et leurs perspectives à court terme, ainsi que le redressement sensible de la production industrielle en septembre, traduisent une amélioration progressive.

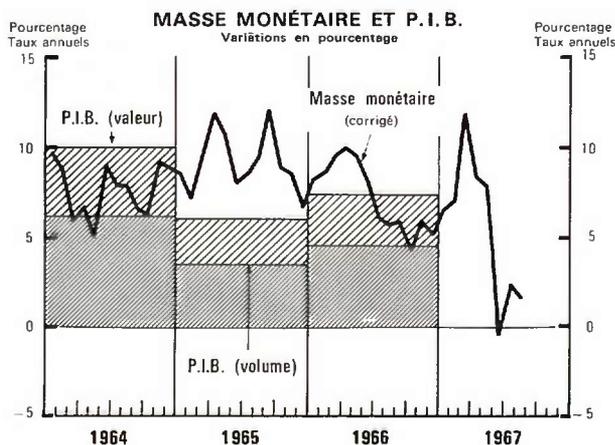
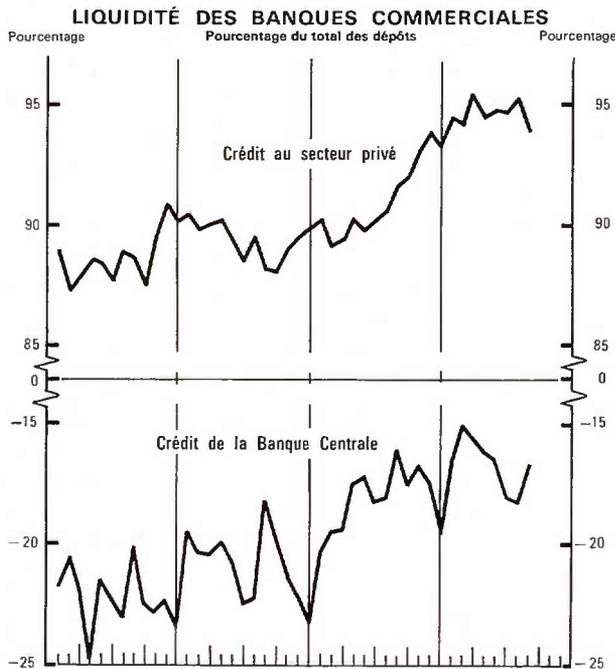
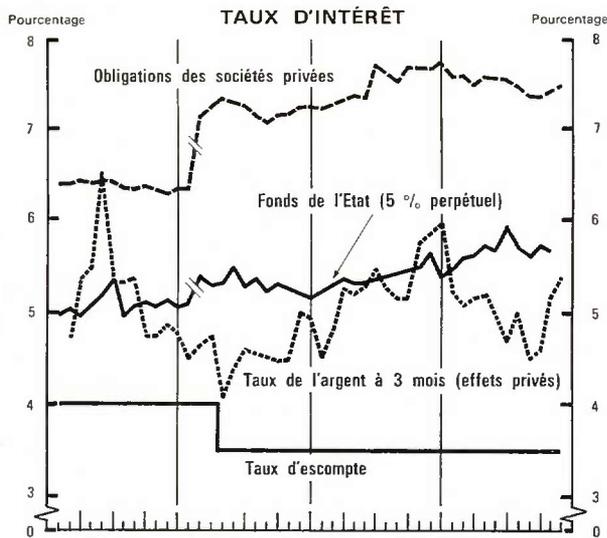


Le plafonnement des exportations depuis le deuxième trimestre de 1966 et le marasme de la construction résidentielle tout au long de cette année ont été à l'origine du ralentissement de l'activité. C'est toutefois la faiblesse des dépenses de consommation, dont les premiers signes se sont manifestés à l'automne de 1966, qui a constitué en définitive le principal frein. Le ralentissement, qui avait d'abord touché les biens de consommation durables, s'est étendu dans les premiers mois de 1967 à toutes les composantes de la demande des consommateurs. Au deuxième trimestre, les achats des ménages ont marqué un recul absolu en volume, suivi par un redressement au troisième trimestre.

La faiblesse de la consommation privée a été due principalement à la moindre progression des revenus disponibles. Ce mouvement résultait essentiellement du recul de l'emploi qui, de juillet 1966 à juillet 1967, et compte tenu de la réduction des heures de travail, a dépassé plus de 2 % pour l'ensemble des activités et atteint près de 3 % pour les seules industries manufacturières<sup>1</sup>. Néanmoins, l'augmentation nominale des taux de salaires au premier semestre de 1967 a été à peu près égale à celle du premier semestre de 1966, malgré l'accroissement considérable du chômage. Le nombre des demandes d'emploi est passé de 158.000 en février à 216.000 en octobre, ce dernier chiffre correspondant en réalité à plus de 400.000 personnes sans emploi. Il est toutefois probable que les gains effectifs ont été affectés par la situation économique générale et, malgré la hausse plus faible des prix à la consommation au premier semestre de 1967, le pouvoir d'achat de la masse des rémunérations n'a sans doute progressé que dans de faibles proportions — à un rythme annuel de 1 à 2 %, contre 4 % au premier semestre

1. Il convient de noter que, selon l'INSEE, les statistiques officielles surestiment considérablement la diminution de l'emploi du fait qu'elles ne couvrent qu'avec un certain retard l'emploi dans les nouveaux établissements.





de 1966. La progression des revenus des travailleurs indépendants s'est vraisemblablement ralentie aussi. Cependant, l'évolution des revenus n'explique pas entièrement l'affaiblissement de la demande des consommateurs. Outre certains facteurs mineurs, tels que l'augmentation du prélèvement fiscal, l'alourdissement des charges afférentes aux achats de logement des années précédentes, la principale raison semble être l'accroissement de l'épargne de précaution constituée par les salariés devant l'incertitude de la situation de l'emploi.

Contrairement à la consommation, les investissements fixes ont continué de se développer à peu près au même rythme qu'en 1966. Les investissements du secteur public devraient faire apparaître un nouvel accroissement d'au moins 10 % en volume. Les investissements privés en matériel et équipement, qui avaient augmenté de 7 % en volume en 1966, semblent avoir continué de progresser dans les premiers mois de 1967 ; on a enregistré notamment un gonflement très sensible des importations de biens d'équipement (au rythme annuel de 15 % pour le premier semestre de l'année). Cela a certainement été dû pour une part aux mesures d'incitation fiscale dont bénéficiaient les commandes placées avant la fin de 1966, et il est possible que les investissements privés se soient ralentis après la fin du printemps. Il y a eu néanmoins un fort accroissement des investissements dans la sidérurgie, à la suite de la mise en œuvre d'un plan patronné par l'État, et, d'après les dernières enquêtes, la production des industries de biens d'équipement devrait continuer de se développer dans les mois à venir.

La construction résidentielle, bien que n'ayant pas encore surmonté ses difficultés de 1965-1966, notamment dans le secteur non aidé par l'État, est en reprise. Il est probable qu'à la suite des mesures prises par les pouvoirs publics, les mises en chantier ont augmenté d'environ 5 % par rapport à 1966, et le nombre de logements terminés de 6 à 7 %. Néanmoins, étant donné l'étalement des travaux de construction dans le temps, l'accroissement des investissements sous forme de logement, considéré dans l'optique de la comptabilité nationale, ne dépassera probablement pas 2,5 % en volume par rapport à l'année précédente.

On ne dispose pas d'informations quantitatives sur la formation de stocks mais, d'après les enquêtes conjoncturelles, il semble qu'une assez forte accumulation involontaire se soit produite entre novembre 1966 et mars 1967, et que la situation se soit stabilisée à la fin du printemps pour se détendre nettement à l'automne.

Malgré la langueur de l'activité économique, la

demande de crédits s'est affermie. Au premier semestre de 1967, les nouveaux crédits accordés aux secteurs non financiers intérieurs par les banques, les établissements de crédit spécialisés et le Trésor, se sont montés à 18,8 milliards de francs contre 14,3 milliards pour la période correspondante de 1966. L'expansion du crédit bancaire a été particulièrement forte, contrebalançant en partie la diminution des prêts des établissements de crédit spécialisés. Sur le marché des valeurs mobilières, l'activité s'est aussi développée plus rapidement que l'an dernier, avec une forte progression des émissions du secteur public ; les émissions des entreprises, notamment les émissions d'actions, ont diminué. L'expansion des liquidités non bancaires s'est accélérée depuis le milieu de l'année. Au cours des huit premiers mois de 1967, le total des avoirs liquides détenus par le secteur privé non bancaire s'est accru de 19,3 milliards de francs contre 17 milliards pendant la période correspondante de 1966. Les marges de liquidité des banques ne semblent pas s'être rétrécies ; à la fin du mois d'août, le rapport prêts/dépôts était à peu près le même qu'à la fin de décembre 1966. Les taux du marché monétaire, que l'on avait laissé fléchir jusqu'au mois d'août, ont de nouveau monté en septembre et en octobre au moment où la situation s'est tendue sur

le marché des euro-devises. Les taux à long terme se sont généralement maintenus près des niveaux élevés qu'ils avaient atteint dans le courant de 1966.

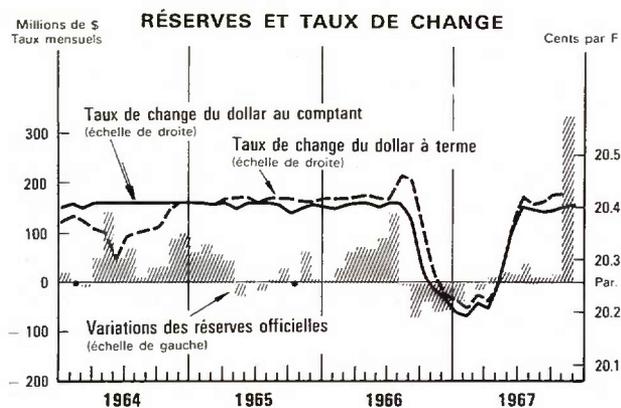
Etant donné la faiblesse de la demande intérieure, les importations ont plafonné jusqu'à l'automne de 1967, époque à laquelle une reprise paraît s'être amorcée. On a observé en même temps un redressement des exportations qui, depuis le début de l'année, étaient également restées stationnaires du fait de la langueur de la demande sur les principaux marchés d'exportation français. Malgré une diminution du déficit commercial, la situation de la balance des paiements courants a continué de s'aggraver au premier semestre en raison de la détérioration du compte des opérations invisibles, due pour une part au retrait des troupes et des installations de l'OTAN. La balance des opérations non monétaires s'est toutefois améliorée d'environ 300 millions de dollars par rapport au deuxième semestre de 1966, ce qui donne à penser que les entrées nettes de capitaux étrangers ont repris à un rythme appréciable. Il est possible qu'une partie de ces entrées ait pris la forme de crédits commerciaux accordés par des entreprises allemandes ; des émissions françaises d'un montant de 80 millions de dollars ont aussi été lancées sur le marché des euro-

Balance de paiements FRANCE <sup>a</sup>		1966	1967	1968	1966	1967	1967
					II	I	II
Valeur, millions de dollars							
Estimations et prévisions							
CHIFFRES CORRIGÉS DES VARIATIONS SAISONNIÈRES							
Exportations		9.435	9.850	10.700	4.720	4.850	5.000
Variations en pourcentages <sup>b</sup>		(10,6)	(4½)	(8½)	(0,6)	(5,9)	(6)
Importations		9.335	9.950	10.800	4.853	4.900	5.050
Variations en pourcentages <sup>b</sup>		(16,9)	(6)	(8)	(17,1)	(0,4)	(6½)
Balance commerciale		100	-100	-100	-133	-50	-50
Solde des services et transferts		71	-200	-250	19	-100	-100
Balance des opérations courantes		171	-300	-350	-114	-150	-150
CHIFFRES NON CORRIGÉS DES VARIATIONS SAISONNIÈRES							
Balance des opérations courantes		171	-300	-350	-85	-200	-100
Mouvements de capitaux à long terme <sup>c</sup>		83			-52		
Mouvements de capitaux à court terme		-93			-96		
Zone franc, règlement net		253			99		
Balance des mouvements non monétaires		414			-134	176	
Variations des réserves		286			-76	27	

a) Balance avec les pays ne faisant pas partie de la zone franc, sur la base des transactions.

b) Par rapport à la période précédentes en taux annuels, données douanières.

c) A l'exclusion des opérations spéciales.



obligations<sup>1</sup>. L'excédent des opérations non-monétaires a été entièrement contrebalancé par des sorties de fonds bancaires, de sorte que la balance des règlements officiels a été équilibrée. Depuis le milieu de l'année, l'excédent non monétaire a disparu — sous l'effet de variations saisonnières pour une large part — mais le solde des mouvements de fonds bancaires est devenu positif et les réserves officielles ont commencé d'augmenter.

#### Perspectives

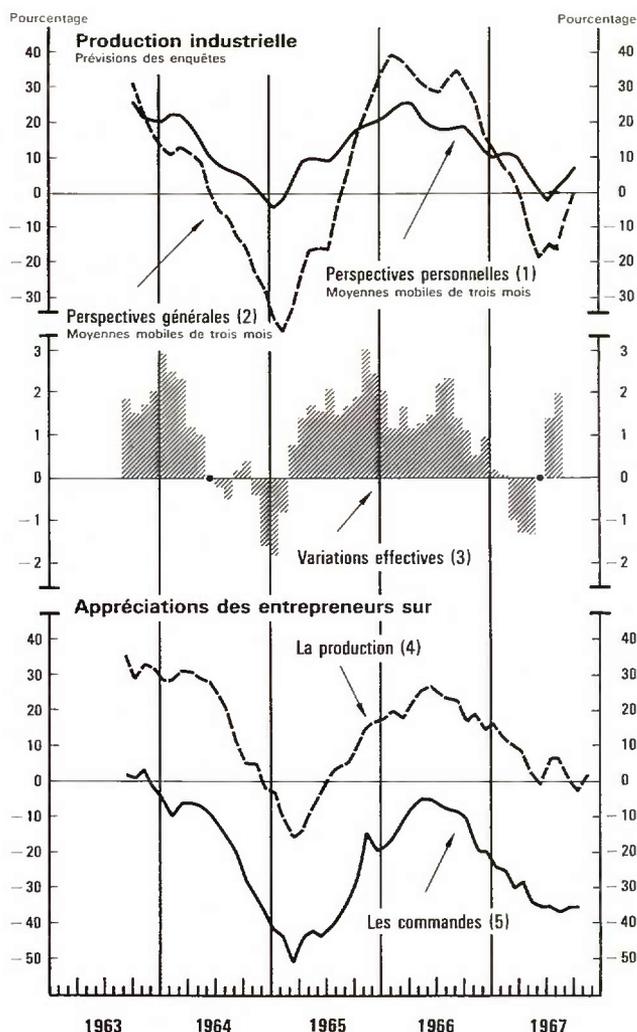
Malgré une concurrence accrue de la part des pays qui ont dévalué leur monnaie, la demande extérieure devrait s'affermir en 1968, à condition que la reprise allemande se confirme. Toutefois, si les importations poursuivent le mouvement de redressement qu'elles ont amorcé récemment, l'effet net de la balance extérieure sur le niveau global de l'activité risque d'être limité.

L'effet expansionniste exercé par les finances publiques au deuxième semestre de 1967 ne semble pas devoir se poursuivre l'an prochain. Le budget de 1968, considéré dans l'optique de la comptabilité nationale, entraînera une accélération considérable du taux d'augmentation des dépenses publiques (9 % pour la consommation et 12 % pour l'investissement en volume, contre 6 et 10 % respectivement en 1967)<sup>2</sup>. Cependant, comme les dépenses de Sécurité sociale progresseront moins rapidement, le total consolidé des dépenses des administrations publiques s'accroîtra plus lentement qu'en 1967 (8,5 % à prix courants, contre 10,5 %). En outre,

1. D'autres émissions d'un montant de 100 millions de dollars ont été annoncées au deuxième semestre de l'année.

2. Ces pourcentages correspondent aux définitions de la comptabilité nationale française. Toutefois, même si l'on utilise les définitions du système normalisé, l'accélération du taux d'augmentation des dépenses reste considérable. Calculées sur cette base, les dépenses de l'État à prix courants augmenteraient de plus de 9 % en 1968, contre moins de 7 % en 1967.

#### ENQUÊTES CONJONCTURELLES



Source : I.N.S.E.E., Notes rapides.

Les séries 1, 2, 4 et 5 indiquent les soldes entre les réponses positives et négatives à l'enquête.

1. Perspectives personnelles de la production pour 3 à 4 mois.
2. Perspectives générales de la production industrielle pour 3 à 4 mois.
3. Taux de variations de l'indice de la production industrielle (moyennes mobiles de trois mois avec un décalage de trois mois).
4. Appréciation de la tendance courante de la production.
5. Appréciation du carnet des commandes.

bien que le taux d'augmentation des recettes fiscales doive fléchir de 8,5 % en 1967 à 7,5 % en 1968, les recettes totales du secteur public s'élèveront aussi rapidement qu'en 1967 (9,4 %) étant donné la progression très rapide des recettes de la Sécurité sociale. Ainsi, dans les comptes publics de 1968, l'effet positif des mesures budgétaires sur la demande sera largement contrebalancé par l'effet négatif de l'aménagement du système de Sécurité sociale. Les besoins nets de financement du secteur

public diminueront de ce fait d'environ 1 milliard de francs d'une année à l'autre, ce qui équivaut à peu près à 0,2 % du produit intérieur brut.

En face de cela, un certain nombre de grandes incertitudes subsistent quant à l'évolution de la demande intérieure. La consommation privée pourrait être favorisée par la stabilisation du chômage, et le taux d'épargne pourrait cesser de s'accroître. Il est possible, en revanche, qu'en l'absence d'une amélioration plus nette de la demande de main-d'œuvre, la hausse des taux de salaires se ralentisse progressivement. Par ailleurs, les ménages ressentiront le plein effet des mesures qui ont été prises concernant le système de Sécurité sociale et les tarifs publics. Une grande incertitude touche la réforme de la fiscalité indirecte. Au total, cette réforme devrait se traduire par une perte de recettes pour l'État. Mais, en même temps, elle fera monter les prix à la consommation. Compte tenu des effets « mécaniques » de la réforme fiscale, on s'attend que les prix à la consommation n'augmentent que de 3 % l'an prochain, auquel cas la demande des consommateurs devrait accuser une progression plus forte en volume que cette année. On peut craindre toutefois que les réductions fiscales ne soient pas pleinement répercutées sur le consommateur, de sorte que les prix pourraient augmenter plus que prévu et freiner la progression de la consommation à prix constants.

Les investissements publics devraient encore constituer un puissant facteur d'expansion de la demande globale. En outre, les diverses mesures prises pour stimuler la construction résidentielle, ainsi que le modeste accroissement des fonds affectés aux programmes de HLM dans le budget de 1968, devraient

entraîner dans ce secteur une expansion beaucoup plus vigoureuse qu'en 1967.

Les perspectives sont moins nettes en ce qui concerne les investissements productifs privés. L'expansion étant restée en deçà des prévisions, des marges appréciables de capacité inutilisée doivent exister dans de nombreuses branches d'activité (en juin 1967, seulement 13 % des entreprises interrogées ont mentionné la capacité physique comme facteur limitatif de la production, contre 16 % en juin 1965). Cela donne à penser que la demande d'investissement privée a peut-être été soutenue dans une large mesure par le lancement de nouveaux produits, l'application de mesures de rationalisation et les concentrations techniques. Les renseignements dont on dispose font apparaître un léger ralentissement par rapport à 1967 ; la tendance pourrait toutefois se dégrader si l'amélioration récente de la situation économique générale ne se confirmait pas.

Sur le plan du commerce extérieur, on pourrait enregistrer en 1968 une certaine accélération des importations aussi bien que des exportations, de sorte que la balance commerciale resterait à peu près équilibrée. Les opérations invisibles et, partant, la balance des paiements courants, se solderont probablement encore par un important déficit. Celui-ci pourrait continuer d'être financé dans une large mesure par les recettes nettes en devises de la zone franc. L'orientation des mouvements de capitaux est plus difficile à prévoir mais, les réserves officielles (compte tenu de la position au FMI) s'approchant de 7 milliards de dollars, un déficit des règlements officiels ne devrait pas soulever de problèmes pour les autorités françaises en 1968.

## ALLEMAGNE

La baisse de l'activité économique au premier semestre de 1967 a reflété une forte diminution des investissements et de la formation de stocks. Il semble que la courbe ait atteint un creux au cours de l'été et un redressement, facilité par l'action des pouvoirs publics, s'est amorcé au troisième trimestre. Mais on ne peut guère prévoir quelle sera la vigueur et surtout la durée de la reprise. Cette incertitude tient en partie au fait que les mesures de relance adoptées dernièrement ont été associées à d'autres décisions d'ordre budgétaire qui ont été

prises en application d'une nouvelle procédure de planification à moyen terme des recettes et dépenses publiques et qui exerceront un effet restrictif sur la demande. Sur le plan des finances extérieures, l'excédent des paiements courants a atteint l'équivalent annuel de 2,5 milliards de dollars et a été en grande partie compensé par d'importantes sorties nettes de capitaux. Etant donné la concurrence étrangère accrue qui résultera de la dévaluation décidée par le Royaume-Uni, le solde des paiements extérieurs fournira l'an prochain à la demande intérieure un soutien moins important qu'on ne le prévoyait précédemment. Il est toutefois peu probable qu'il diminue beaucoup par rapport au niveau élevé auquel il s'établit actuellement, car à moins que les pou-

voirs publics n'ajournent certaines des mesures budgétaires envisagées ou ne communiquent une nouvelle impulsion temporaire à l'économie, la croissance n'atteindra peut-être pas le taux de 4 % qui est maintenant considéré comme normal.

### Politique économique

Au milieu de l'été, il était devenu évident que la mise en œuvre du premier budget « conditionnel » de 2,5 milliards de DM, jointe aux autres mesures qui avaient été prises dans les premiers mois de l'année, ne suffisait pas à entraîner une reprise de l'activité. Le Gouvernement est de nouveau intervenu pour relancer l'économie. Le deuxième programme spécial d'investissements publics, que le Bundestag a approuvé en septembre, prévoit pour 5,3 milliards de DM de dépenses supplémentaires (soit environ 1 % du PIB). La part de l'État fédéral serait de 2,8 milliards de DM et celle des *Länder* et des communes, de 2,5 milliards. Sur ce montant près de 750 millions de DM sont affectés à l'octroi de bonifications d'intérêt et de prêts pour la construction de 60.000 logements neufs (ce chiffre représentant plus de 10 % du nombre des logements construits en 1967) et pour la modernisation des logements anciens. Si les sommes inscrites à ce chapitre du programme spécial d'investissements étaient intégralement utilisées, le montant des capitaux qui se trouveraient mobilisés au profit de la construction serait de l'ordre de 3,3 milliards de DM (crédits inscrits au budget « conditionnel », plus capitaux privés). En admettant que la valeur du multiplica-

teur soit de 1,7, le deuxième budget « conditionnel » pourrait au total donner naissance à des dépenses à peu près égales à 14,5 milliards de DM, soit 2,7 % du PIB. Comme, d'après les plans des autorités, la grande majorité des commandes devaient avoir été placées mi-octobre, le solde devant l'être au plus tard en mars 1968, l'incidence de ce budget se fera sentir pour l'essentiel en 1968, mais elle pourrait encore être assez sensible pendant une bonne partie de l'année 1969. Dans le cadre de la planification à moyen terme du budget fédéral, qui s'étend actuellement jusqu'à l'année 1971, le Gouvernement a décidé d'agir en vue de faciliter le rétablissement de l'équilibre budgétaire. Parmi les mesures qui ont été annoncées, les plus importantes sont les suivantes :

- Elévation du taux de la taxe sur la valeur ajoutée de 10 à 11 % à partir du 1<sup>er</sup> juillet 1968, ce qui procurera un supplément de recettes de 2,2 milliards de DM par an.
- Institution, à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1968, d'une taxe complémentaire de 3 % sur les revenus des personnes physiques<sup>1</sup> et morales (0,7 milliards de DM en 1968).
- Suppression des taux de faveur qui étaient accordés aux caisses d'épargne et aux coopératives de crédit pour l'imposition de leurs bénéfices (0,4 milliard de DM en 1968).

1. Avec un abattement à la base de 16.000 DM pour les célibataires et de 32.000 DM pour les personnes mariées.

Demande et production ALLEMAGNE	1966 milliards de DM	Par rapport à l'année précédente			Par rapport au précédent semestre		
		1966	1967	1968	1966 II	1967 I	1967 II
Variations en pourcentages, volume							
Chiffres corrigés des variations saisonnnières en taux annuels							
Estimations et prévisions							
Consommation privée	273,0	3,3	0	1	0,9	-0,4	-1
Consommation publique	75,6	1,3	3½	3	0,0	5,3	3
Formation brute de capital fixe	121,9	0,9	-10	3	-8,7	-14,4	-4
Total de la demande intérieure (non compris les stocks)	470,5	2,4	-2	2	-1,8	-3,1	-1
* plus variations dans la formation de stocks	1,3	-1,4	-1	1½	-1,1	-2,9	4
* plus variations de la balance extérieure	7,3	1,6	2	0	3,6	2,5	0
PIB aux prix du marché	479,1	2,4	-1	3¼	0,8	-3,4	3
Indice de prix implicite du PIB		3,6	1	2½	2,0	0,4	1
Production industrielle		1,5	-3½	5	-5,2	-5,6	5½

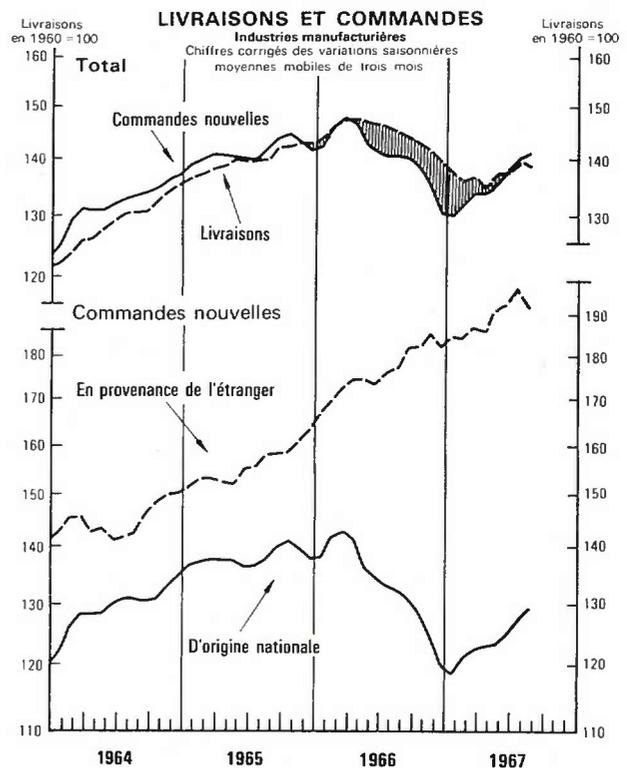
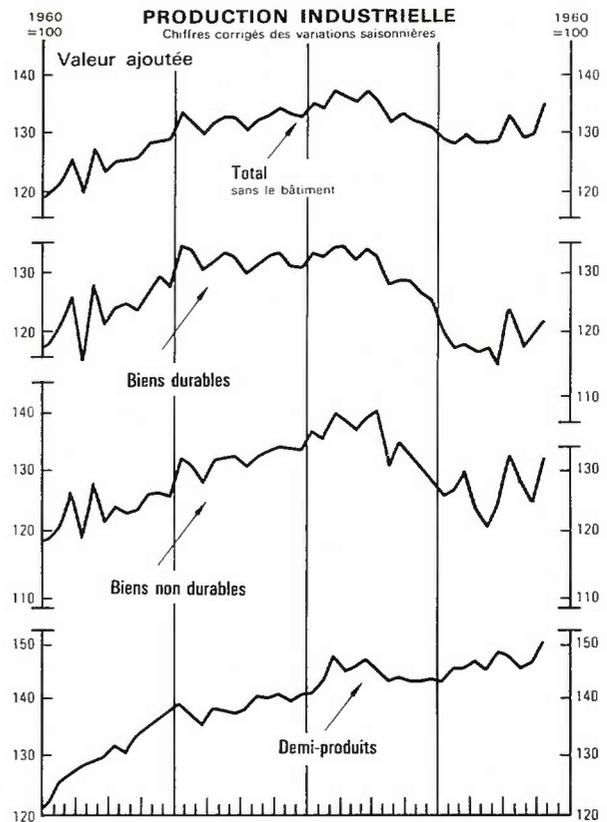
\* La première colonne donne les montants absolus de la « formation de stocks » (accroissement des stocks) et de la « balance extérieure » (exportations nettes de biens et de services non-facteurs). Dans les colonnes suivantes, les variations dans la formation de stocks et de la balance extérieure sont exprimées en pourcentage du PIB. Les variations de PIB sont donc égales à la somme des variations de la demande intérieure, de la formation de stocks et de la balance extérieure, quoique ne correspondant pas exactement en raison des chiffres arrondis.

- d) Relèvement du taux des cotisations de Sécurité sociale des employeurs et des travailleurs de 14 à 15 % à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1968, et extension de l'assurance-vieillesse obligatoire aux cadres moyens et supérieurs (2,5 milliards de DM en 1968).
- e) Réductions des dépenses sociales (1,75 milliard de DM environ en 1968).
- f) Diminution des subventions accordées à l'agriculture et à l'industrie (1 milliard de DM environ).
- g) Réductions des dépenses militaires.

A l'exception du relèvement du taux de la taxe sur la valeur ajoutée, ces mesures n'ont pas encore été approuvées par le Bundestag. Si elles l'étaient, compte non tenu des réductions de dépenses militaires, elles réduiraient le revenu disponible des particuliers d'environ 3,75 milliards de DM en 1968 (soit de 1,1 %) et celui des entreprises (agriculteurs compris) d'un montant sensiblement égal. En dépit du deuxième programme spécial d'investissements, il est prévu que l'augmentation totale des dépenses effectives de l'État fédéral (compte tenu des deux budgets « conditionnels ») sera ramenée de 12 % en 1967 à 3 % environ en 1968.

Le remplacement, à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1968, de l'actuel impôt en cascade sur le chiffre d'affaires par une taxe sur la valeur ajoutée constitue aussi une réforme de nature à influencer sur la demande intérieure. Les rapports de prix s'en trouveront modifiés, et le niveau général des prix à la consommation pourrait fort bien monter car, s'il ne doit pas en principe faire varier le produit total de la fiscalité indirecte, le taux qui sera appliqué jusqu'au milieu de 1968 (10 %) entraînera dans le montant des taxes perçues des augmentations qui, de façon générale, seront vraisemblablement répercutées sur le prix payé par le consommateur et aussi certaines réductions qui ne le seront peut-être pas. Un dégrèvement égal en moyenne à 85 % des impôts déjà acquittés sur les stocks existants sera accordé. Cette décision, prise à la mi-septembre, a dissipé une incertitude qui avait perturbé les opérations de stockage ; devant la perspective de certaines hausses de prix dans les mois à venir, il est possible que les entreprises soient incitées à l'heure actuelle à regarnir quelque peu leurs stocks.

La politique monétaire est demeurée expansionniste. Les taux des réserves obligatoires ont été successivement abaissés en juillet, en août et en septembre, ce qui a libéré environ 3 milliards de DM de liquidités. En août, le taux des avances sur titres a été ramené de 4 à 3 %. Au début de juillet, la



Bundesbank a élargi la marge entre les cours auxquels elle procède à des achats et ventes de dollars au comptant, élevant ainsi le coût de la couverture à terme et contribuant à ramener les exportations de capitaux bancaires à court terme à un niveau beaucoup plus faible (45 millions de dollars) au troisième trimestre. Pour lutter contre la tension des taux d'intérêt à long terme, la Bundesbank a commencé à intervenir sur le marché financier en achetant des effets publics pour son propre compte. Les opérations qu'elle a effectuées à ce titre du milieu d'août à la fin de novembre, ont atteint un montant de quelque 900 millions de DM. Elle a en outre décidé que les obligations à moyen terme en cours ou nouvelles, émises par l'État, pourraient être classées parmi les effets négociables sur le marché monétaire, dès lors qu'elles n'auraient plus que dix-huit mois à courir ; cette mesure devrait faciliter le financement du déficit budgétaire actuel.

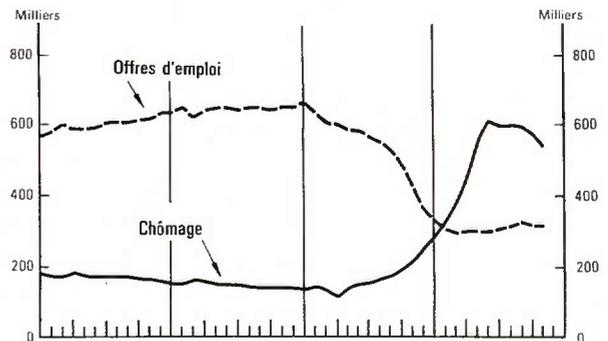
### Evolution récente

Au premier semestre de 1967, le PIB évalué à prix constants a diminué à un rythme annuel voisin de 3,5 % (après correction des variations saisonnières). L'accroissement de l'excédent des exportations a été un important facteur d'expansion, mais son influence sur le PIB s'est trouvée contrebalancée, et au-delà, par un recul prononcé de la demande intérieure. Les investissements fixes ont fortement décliné, en particulier dans les entreprises privées et la construction résidentielle. Les investissements financés par l'Etat fédéral ont peut-être augmenté du fait de l'exécution du premier budget « conditionnel », mais les Länder et les communes ont par contre notablement réduit leurs dépenses d'équipement. En outre, le mouvement de déstockage a exercé une influence fortement déflationniste. La consommation privée semble toutefois n'avoir que légèrement fléchi ; la réduction considérable du nombre des travailleurs a certes entraîné une diminution de la masse des salaires nominaux versés, mais l'accroissement des transferts l'a presque compensée. Compte tenu des variations saisonnières, le taux d'épargne des particuliers n'a presque pas varié.

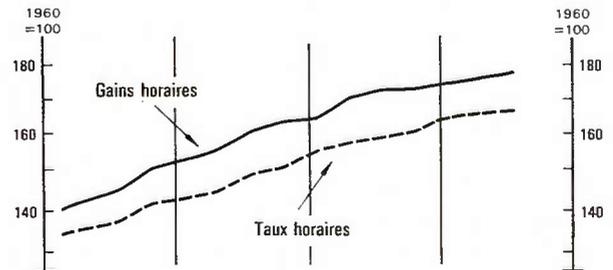
L'activité économique a cessé de baisser dans le courant de l'été. Le volume des nouvelles commandes intérieures semble marquer une reprise depuis le milieu de l'année, et la production industrielle aussi bien que les importations ont légèrement progressé entre le deuxième et le troisième trimestres. L'exécution du premier budget « conditionnel » n'a peut-être pas été étrangère à l'amélioration de la tendance des commandes nouvelles. Il est possible

aussi que cette tendance ait été passagèrement influencée par le fait que les entreprises désireuses d'effectuer des investissements neufs ont accéléré la passation des commandes dans le souci de bénéficier des avantages du régime institué au printemps dernier en matière de provisions pour amortissement

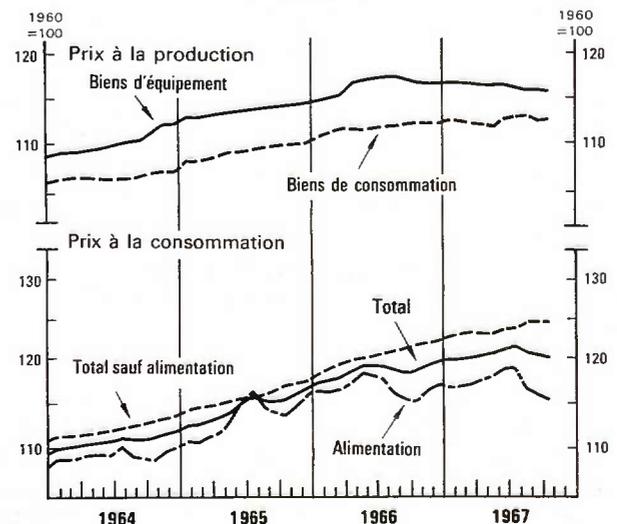
**EMPLOI**  
Chiffres corrigés des variations saisonnières



**SALAIRES**  
Industries manufacturières



**PRIX**

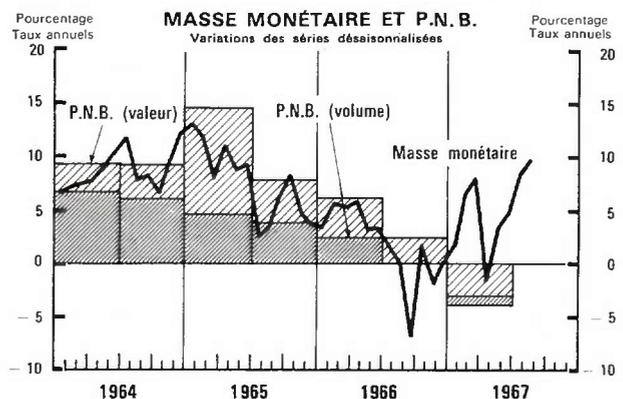
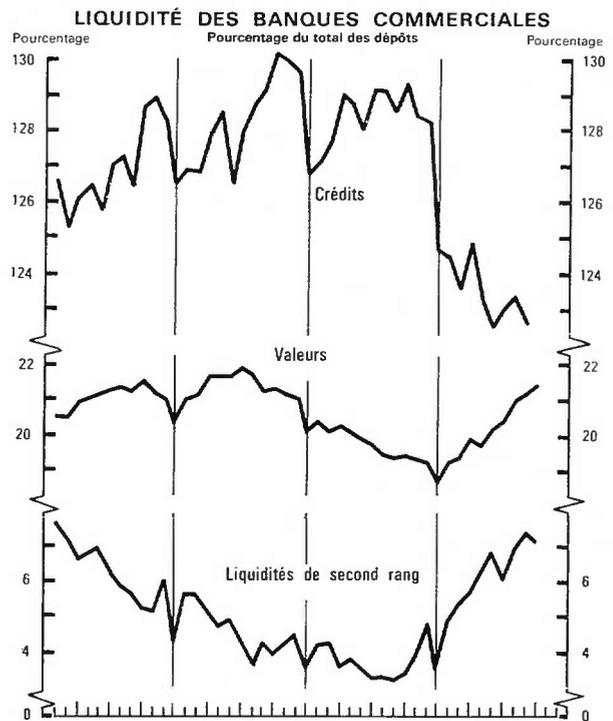
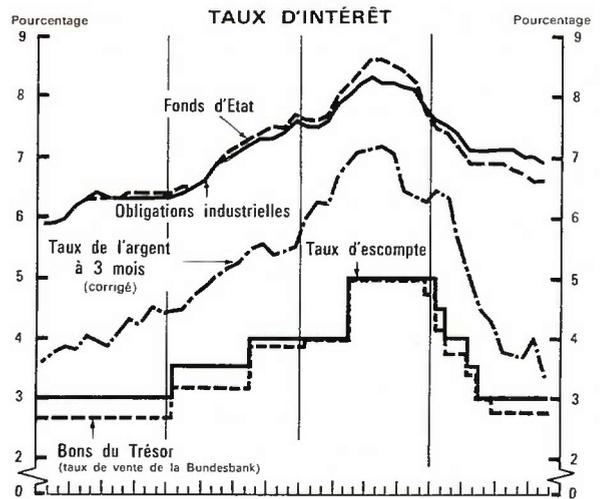


(pour avoir droit à ce régime, les biens d'équipement devaient en effet avoir été commandés avant la fin d'octobre). Quant à la progression sensible de la production industrielle en octobre, elle s'explique peut-être aussi par l'arrêt du mouvement de déstockage.

Les capacités productives ayant continué de s'accroître alors que la production restait déprimée, la marge de ressources inemployées s'est considérablement élargie. Dans les industries manufacturières, le taux d'utilisation des capacités est tombé du niveau de 90 % en 1964/65 aux environs de 76 % au premier trimestre de 1967 et n'a que très légèrement remonté depuis lors. Dans la construction, le nombre de travailleurs employés en septembre était encore inférieur de 10 % au chiffre enregistré un an plus tôt et le taux estimatif d'utilisation de la capacité de production ne dépassait pas 68 %. Le nombre des chômeurs totaux avait culminé en mai aux alentours de 600.000, soit 2,8 % de la population active salariée ; mais par la suite il a eu tendance à baisser et s'est établi à 460.000 en novembre (2,2 %). Le nombre des travailleurs touchés par les réductions d'horaires a nettement diminué. Il convient cependant, pour apprécier ces variations, de tenir compte du mouvement de la main-d'œuvre étrangère : en septembre, on constatait que 322.000 travailleurs étrangers avaient quitté l'Allemagne en l'espace d'un an, dont 33.000 dans les trois derniers mois.

Le marasme économique a nettement influé sur l'évolution des prix et des salaires. Dans le bâtiment et dans la plupart des industries des biens de production, les prix sont restés stables ou ont baissé, en partie sous l'action d'un certain fléchissement des prix à l'importation. La hausse des prix à la consommation s'est considérablement ralentie, étant passée de 3,5 % en 1966 à un rythme annuel inférieur à 1,5 % pendant les neuf premiers mois de 1967 ; elle était d'ailleurs due pour une part, au cours de cette période, au relèvement des loyers réglementés. De leur côté, les salaires progressent beaucoup plus lentement qu'auparavant. Au troisième trimestre de 1967, les taux de salaires hebdomadaires ne faisaient ressortir qu'une hausse de 2,3 % en l'espace d'un an.

La demande de crédit du secteur privé s'est notablement affaiblie. Pour les neuf premiers mois de 1967, le montant total des nouveaux crédits accordés au secteur privé (compte tenu des achats de titres effectués par les établissements bancaires) est tombé à 8 milliards de DM, alors qu'il était de 16,4 milliards un an auparavant. Les collectivités publiques, qui avaient à financer des déficits budgétaires importants, ont accru leurs emprunts dans des proportions



élevées (de 2,7 à environ 9 milliards de DM), mais cela n'a pas suffi toutefois à contrebalancer la diminution des emprunts du secteur privé. La reprise des émissions d'obligations a été due à l'ampleur des emprunts du secteur public. Pour les trois premiers trimestres de l'année, les émissions nettes d'obligations ont atteint au total 11,6 milliards de DM, contre 4,1 milliards pour la période correspondante de l'an dernier. Les émissions d'actions, en revanche, ont diminué d'environ 45 % ; la part des émissions d'obligations absorbée par le secteur bancaire a été d'environ 80 % contre 30 à 40 % les années précédentes. En mai, les taux d'intérêt à long terme étaient tombés à 6,9 % environ, mais le mouvement de baisse s'est arrêté là. Au mois d'octobre, la Bundesbank a empêché une nouvelle remontée des taux en intervenant massivement sur le marché, par des achats de plus de 600 millions de DM. Le marché monétaire est toutefois resté détendu, grâce principalement à de nouvelles réductions sensibles des taux de réserves obligatoires au troisième trimestre. Comme à l'accoutumée, le taux de l'argent à trois mois a augmenté en octobre du fait des emprunts effectués en vue d'améliorer les présentations de bilan de fin d'année, mais cette hausse saisonnière paraît avoir été moins prononcée que les années précédentes.

Les importations ont cessé de diminuer au printemps de 1967, sous l'effet pour une part de la progression des achats de matériel militaire et de produits agricoles. Dans le même temps, la croissance des exportations a marqué un fléchissement dû au manque de vigueur de la demande extérieure. Ainsi, bien que l'Allemagne ait continué d'accroître sa part des marchés, son important excédent commercial n'a plus guère augmenté après le premier trimestre. Plus récemment, on a enregistré une augmentation à peu près simultanée des importations et des exportations de produits autres que les denrées alimentaires. Le déficit des opérations invisibles, qui s'était stabilisé après le milieu de 1966, lorsque la récession avait commencé d'influer sur les dépenses de tourisme et transferts de fonds des travailleurs étrangers, s'est fortement accru au troisième trimestre, en raison, principalement, de paiements exceptionnellement élevés au titre du revenu des investissements étrangers. Compte tenu des variations saisonnières, la balance des opérations courantes a dégagé pour les trois premiers trimestres un excédent équivalent à 2,5 milliards de dollars en année pleine.

Les difficultés qu'un excédent de cette ampleur aurait pu provoquer sur le plan monétaire international ont toutefois été atténuées par le fait que les

		1966	1967	1968	1966 II	1967 I	1967 II
<b>Balance de paiements</b>							
<b>ALLEMAGNE</b>							
Valeur, millions de dollars							
Estimations et prévisions							
CHIFFRES CORRIGÉS DES VARIATIONS SAISONNIÈRES							
Exportations		20.094	21.700	23.200	10.392	10.725	10.950
Variations en pourcentage <sup>a</sup>		(12,5)	(8)	(7)	(14,7)	(6,3)	(4½)
Importations		17.160	16.300	17.700	8.406	8.077	8.200
Variations en pourcentage <sup>a</sup>		(3,2)	(-4)	(8½)	(-4,0)	(-9,8)	(7)
Balance commerciale		2.934	5.400	5.500	1.986	2.648	2.750
Solde des services et transferts		-2.827	-2.800	-3.000	-1.363	-1.391	-1.400
Balance des opérations courantes		107	2.600	2.500	623	1.257	1.350
CHIFFRES NON CORRIGÉS DES VARIATIONS SAISONNIÈRES							
Balance des opérations courantes		107	2.600	2.500	546	1.309	1.300
Mouvements de capitaux à long terme <sup>b</sup>		59			-22	-377	
Mouvements de capitaux à court terme <sup>c</sup>		549			-67	17	
Balance des mouvements non monétaires		715			457	949	
Variations des réserves		418			578	-69	

a) Par rapport à la période précédente en taux annuels, données douanières.

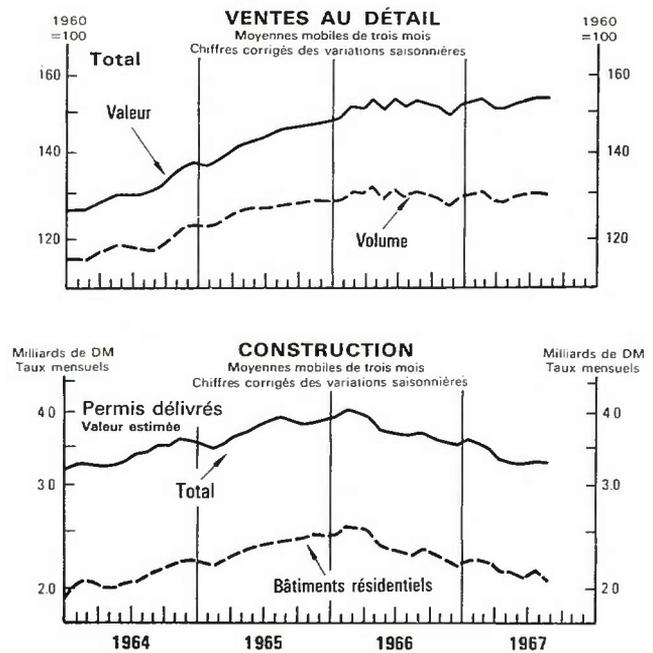
b) A l'exclusion des opérations spéciales.

c) A l'exclusion des variations de la position nette des banques commerciales. Y compris les paiements anticipés pour des importations militaires.

opérations en capital ont présenté un déficit à peu près équivalent. Durant les trois premiers trimestres, les mouvements de capitaux privés à long terme se sont soldés par des sorties nettes de 0,4 milliard de dollars, alors qu'on avait enregistré en moyenne pour les cinq années précédentes des entrées nettes d'un montant équivalent. Le renversement a été dû principalement à une reprise des emprunts contractés à l'étranger par les entreprises allemandes, mais il y a eu aussi une réduction des investissements directs étrangers en Allemagne et une augmentation des sorties nettes au titre des investissements de portefeuille, augmentation résultant en partie des prises de bénéfices réalisées par des étrangers sur le marché allemand des obligations. La variation de la balance des opérations en capital à court terme a été encore plus prononcée, les sorties nettes de fonds bancaires ayant augmenté de 0,65 milliard de dollars et l'endettement des entreprises allemandes à l'égard de l'étranger s'étant quelque peu réduit. Depuis le milieu de l'année toutefois, les sorties nettes de capitaux sont inférieures à l'excédent courant et on a enregistré des entrées nettes de fonds à court terme d'un montant appréciable dans les semaines qui ont précédé la dévaluation de la livre sterling. Pendant la période de quatre mois qui s'est terminée à la fin d'octobre, les réserves ont augmenté de 275 millions de dollars ; pendant la même période, conformément à l'accord de compensation des dépenses militaires, la Bundesbank a acheté pour 250 millions de dollars d'obligations à moyen terme du Trésor des Etats-Unis.

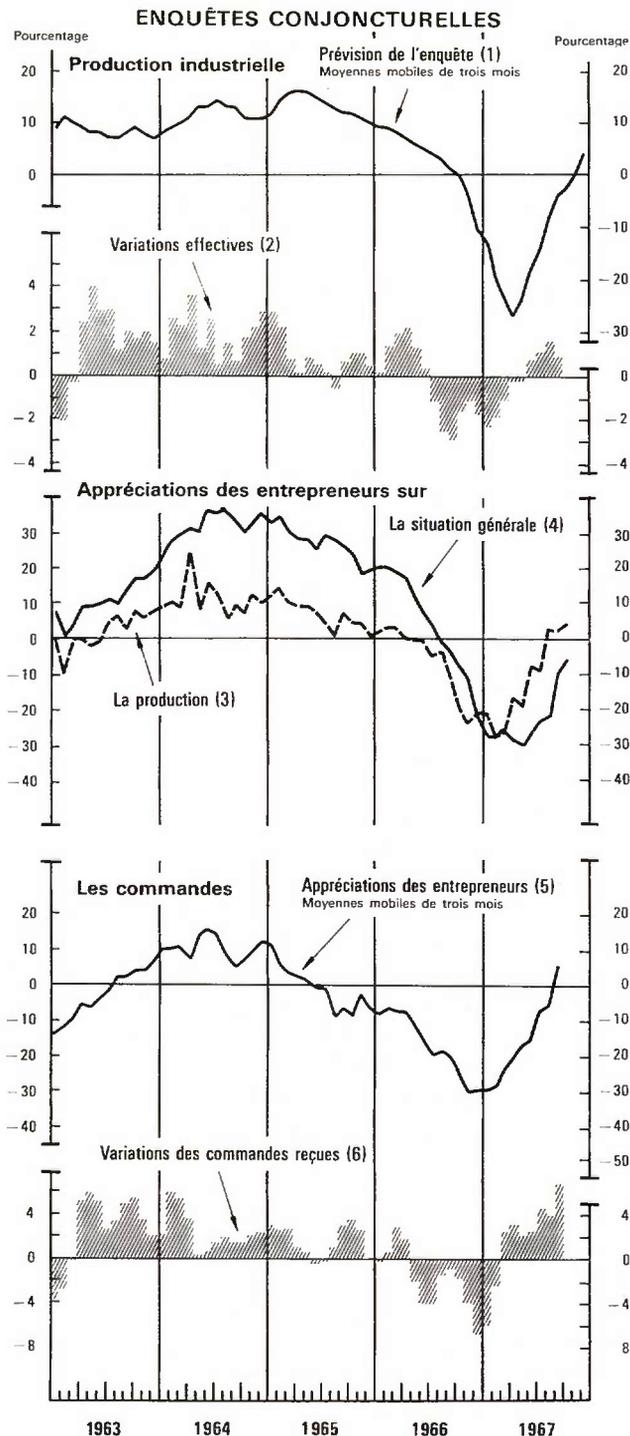
### Perspectives

L'évolution de certains des principaux indicateurs conjoncturels donne à penser qu'une reprise de l'activité s'est amorcée dans les derniers mois de 1967, mais on ne saurait encore dire quelles en seront la vigueur et la durée. L'arrêt du mouvement de déstockage fournirait déjà à l'économie une forte impulsion, mais il est peu vraisemblable que les entreprises reconstituent vraiment leurs stocks tant que la reprise de la demande finale n'aura pas acquis une certaine ampleur. L'exécution du second budget « conditionnel » donnera un coup de fouet dont les effets se feront sentir pour la plupart en 1968. Les chefs d'entreprise paraissent reprendre confiance ; en août, pour la première fois depuis près d'un an, les industriels interrogés par l'IFO prévoyaient en majorité une augmentation de leur production au cours des trois mois suivants ; en outre, les bénéfices sont en progression et devraient continuer à s'accroître si, comme on le prévoit, les



revendications salariales restent modérées l'an prochain.

Il n'en demeure pas moins que de fortes tendances à la récession persistent dans certains secteurs. Celui de la construction résidentielle, déjà atteint par le recul conjoncturel, doit en outre s'adapter à plus longue échéance à une réduction de son niveau d'activité, le marché du logement étant à peu près saturé en l'état actuel des prix demandés ; aussi le second budget « conditionnel » risque-t-il, dans ce cas, de n'avoir d'autre effet que d'arrêter une régression. Etant donné la faiblesse actuelle des taux d'utilisation de la capacité de production dans l'industrie et dans la construction, les entreprises continueront probablement à se montrer peu disposées à procéder à de nouveaux investissements. De plus, l'effet initial des dépenses inscrites au second budget « conditionnel » se trouvera en grande partie contrebalancé par les mesures de restriction que le Gouvernement envisage pour 1968. D'après les renseignements dont on peut disposer à son sujet, le budget de l'État fédéral pour 1968 fournira à l'économie un soutien moins important que le précédent. Le relèvement des taux d'imposition, la majoration des cotisations de Sécurité sociale et la réduction des transferts de l'État limiteront la croissance des revenus des particuliers et des entreprises dans le courant de l'année. En outre, le ralentissement de l'expansion des dépenses publiques freinera lui aussi la progression des revenus du secteur privé et, plus directement encore, celle du PIB dans la mesure où



Source : IFO - Institut für Wirtschaftsforschung, München.

Les séries 1, 3, 4 et 5 indiquent les soldes entre les réponses positives et négatives à l'enquête, corrigés des variations saisonnières.

1. Perspectives personnelles de la production pour trois mois.
2. Taux de variation de l'indice de la production industrielle.
3. Variations de la production de l'entreprise dans le mois en cours par rapport au mois précédent.
4. Appréciation de la situation générale de l'entreprise.
5. Appréciation de la variation des commandes reçues par l'entreprise dans le mois en cours par rapport au mois précédent.
6. Variations de l'indice des commandes nouvelles des industries manufacturières (Moyennes mobiles de trois mois avec un décalage de trois mois).

il touchera les achats gouvernementaux de biens et services. En gros, la variation de l'incidence du budget fédéral, qui sera moins stimulante (ou plus restrictive) qu'en 1967, pourrait représenter 1,5 à 2 % du PIB<sup>1</sup>. Un autre élément d'incertitude tient à ce que le deuxième budget « conditionnel » pourrait inciter les Länder et les communes à avancer dans le temps l'exécution de projets existants au lieu d'engager des dépenses supplémentaires. En fait, étant donné la façon dont leur situation financière paraît devoir évoluer, il se pourrait que ces collectivités publiques cessent dès le milieu de 1968 de constituer par leurs dépenses un élément de dynamisme.

Au total, et en admettant que la politique suivie actuellement soit maintenue, il semble que l'on doive s'attendre pour 1968 à une reprise relativement lente, qui laisserait persister une marge considérable de ressources inemployées. Il est possible qu'au deuxième semestre de 1967 la demande intérieure finale ait continué à décroître, la tendance déprimée des investissements fixes des entreprises et de la construction de logements faisant plus que contrebalancer l'accroissement des dépenses publiques d'équipement. Quant à la consommation privée, elle est probablement, dans les hypothèses les plus favorables, demeurée stationnaire, l'emploi ayant continué à baisser et les taux de salaires s'élevant assez lentement. L'arrêt du mouvement de déstockage a sans doute été jusqu'à présent le principal élément positif. L'activité pourrait s'accélérer quelque peu au premier semestre de 1968, à la fois parce que l'exécution du deuxième budget « conditionnel » devrait alors stimuler les investissements publics et la construction de logements, et parce qu'il est possible que l'on assiste aussi à une reprise modérée des investissements des entreprises. (D'après les résultats de la dernière enquête de l'IFO, les investissements industriels marqueraient une progression de l'ordre de 3 à 5 % sur l'ensemble de l'année 1968.) Les entreprises devraient continuer également à reconstituer une partie de leurs stocks. Toutefois, il est possible qu'en cours d'année les répercussions des mesures budgétaires restrictives actuellement envisagées viennent freiner l'expansion de la demande globale ; les dépenses des consommateurs pourraient en particulier s'accroître beaucoup moins que les autres éléments de la demande.

La résultante de ces tendances pourrait être un taux de croissance du PIB ne dépassant pas 3 à 3,5 % pour l'ensemble de l'année 1968, alors que

1. Une partie de cette différence concerne les opérations de l'État avec les pays étrangers et sera donc sans effet sur la demande intérieure, mais les renseignements disponibles ne permettent pas d'en tenir compte.

celui de la capacité de production devrait s'établir aux environs de 4 %. La marge de ressources inemployées s'en trouverait donc accrue plutôt que diminuée, et la pression sur les prix et les coûts devrait dans ces conditions être faible. Il se pourrait toutefois que la substitution, au début de l'an prochain, de la taxe sur la valeur ajoutée à l'ancien impôt sur le chiffre d'affaires provoque des hausses de prix assez sensibles, qui contribueraient en elles-mêmes à affaiblir la demande, et qui s'accroîtraient encore au milieu de l'année, lors du relèvement du taux de la taxe.

Si la demande demeure ainsi hésitante à l'intérieur de l'économie allemande alors que sa progression s'accélère dans le reste de la zone de l'OCDE, on ne peut guère s'attendre à une diminution appréciable de l'excédent commercial très élevé enregistré par l'Allemagne, cela malgré la possibilité d'une concurrence accrue de la part des exportateurs britanniques. A supposer que les dépenses au titre

du tourisme évoluent d'une façon plus normale qu'en 1967 et que les remises des travailleurs étrangers cessent de diminuer, le déficit des opérations invisibles devrait recommencer à augmenter. Toutefois, dans les circonstances actuelles, les importations ne semblent pas devoir progresser plus rapidement que les exportations, d'autant que la modification des aménagements fiscaux aux frontières qui accompagnera l'introduction de la taxe sur la valeur ajoutée devrait renforcer la compétitivité de l'industrie allemande. D'autre part, il paraît peu probable que l'important excédent courant continue d'être compensé, dans les mêmes proportions qu'en 1967, par des sorties nettes de fonds à court terme. L'action entreprise pour favoriser un courant d'exportations de capitaux plus durable a donné quelques résultats, mais cela ne suffira pas à contrebalancer l'excédent courant si l'on n'arrive pas à abaisser encore les taux d'intérêt à long terme par rapport à ceux qui prévalent à l'étranger.

## ITALIE

La production et la demande intérieure ont poursuivi leur rapide progression et les hausses de prix sont restées relativement modérées. Les exportations de biens et de services ont eu récemment tendance à plafonner ; mais étant donné la fermeté de la demande intérieure, ce tassement ne devrait pas provoquer un ralentissement sérieux du rythme de l'expansion, à moins qu'il ne persiste pendant un certain temps. Il y a lieu de s'attendre en 1968 à une reprise de la demande sur plusieurs des grands marchés extérieurs de l'Italie et l'on peut donc penser qu'en dépit de la concurrence accrue des pays qui ont dévalué leur monnaie, l'expansion de l'économie italienne se poursuivra. L'excédent considérable de la balance des paiements courants ne s'est que modérément réduit pendant le premier semestre de 1967, période pendant laquelle il a été compensé par de nouvelles sorties importantes de capitaux. Il a diminué plus rapidement au second semestre, sur une base désaisonnalisée, mais il demeurera vraisemblablement important en 1968.

### *Politique économique*

Aucune modification importante n'a été apportée à la politique de régulation de la demande globale au cours des derniers mois. Les relèvements anté-

rieurs d'impôts et la vigoureuse expansion de l'activité économique ont gonflé les recettes publiques, qui ont augmenté plus vite que le revenu national et les dépenses budgétaires. L'épargne courante de l'État (au sens de la comptabilité nationale et dans l'optique de la trésorerie) aurait atteint près de 2,5 % du PNB en 1967, contre 0,7 % seulement en 1966, en raison pour une grande part de la débudgétisation de certaines cotisations de Sécurité sociale (d'un montant voisin de 1 % du PNB). Les effets restrictifs de l'augmentation de l'épargne publique ont été partiellement compensés par un accroissement d'environ 19 % des investissements publics et des transferts en capital effectués par l'État. Malgré cela on estime que les besoins financiers globaux du secteur public sont tombés à 835 milliards de lires en 1967, contre 1.320 milliards en 1966.

La politique du crédit est restée libérale, encourageant une forte expansion des crédits bancaires (16,7 % d'août 1966 à août 1967) et n'entravant en rien jusqu'à ces derniers temps la poursuite des sorties de capitaux non monétaires attirés par les taux d'intérêt élevés offerts à l'étranger.

### *Evolution récente*

D'après les estimations officielles publiées en septembre, l'accroissement du PIB aurait été en 1967 de 5,5 %, l'augmentation de la production industrielle d'environ 9 % et celle de l'emploi dans

**Demande et production  
ITALIE**

 Variations en pourcentages,  
volume

 Chiffres corrigés des variations  
saisonnnières en taux annuels  
Estimations et prévisions

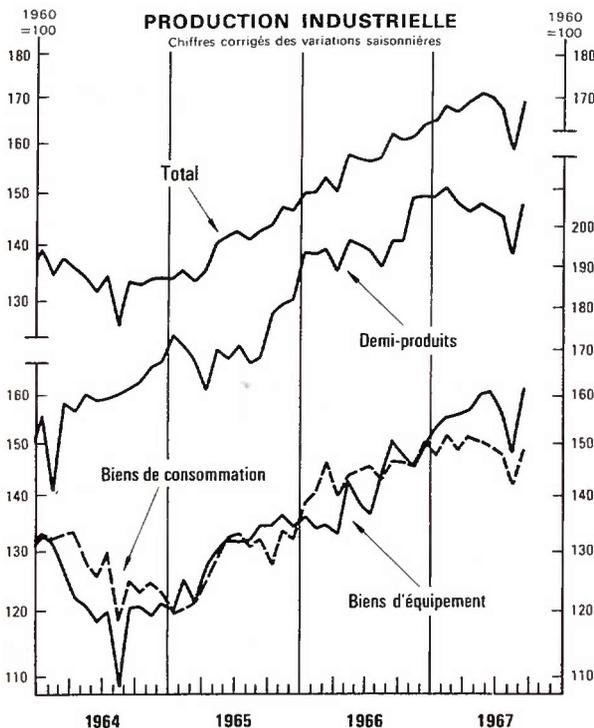
	1966 milliards de livres	Par rapport à l'année précédente			Par rapport au précédent semestre		
		1966	1967	1968	1966 II	1967 I	1967 II
Consommation privée	24,2	5,7	6	5½	5,7	5,7	6
Consommation publique	5,5	3,6	4	4	4,6	3,3	4
Formation brute de capital fixe	7,1	3,7	10½	11	11,1	9,6	10½
Total de la demande intérieure (non compris les stocks)	36,8	5,0	6½	6	6,5	6,1	6½
* plus variations dans la formation de stocks	0,5	0,5	0	0	-0,2	0,0	0
* plus variations de la balance extérieure	0,8	0,1	-1	-1	-0,6	0,0	-1½
PIB aux prix du marché	38,1	5,4	5½	5	5,5	6,0	5
Indice de prix implicite du PIB		2,3	2¾	3	2,0	2,8	3
Production industrielle		11,7	8½	8	9,8	9,0	6

\* La première colonne donne les montants absolus de la « formation de stocks » (accroissement des stocks) et de la « balance extérieure » (exportations nettes de biens et de services non-facteurs). Dans les colonnes suivantes, les variations dans la formation de stocks et de la balance extérieure sont exprimées en pourcentage du PIB. Les variations de PIB sont donc égales à la somme des variations de la demande intérieure, de la formation de stocks et de la balance extérieure, quoique ne correspondant pas exactement en raison des chiffres arrondis.

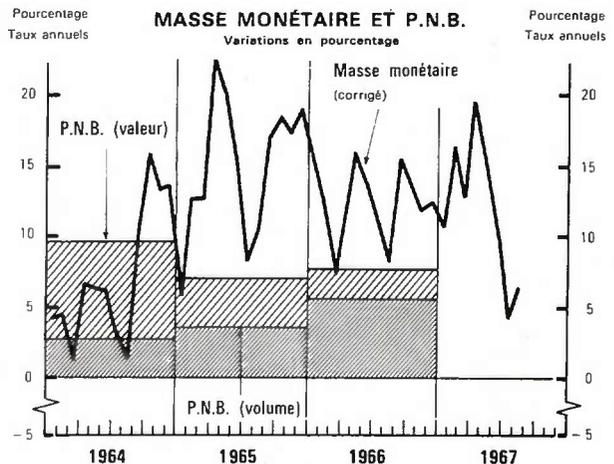
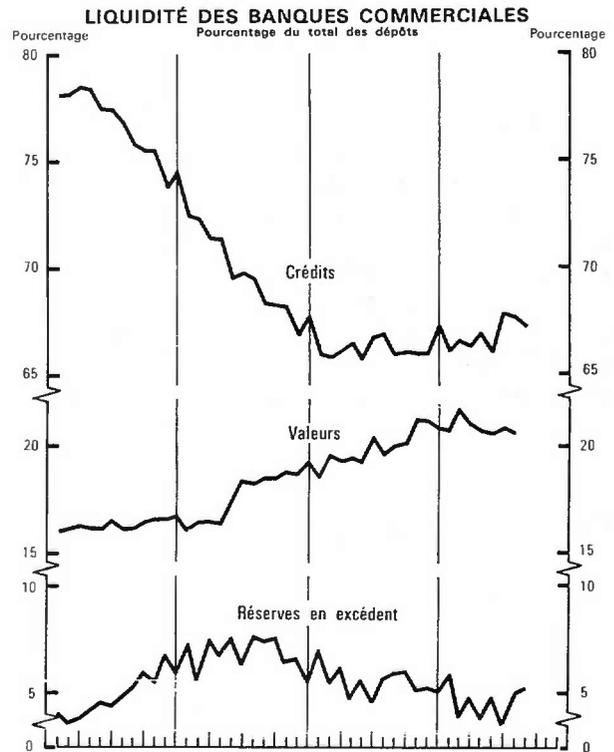
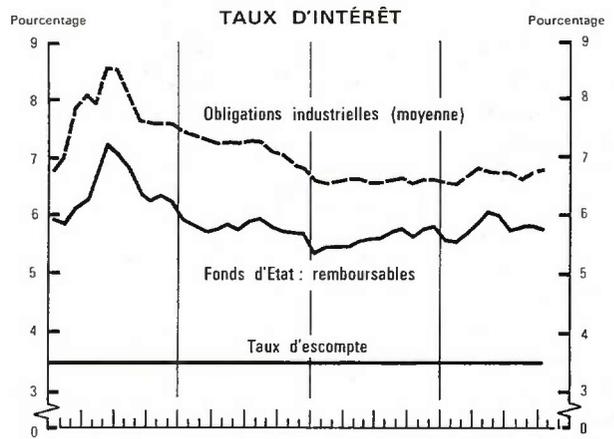
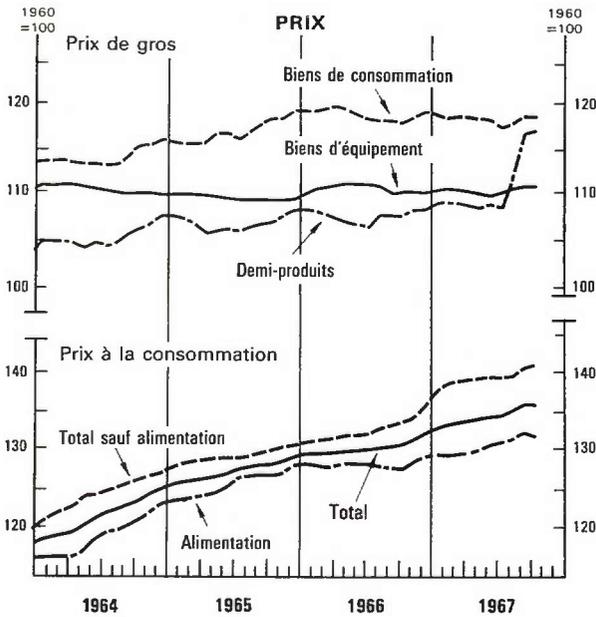
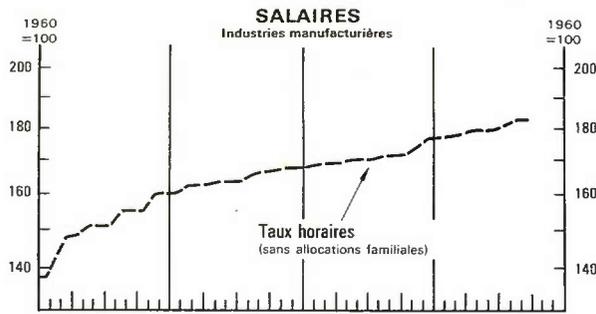
les secteurs non agricoles de 2,3 %. Le montant total des investissements fixes s'est vraisemblablement accru de plus de 11 % (6 % environ pour le bâtiment et les travaux publics et près de 20 % pour les investissements en machines et autres biens d'équipement). Il est certain que jusqu'à l'été la tendance de la demande intérieure est demeurée fortement expansionniste. En particulier, la reprise

prononcée des investissements en machines et autres équipements a continué. De janvier à septembre, les importations de machines ont progressé de 26 % par rapport à la période correspondante de 1966, tandis que la production des industries mécaniques (non compris le matériel de transport) augmentait de 17 % ; les ventes intérieures de machines-outils ont pratiquement doublé pendant le deuxième trimestre et, jusqu'au mois d'octobre, la production d'acier faisait ressortir une augmentation de 18 %, tandis que l'on constatait également une progression des importations nettes de produits sidérurgiques.

Si l'on fait approximativement la part des variations saisonnières, l'indice général de la production industrielle fait apparaître une expansion ininterrompue jusqu'en juin 1967, à laquelle a fait suite, au troisième trimestre, un léger fléchissement, imputable, semble-t-il, en partie à des problèmes d'ajustement saisonnier<sup>1</sup> et à des facteurs exceptionnels (p.e. perturbations dans l'approvisionnement des produits pétroliers). Toutefois, cette évolution est également due à une moindre progression des exportations (en fait, pour les textiles il y a eu une baisse effective des exportations). Le ralentissement de la production a été moins marqué dans le secteur des biens d'investissement que dans celui des biens de



1. Le nouvel indice, qui a pour base l'année 1966, couvre un champ beaucoup plus vaste que l'ancien. Les composantes pour lesquelles on a déjà pu établir des séries désaisonnalisées ne représentent encore que 75 % environ de la valeur ajoutée totale de l'année de référence. Pour les neuf premiers mois de 1967, l'indice brut fait apparaître un accroissement de 9,1 % par rapport à la période correspondante de 1966.



consommation et des biens intermédiaires qui a été davantage touché par l'affaiblissement de la demande d'exportation. Selon les informations les plus récentes (production et immatriculations de voitures au mois d'octobre et enquêtes conjoncturelles), la production industrielle pourrait continuer à augmenter, encore que plus lentement que pendant le premier semestre de 1967.

Certains signes témoignent indirectement d'une reprise d'activité dans le secteur de la construction, reprise qui doit surtout être attribuée aux travaux publics et à la construction de bâtiments non résidentiels. La construction de logements financés par le secteur public semble aussi avoir augmenté sensiblement, mais la tendance reste moins nette pour les logements construits par le secteur privé. De son côté, la production agricole pourrait être plus satisfaisante que ne le faisaient présager les prévisions pessimistes faites après les inondations de 1966. Enfin, l'activité des services paraît avoir progressé assez sensiblement.

La situation de l'emploi a continué de s'améliorer progressivement. L'enquête par sondage effectuée en juillet a fait apparaître un accroissement de 1,9 % de l'emploi total dans les secteurs non agricoles depuis juillet 1966, et une nouvelle diminution de l'emploi dans l'agriculture. Le nombre des ouvriers et employés occupés dans l'industrie (y compris le secteur de la construction) s'est accru de 2,3 %, bien que l'effectif des travailleurs du sexe féminin n'ait pas augmenté ; l'accroissement correspondant dans le secteur des services a été de 2,6 %. Le chômage atteignait 2,9 % de la population active, contre 3,6 % un an plus tôt, cependant que l'on constatait une nouvelle diminution de l'effectif des salariés employés à temps partiel. Le pourcentage de la population active par rapport à la population totale demeure cependant plus faible que dans les autres pays industrialisés, ce qui dénote vraisemblablement l'existence d'importantes réserves « cachées » de main-d'œuvre.

La hausse des salaires s'est légèrement accélérée, l'augmentation des taux horaires pratiqués dans les industries manufacturières ayant été de 6,4 % de septembre 1966 à septembre 1967. Pendant la même période, les prix de gros sont restés pratiquement stables, tandis que les prix de détail montaient de 3,8 %. L'augmentation a été particulièrement sensible dans le secteur des services (7 %) où elle a été

due en partie à un relèvement des tarifs des services publics. La hausse des prix des produits non-alimentaires (électricité et combustibles non compris) a été de 1,4 %.

La demande de crédit émanant du secteur privé s'est encore renforcée et, bien que nettement plus faibles, les besoins de financement du Trésor sont restés importants. Pendant les huit premiers mois de 1967, l'accroissement net des crédits bancaires accordés au secteur privé a atteint environ 680 milliards de liras, contre 350 milliards pour la période correspondante de 1966. De janvier à juillet, les concours fournis par les établissements de crédit spécialisés dans le financement de l'industrie et des travaux publics se sont élevés à environ 750 milliards de liras (y compris les achats de titres) contre 530 milliards un an plus tôt. Par contre, le montant net des émissions de valeurs mobilières (y compris les emprunts d'État) n'a été que de 1.870 milliards de liras pendant les trois premiers trimestres de 1967, contre 2.010 milliards pendant la même période de l'an dernier. De juillet 1966 à juillet 1967, les avoirs liquides totaux du secteur non bancaire ont augmenté d'environ 14 %. La liquidité bancaire s'est toutefois quelque peu détériorée ; le coefficient de liquidité des banques n'était plus que de 5,2 % à la fin d'août 1967, au lieu de 6 % un an plus tôt, et les recours à la banque centrale se sont intensi-

Balance de paiements ITALIE		1966	1967	1968	1966	1967	1967
					II	I	II
Valeur, millions de dollars Estimations et prévisions							
CHIFFRES CORRIGÉS DES VARIATIONS SAISONNIÈRES							
Exportations		7.924	8.500	9.200	4.039	4.272	4.250
Variations en pourcentages <sup>a</sup>		(11,7)	(7½)	(8)	(10,5)	(11,3)	(-1)
Importations		7.577	8.600	9.900	3.941	4.170	4.450
Variations en pourcentages <sup>a</sup>		(16,7)	(13½)	(15)	(15,1)	(12,0)	(14)
Balance commerciale		347	-100	-700	98	102	-200
Solde des services et transferts		1.783	1.600	1.750	913	870	750
Balance des opérations courantes		2.130	1.500	1.050	1.011	972	550
CHIFFRES NON CORRIGÉS DES VARIATIONS SAISONNIÈRES							
Balance des opérations courantes		2.130	1.500	1.050	1.345	631	850
Mouvements de capitaux à long terme <sup>b</sup>		-1.038			-798	-419	
Mouvements de capitaux à court terme		-439			-101	-415	
Balance des mouvements non monétaires		653			446	-203	
Variations des réserves		-225			-151	44	

a) Par rapport à la période précédente en taux annuels, données de la balance des paiements.

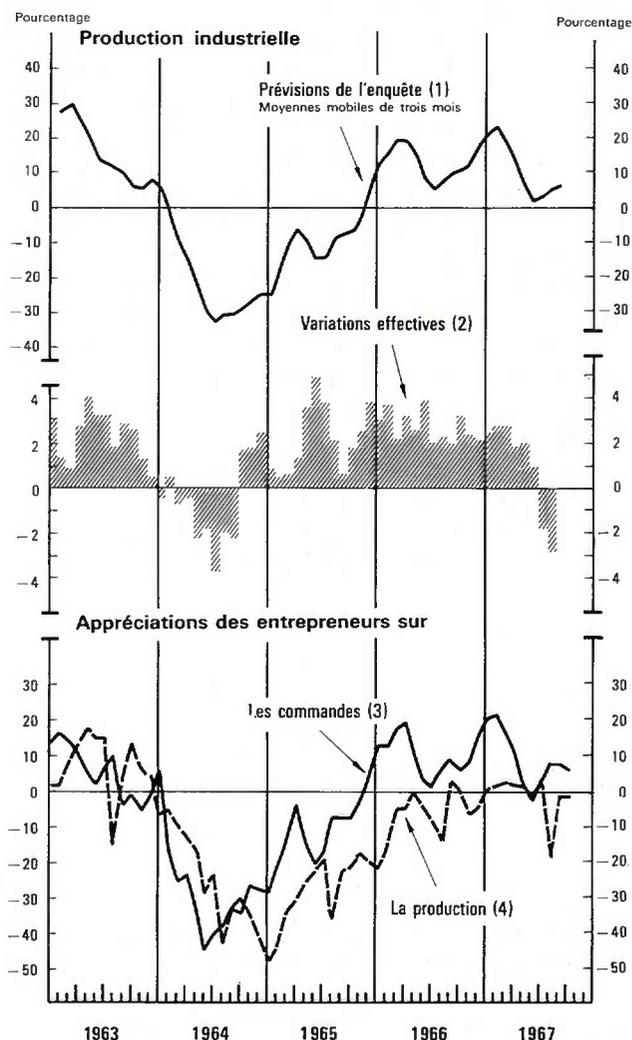
b) A l'exclusion des opérations spéciales.

fiés. Les rendements des obligations ont légèrement progressé jusqu'en septembre, mais sont restés généralement inférieurs aux taux pratiqués sur le marché des Euro-obligations.

Même si l'on tient compte des perturbations qui ont affecté le commerce des produits pétroliers vers le milieu de l'année, les importations de produits non alimentaires ont poursuivi leur très forte progression (17 % entre les neuf premiers mois de 1966 et de 1967). Les importations de certaines matières premières semblent toutefois avoir subi fermement le contrecoup de la tendance moins ferme que les exportations industrielles manifestaient depuis le deuxième trimestre, époque à partir de laquelle la diminution des ventes à l'Allemagne et la stagnation des exportations à destination de la France ont compensé la progression sensible qui continuait d'être enregistrée sur d'autres marchés situés tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de la zone OCDE. Les recettes invisibles nettes semblent avoir légèrement fléchi en 1967, les recettes touristiques et les envois de fonds des émigrants s'étant ressentis de l'affaiblissement de la demande dans d'autres grands pays Membres. Ce fléchissement, joint à la tendance moins soutenue des exportations, s'est traduit par une forte diminution de l'excédent des paiements courants, qui ne dépassera peut-être pas au second semestre 1967 1 milliard de dollars (taux annuel désaisonnalisé), contre 2 milliards de dollars un an plus tôt.

Les sorties de capitaux non monétaires étaient demeurées importantes pendant le premier semestre de 1967 (830 millions de dollars), mais elles se sont, semble-t-il, légèrement ralenties par la suite. Les rachats de billets de banque italiens ayant représenté plus de la moitié de ces mouvements de fonds, la nature exacte de ceux-ci est difficile à déterminer, mais il semble raisonnable de supposer qu'ils ont été dûs pour une large part à l'attrait des taux plus élevés offerts sur les marchés étrangers des valeurs mobilières. Le premier semestre de l'année avait été marqué par des entrées de fonds bancaires s'élevant à quelque 250 millions de dollars ; celles-ci ont toutefois fait place au troisième trimestre à des sorties d'un montant de 80 millions de dollars, vraisemblablement liées à l'important excédent enregistré (en partie du fait de facteurs saisonniers) au titre des transactions non monétaires. A la fin d'octobre, les avoirs officiels en or et en devises avaient augmenté de 480 millions de dollars ; y compris la position au FMI et les autres avoirs à court terme, les réserves officielles de première ligne dépassaient nettement 5 milliards de dollars.

## ENQUÊTES CONJONCTURELLES



Source : I.S.C.O., Congiuntura Italiana.

Les séries 1, 3 et 4 indiquent les soldes entre les réponses positives et négatives à l'enquête.

1. Perspectives personnelles de la production pour 3 à 4 mois.
2. Taux de variation de l'indice de la production industrielle (moyennes mobiles de trois mois avec un décalage de trois mois).
3. Appréciation du carnet de commandes.
4. Appréciation de la tendance récente de la production.

### Perspectives

Les facteurs d'expansion internes semblent très puissants. L'essor des investissements industriels se poursuivra sans doute pendant encore un certain temps (les investissements en machines et autres biens d'équipement n'ont pas encore rejoint leur précédent niveau record de 1963) et le mouvement de reprise de la construction résidentielle privée devrait être un facteur d'impulsion supplémentaire. Les transactions courantes du secteur public exerceront vraisemblablement une influence un peu plus

expansionniste en 1968. De plus, on prévoit un accroissement considérable des investissements publics et des investissements des entreprises nationalisées. Un taux de croissance du PIB supérieur à 5 % paraît de nouveau probable, sans que les ressources soient pour autant soumises à des tensions excessives. Il reste probablement encore une certaine capacité de production inutilisée ; les réserves de main-d'œuvre sont abondantes et l'excédent des paiements courants est très important. On peut s'attendre à une certaine accélération des hausses de prix et de salaires au cours des prochains mois, mais les pouvoirs publics devraient être en mesure d'éviter que les prix ne soient soumis à de trop fortes pressions.

Ces perspectives supposent que la reprise prévue dans un certain nombre de pays qui comptent parmi les principaux clients de l'Italie ne se fera pas trop attendre et ne sera pas trop faible. Jusqu'au milieu de 1967, les exportations italiennes s'étaient remar-

quablement bien comportées face au ralentissement de l'expansion dans les autres pays de l'OCDE. Elles ont toutefois donné ces derniers temps des signes évidents d'hésitation et devront désormais affronter la concurrence plus aiguë du Royaume-Uni et des autres pays qui ont dévalué. Etant donné la vigueur de l'expansion intérieure, un plafonnement passager des ventes à l'étranger ne devrait guère retentir sur la demande globale. Par contre, en se prolongeant, il risquerait de peser sur la demande des investisseurs et d'obliger les autorités à prendre des mesures de stimulation.

Si la demande émanant de l'étranger se redresse assez rapidement, l'important excédent de la balance des paiements courants ne diminuera sans doute plus guère en 1968. On peut certes s'attendre à une nouvelle détérioration de la balance commerciale, mais les recettes invisibles pourraient fort bien de leur côté reprendre leur progression à long terme, interrompue en 1967.

## ROYAUME-UNI

La dévaluation s'est accompagnée de mesures d'ordre interne visant à modifier l'affectation des ressources, au détriment des emplois intérieurs et au bénéfice de la balance des paiements courants. Ces mesures s'imposaient si l'on voulait éviter que des difficultés financières extérieures ne continuent de faire obstacle, comme elles l'avaient fait ces dernières années, à une expansion économique normale. A condition de réussir à modérer la progression de la demande et la hausse des rémunérations, le Royaume-Uni devrait être bien placé pour connaître désormais une expansion économique durable, dont la croissance des exportations sera le principal moteur.

### *Politique économique*

Les décisions annoncées le 18 novembre ont contrasté fortement avec celles qui avaient été prises depuis le début de l'année. Devant l'aggravation du chômage, les pouvoirs publics avaient adopté jusqu'à cette date une série de mesures destinées à donner à la demande intérieure une impulsion assez légère pour ne pas s'opposer à un nouvel accroissement des exportations au cas où la demande extérieure se serait ren-

forcée. D'autre part, le Gouvernement avait fixé pour un an la politique des prix et des revenus qu'il entendait suivre jusqu'en août 1968, substituant aux deux formules antérieures (blocage total et autodiscipline rigoureuse) une procédure de notification volontaire, étayée par le pouvoir donné à l'Administration d'ajourner les hausses de prix ou de salaires pour une période pouvant aller jusqu'à sept mois.

Les mesures de novembre, qui mettent un frein dans l'immédiat à la croissance de la consommation privée ainsi qu'à l'augmentation des dépenses prévues au titre de la défense et des investissements des entreprises nationalisées, devraient modifier assez radicalement les rôles respectifs de la demande intérieure et des exportations dans le processus d'expansion. C'est ainsi que la dévaluation de la livre, dont le taux de change a été ramené de 2,80 à 2,40 dollars (soit une dévaluation de 14,3 % à l'exportation, entraînant une hausse de 16,7 % du coût des produits importés), a été assortie des mesures internes suivantes.

### *Mesures à effet immédiat :*

Relèvement du taux de l'escompte de 6,5 à 8 %.

Augmentation de 25 à 33 % de l'acompte initial exigé pour les achats d'automobiles à tempérament, et réduction du délai maximal de remboursement de 36 à 27 mois. En août 1967, l'acompte avait été ramené de 30 à 25 % et le délai de remboursement porté de 30 à 36 mois.

## Demande et production ROYAUME-UNI

Variations en pourcentages,  
volume

Chiffres corrigés des variations  
saisonnnières en taux annuels  
Estimations et prévisions\*

\* Les chiffres de 1968 ne constituent  
pas des "prévisions" au sens habi-  
tuel; se reporter au texte.

a) La première colonne donne les mon-  
tants absolus de la « formation de  
stocks » (accroissement des stocks) et  
de la « balance extérieure » (exporta-  
tions nettes de biens et de services non-  
facteurs). Dans les colonnes suivantes,  
les variations dans la formation de  
stocks et de la balance extérieure sont  
exprimées en pourcentage du PIB.  
Les variations de PIB sont donc  
égales à la somme des variations de  
la demande intérieure, de la formation  
de stocks et de la balance extérieure,  
quoique ne correspondant pas exacte-  
ment en raison des chiffres arrondis.

	1966 milliards de £	Par rapport à l'année précédente			Par rapport au précédent semestre		
		1966	1967	1968	1966 II	1967 I	1967 II
Consommation privée	24,0	1,6	1½	1*	-2½	2½	2
Consommation publique	6,4	3,1	4	2*	4½	4½	2
Formation brute de capital fixe	6,6	1,0	3	2*	4	4	0
Total de la demande intérieure (non compris les stocks)	37,0	1,8	2	1½*	0	3	1½
plus variations dans la formation de stocks <sup>a</sup>	0,2	-0,4	0	0*	-1½	½	½
plus variations de la balance extérieure <sup>a</sup>	-0,2	0,3	-½	1½*	2½	-2	0
PIB aux prix du marché	37,0	1,6	1½	3*	1	1½	2
Indice de prix implicite du PIB		4,1	3½	6*	7	2	3
Production industrielle		1,1	-1	4*	-3,0	-0,8	1½

Envoi de directives enjoignant aux banques de limiter à son niveau actuel le montant de leurs crédits, à la fois globalement et pour la plupart des catégories d'opérations. Ce plafond s'applique à l'ensemble des concours accordés au secteur privé, à l'exception des opérations de financement à moyen terme et à taux fixe des exportations et de la construction navale, du financement à court terme des exportations au taux officiel de l'escompte, ainsi que toute autre avance visant expressément à financer des exportations. (L'ancien plafond des crédits bancaires, fixé à 105 % de leur montant de mars 1965, avait été supprimé en avril 1967.)

Mesures devant prendre effet au cours de l'exercice budgétaire 1968-69 :

La ristourne aux exportateurs, qui coûtait au Trésor près de 100 millions de livres par an, sera supprimée en avril 1968.

Le bénéfice de la prime qui venait s'ajouter dans certains cas au remboursement de l'impôt sélectif sur l'emploi sera réservé aux entreprises manufacturières installées dans les zones de développement industriel, ce qui économisera plus de 100 millions de livres en année pleine.

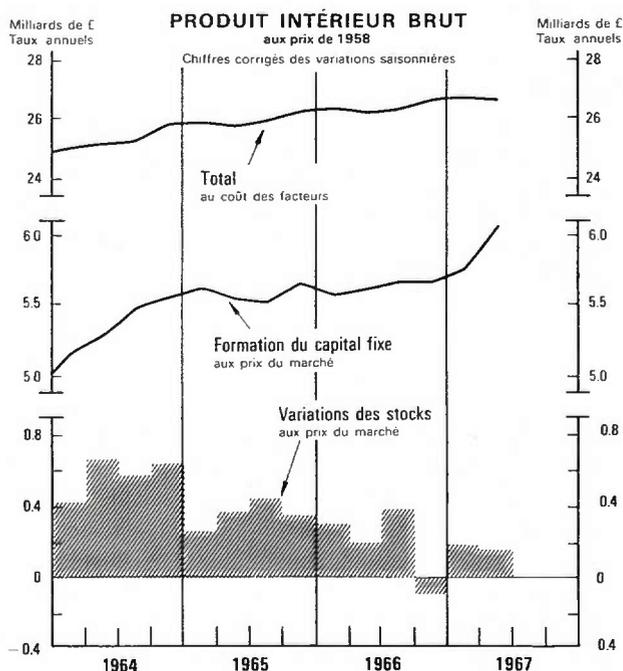
Le taux de l'impôt sur les sociétés sera porté de 40 à 42,5 % dans le prochain budget, ce qui accroîtra les recettes publiques de 60 millions de livres au cours de l'exercice 1968-69. Les répartitions de dividendes seront surveillées de près.

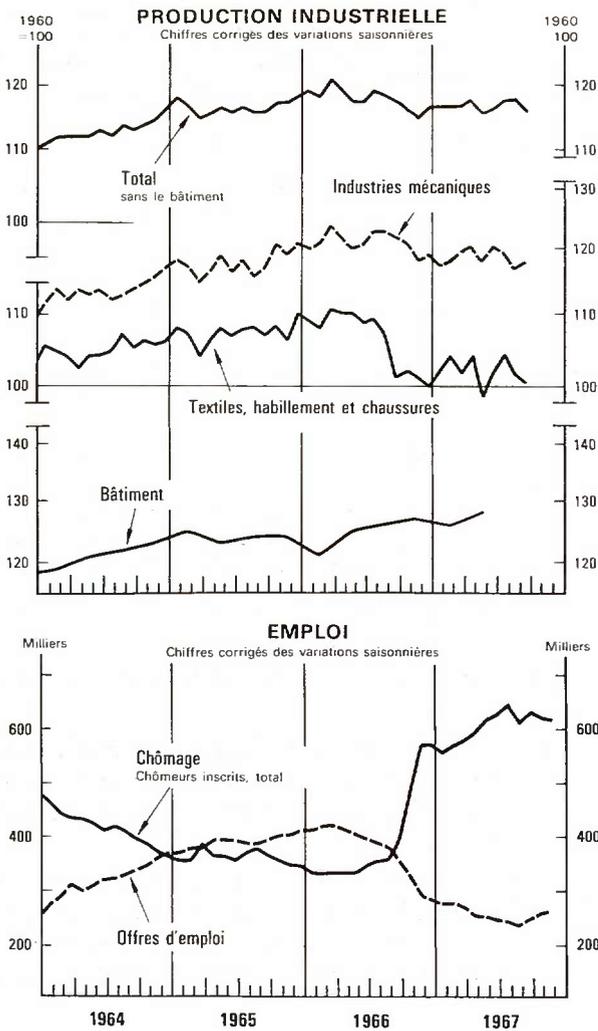
Les dépenses militaires subiront une réduction de 100 millions de livres en 1968-69 (qui sera toutefois partiellement contrebalancée par l'augmentation du

coût en sterling des dépenses à l'étranger, due à la dévaluation).

Les autres dépenses publiques, y compris celles des entreprises nationalisées et des collectivités locales, seront également réduites de 100 millions de livres en 1968-69.

De plus, le Gouvernement doit engager sous peu des discussions avec les représentants des travailleurs et des employeurs du secteur industriel, afin d'essayer d'obtenir que les décisions touchant les prix et les revenus





soient compatibles avec les impératifs de la situation nouvellement créée.

Dans l'esprit du Gouvernement, le but de ces mesures est d'amener une amélioration de 1 à 1,5 milliard de dollars de la balance commerciale, amélioration qui interviendrait en partie en 1968, mais qui ne se concrétiserait pleinement qu'en 1969.

#### *Evolution récente*

Qu'il s'agisse des tendances intérieures ou extérieures, il est malaisé d'apprécier l'évolution économique qui a été à l'arrière-plan immédiat des nouvelles mesures. Les estimations de la dépense nationale ne concordant pas avec celles de la production, la tendance de l'activité en 1967 est difficile à dégager<sup>1</sup>. En outre, plusieurs facteurs exceptionnels défavorables, comme les suites de la crise du Moyen-Orient et les grèves des dockers, sont venus obscurcir les mouvements profonds de la

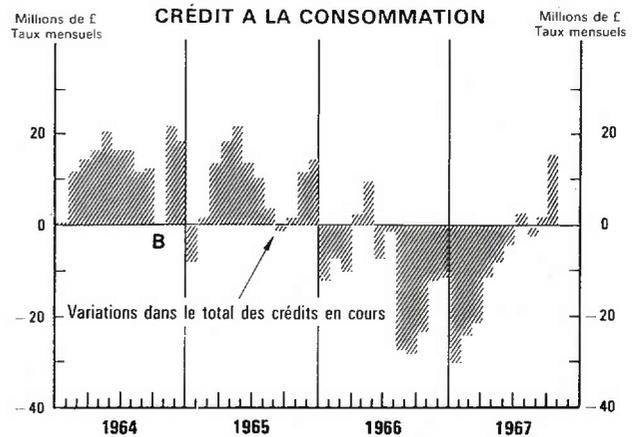
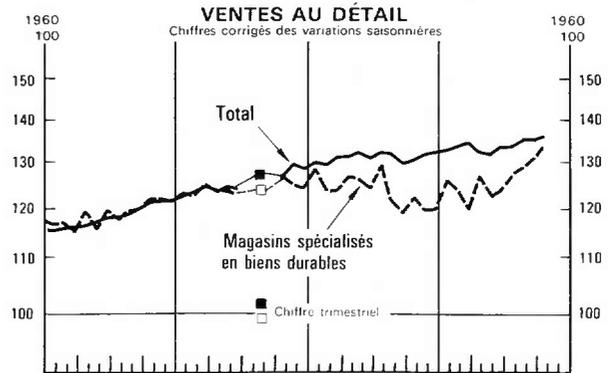
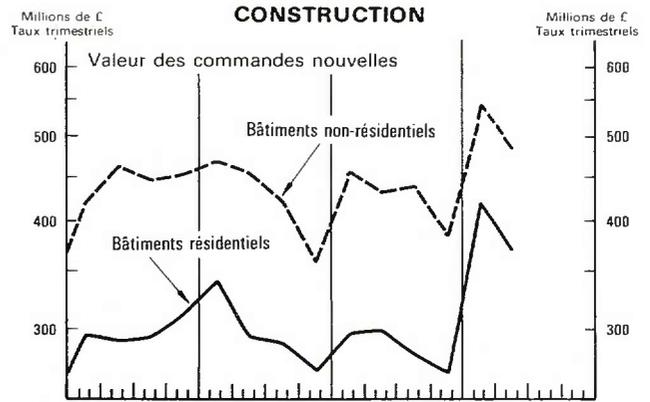
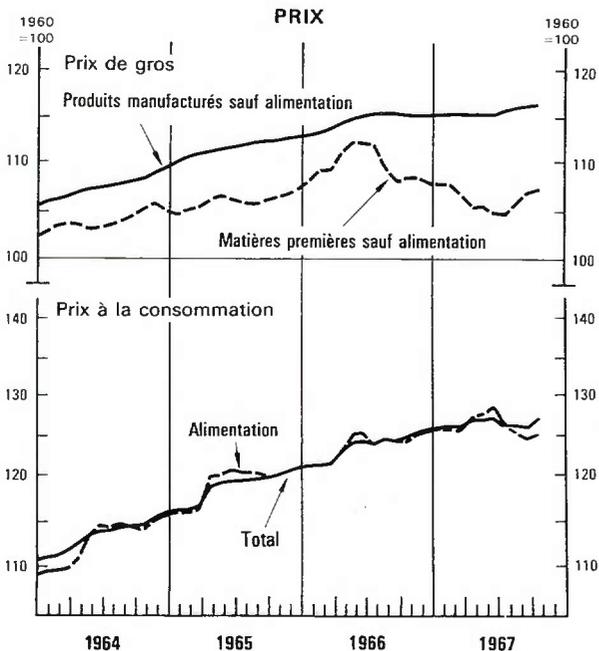
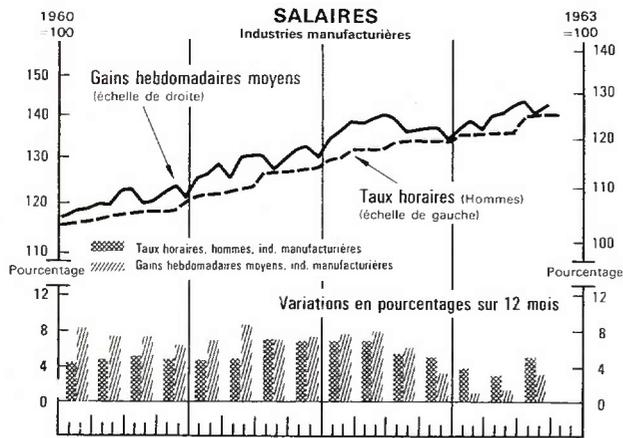
balance des paiements. La tournure générale de l'évolution de l'économie n'en a pas moins été décevante. Le relâchement progressif, au cours de l'été, de la pression exercée par la demande intérieure ne s'est pas accompagné d'un renforcement de la balance des opérations courantes. Encore que cela s'explique en partie par l'affaiblissement parallèle de la pression de la demande dans d'autres pays et par l'action temporaire de divers facteurs défavorables, la balance extérieure paraît avoir beaucoup moins réagi que dans certains autres pays industrialisés à la détente de la demande intérieure.

Malgré une progression apparente de la consommation privée au premier semestre de 1967 (en fait, celle-ci avait diminué dans les derniers mois de 1966), conjuguée à une accélération de la construction de logements et des investissements fixes du secteur public, le chômage s'est assez fortement accru. En septembre, on dénombrait 563.000 chômeurs totaux (compte non tenu des jeunes gens venant de terminer leurs études), soit 2,4 % de la population active; en novembre il est vrai, le chômage est apparu en légère régression. Jusqu'en novembre également, la hausse des prix et des coûts est restée relativement modérée. Au premier semestre, période pour laquelle le Gouvernement avait demandé à la population de faire preuve d'une « discipline rigoureuse », la hausse des taux de salaires horaires avait été inférieure à 2 % (après leur blocage intégral du second semestre de 1966). Une augmentation assez forte s'est toutefois produite en juillet, avant que la hausse ne redevienne plus graduelle dans les mois suivants. Les prix de gros des produits industriels sont demeurés à peu près stables du milieu de 1966 au milieu 1967 et la hausse des prix de détail a été faible. Avant les mesures de novembre, on situait généralement aux alentours de 3 % par an le taux d'expansion de l'économie, ce qui était à peu près suffisant pour que la marge de ressources inutilisées ne s'accroisse pas davantage, mais ne l'empêchait pas de demeurer considérable par comparaison avec ce à quoi on était habitué depuis la dernière guerre.

Néanmoins, au lieu du léger excédent qu'on avait espéré obtenir, la balance des opérations courantes (compte non tenu des paiements afférents aux achats d'avions militaires aux États-Unis) a dégagé un léger déficit pour le premier semestre, après correction des

1. Contrairement à l'usage, les chiffres que l'on a portés dans le tableau « Demande et production » pour le second semestre de 1966 et le premier semestre de 1967 diffèrent des données officielles publiées dans *Economic Trends*, lesquelles sont calculées dans l'optique de la dépense. Vu les divergences considérables qui existaient pour cette période entre les données fondées respectivement sur la dépense, le revenu et la production, on a indiqué pour le PIB le chiffre que les services britanniques établissent à titre de « compromis », et le Secrétariat a procédé à des estimations pour redresser en conséquence les valeurs des différentes composantes de la demande.

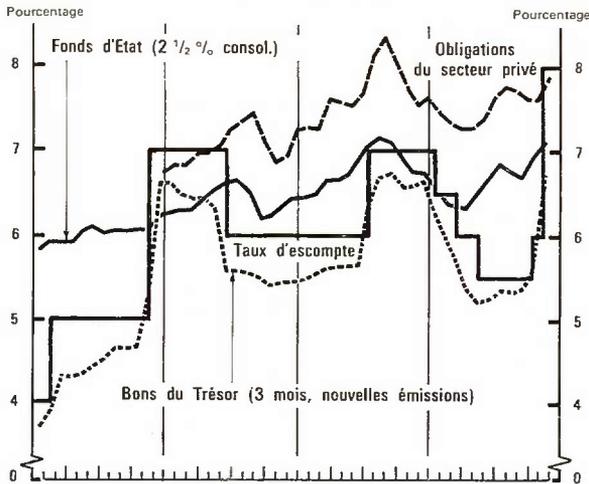
variations saisonnières. Si l'on fait la part des divers facteurs exceptionnels qui sont intervenus, il semble qu'il n'y ait eu aucun progrès par rapport à la position foncière de quasi-équilibre atteinte en 1966. La balance commerciale s'est fortement dégradée, cette évolution étant due dans une large mesure aux incidences de l'abolition de la surtaxe temporaire à l'importation, ainsi qu'à l'ampleur des achats de denrées alimentaires. Toutefois, si l'on élimine l'influence de ces facteurs exceptionnels, il semble bien que la tendance foncière de la balance commerciale se soit elle aussi affaiblie, et elle s'est encore détériorée au troisième trimestre. Les importations ont suivi une courbe ascendante tout au long de l'année. Quant aux exportations, elles sont retombées très au-dessous du niveau élevé qu'elles avaient atteint au cours de la période s'étendant d'octobre 1966 à mars 1967; cette baisse s'explique dans



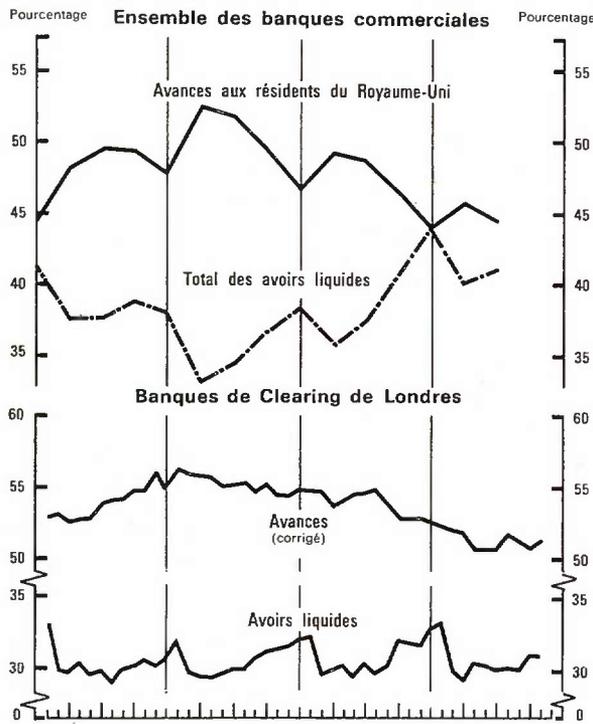
une large mesure par l'affaiblissement sensible de la demande sur quelques-uns des principaux marchés extérieurs du Royaume-Uni, mais elle tient aussi à ce que dans l'ensemble l'amélioration de la tenue des exportations britanniques qu'on avait constatée en 1966 ne s'est pas confirmée (en entendant par amélioration le fait d'arriver à conserver la même place sur les marchés étrangers).

Au premier trimestre, les effets de la dégradation de la balance commerciale avaient été atténués par une augmentation substantielle des recettes invisibles nettes, due principalement à une diminution du montant des

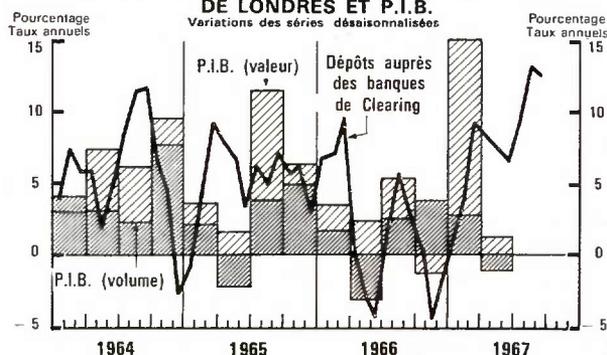
**TAUX D'INTÉRÊT**



**LIQUIDITÉ BANCAIRE**  
Pourcentage du total des dépôts

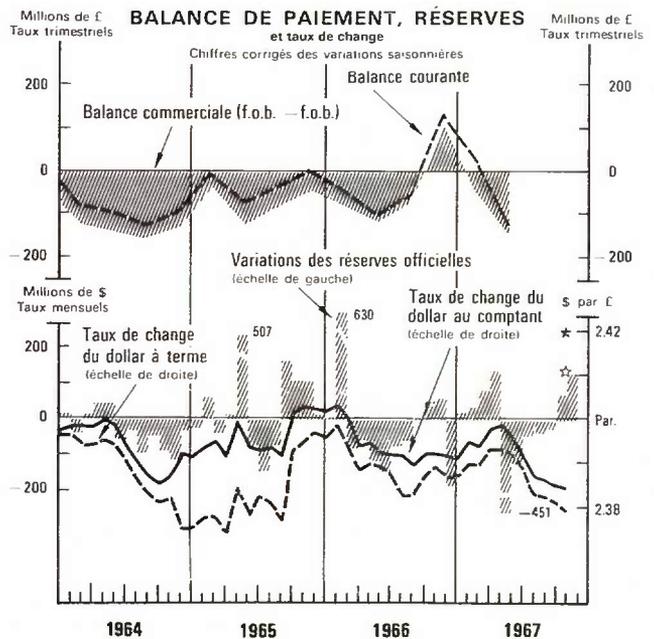


**DÉPÔTS AUPRÈS DES BANQUES DE CLEARING DE LONDRES ET P.I.B.**



impôts versés à titre rétroactif par les sociétés pétrolières; l'action de ce facteur s'est toutefois inversée au deuxième trimestre, cependant que la balance commerciale continuait à s'affaiblir. Au second semestre, les suites de la crise du Moyen-Orient paraissent avoir entraîné un surcroît de charges financières extérieures de quelque 250 millions de dollars, principalement imputable à l'élévation du coût des importations de pétrole; comme, d'autre part, les exportations ont plafonné, voire légèrement diminué le déficit des paiements courants s'établissait probablement, avant la dévaluation, aux environs de 500 millions de dollars par semestre (après correction des variations saisonnières et compte non tenu des paiements afférents aux livraisons d'avions militaires américains).

En dépit de l'évolution du solde des opérations courantes, la balance des paiements elle-même s'était trouvée protégée au premier semestre de 1967 par des mouvements de capitaux favorables au Royaume-Uni. Sous l'influence des mesures que les pouvoirs publics avaient prises antérieurement pour agir sur les mouvements internationaux de capitaux, et à la faveur d'un regain de confiance dans le sterling, perceptible jusqu'à l'été, les opérations en capital à long terme du secteur privé avaient dégagé un excédent, pour le deuxième semestre consécutif. D'autre part, un afflux massif de capitaux à court terme et de fonds bancaires s'était produit, permettant le remboursement, non seulement des crédits obtenus en 1966 auprès des banques centrales étrangères, mais aussi d'une partie de l'aide à moyen terme consentie en 1964 par le FMI et la Suisse. Toutefois, à partir du mois de mai une forte dégradation de la balance des opérations en capital s'est amorcée.



Cette évolution a été partiellement imputable à un durcissement général des conditions pratiquées sur le marché de l'Euro-dollar et à une nouvelle tension des taux d'intérêt à New York; mais la confiance dans le sterling se trouvait aussi gravement ébranlée par l'affaiblissement de la balance commerciale, par la crise du Moyen-Orient et par l'annonce de conflits sociaux dont on voyait un exemple dans la grève des dockers. Jusqu'à la fin d'octobre, le Royaume-Uni n'a eu à enregistrer que de faibles diminutions de ses réserves, car il avait obtenu des banques centrales étrangères d'importants concours sous la forme d'opérations « swap » et peut-être aussi d'interventions visant à atténuer la tension qui régnait sur le marché de l'Euro-dollar. Par la suite, les mouvements psychologiques prirent une très grande ampleur.

### Perspectives

Pour l'ensemble de l'année 1967, la balance des paiements courants fera apparaître un déficit substantiel. L'action temporaire des facteurs exceptionnels mentionnés plus haut en étant partiellement responsable, leur disparition ou leur inversion entraînerait en tout état de cause un redressement très sensible de la balance des opérations courantes en 1968. Le but proclamé de la dévaluation et des mesures dont elle a été assortie est d'amener une nouvelle amélioration substantielle de la balance commerciale (de 500 millions de livres

d'ici à 1969). A supposer que le compte des opérations en capital à long terme demeure à peu près équilibré, l'obtention d'excédents commerciaux de cette ampleur (et le maintien de cette position par la suite) donnerait au Royaume-Uni la possibilité, non seulement de rembourser la dette qu'il a contractée auprès du FMI, mais aussi de commencer à renforcer ses réserves. Dans un avenir plus immédiat, le retour de la confiance devrait permettre le remboursement de la dette à court terme.

Bien qu'à la date à laquelle la présente note est rédigée on ne puisse guère estimer avec précision les avantages que la dévaluation est susceptible d'apporter, il semble bien qu'elle pourrait entraîner une amélioration substantielle de la balance des paiements, si du moins une politique appropriée est suivie sur le plan intérieur. Du point de vue des exportateurs, les effets de la dévaluation seront amoindris de 2,5 % environ du fait de la suppression de la ristourne à l'exportation et de la prime qui s'ajoutait au remboursement de l'impôt sélectif sur l'emploi, et de 3 % supplémentaires du fait de la hausse du coût des matières premières et autres produits importés entrant dans les fabrications. Les exportateurs devraient néanmoins voir leurs marges augmenter d'environ 10 %, avantage dont ils pourront utiliser une partie pour accroître leurs bénéfices et une autre partie pour réduire leurs prix exprimés en monnaie étrangère. A moins que les élasticités par rapport aux prix ne se révèlent très différentes de

Balance de paiements ROYAUME-UNI		1966	1967	1968	1966	1967	1967
					II	I	II
Valeur, millions de dollars Estimations et prévisions*							
* Ces chiffres ne constituent pas des prévisions au sens habituel : voir texte.							
CHIFFRES CORRIGÉS DES VARIATIONS SAISONNIÈRES							
Exportations		14.308	14.500	15.100*	7.398	7.439	7.050
Variation en pourcentages <sup>a</sup>		(6,9)	(2)	(4)*	(14,7)	(2,6)	(-10)
Importations <sup>b</sup>		14.619	15.450	15.300*	7.222	7.854	7.600
Variations en pourcentages <sup>a</sup>		(3,3)	(5½)	(-1½)*	(-3,8)	(14,7)	(-3)
Balance commerciale		-311	-950	-200*	176	-415	-550
Solde des services et transferts <sup>b</sup>		261	350	500*	87	297	50
Balance des opérations courantes		-50	-600	300*	263	-118	-500
CHIFFRES NON CORRIGÉS DES VARIATIONS SAISONNIÈRES							
Balance des opérations courantes		-50	-600	300*	196	-140	-450
Mouvements de capitaux à long terme <sup>c</sup>		-440			-229	-19	
Mouvements de capitaux à court terme <sup>d</sup>		-16			-8	800	
Balance des mouvements non monétaires		-506			-41	641	
Variations des réserves		96			-176	-266	

a) Par rapport à la période précédente en taux annuels, données douanières.

b) A l'exclusion des paiements échelonnés pour les avions militaires commandés aux États-Unis.

c) Y compris des paiements échelonnés pour les avions militaires commandés aux États-Unis.

d) Ajustés pour tenir compte des versements préalables de l'Allemagne en 1966 au titre de livraisons d'exportation.

ce qu'on admet couramment, l'augmentation du volume des exportations devrait être supérieure au bout d'un certain temps à la diminution des prix, de sorte que leur montant en devises étrangères devrait s'accroître. Sur le plan des importations, il serait normal que des économies soient réalisées, à la fois parce que les exportateurs étrangers réduiront peut-être quelque peu leurs prix exprimés dans leur propre monnaie et parce que la production intérieure devrait se substituer dans une certaine mesure aux importations.

Les effets bénéfiques de la dévaluation sur les importations devraient se faire sentir assez rapidement. Par contre, il se pourrait qu'une bonne partie de l'année 1969 s'écoule avant que les exportateurs ne tirent entièrement profit de leur avantage sur le plan des prix. Au total, à la suite de la dévaluation, la balance commerciale pourrait faire ressortir au second semestre de 1968 une amélioration de 350 à 400 millions de livres (taux annuel) par rapport au second semestre de 1967, à quoi pourrait s'ajouter un gain de 50 millions de livres au titre des invisibles.

Une amélioration aussi forte de la balance des paiements sera impossible si l'affectation des ressources intérieures n'est pas profondément modifiée. En raison de la détérioration probable des termes de l'échange, l'ampleur de la redistribution des ressources réelles devra être supérieure à l'amélioration recherchée de la balance courante. Quant à l'étendue exacte qu'elle devra revêtir, il est difficile de l'apprécier; elle dépendra dans une large mesure des politiques de prix que suivront les exportateurs britanniques et les exportateurs étrangers, ainsi que de l'élasticité de la demande par rapport aux prix, tant pour ce qui est des produits importés par le Royaume-Uni que pour ceux qu'il exporte. En première approximation, il semble qu'au cours des douze prochains mois le coût additionnel en termes de ressources intérieures pourrait être de l'ordre de 200 à 300 millions de livres, en admettant une détérioration de 4 à 6 % du rapport des prix à l'exportation aux prix à l'importation, exprimés les uns et les autres en monnaie étrangère. Dans ces conditions, et compte tenu d'une certaine amélioration des recettes invisibles nettes, le montant des ressources réelles qu'il sera nécessaire d'affecter au renforcement de la balance des paiements du second semestre de 1967 au second semestre de 1968 pourrait fort bien s'élever à plus de 700 millions de livres, soit 2 % du PNB environ<sup>1</sup>.

1. Comme on l'a déjà indiqué, le retournement de plusieurs facteurs temporairement défavorables devrait exercer lui aussi une influence bénéfique considérable sur la balance courante, et cela sans que la charge pesant sur les ressources intérieures s'en trouve sensiblement alourdie. En effet, les produits dont la grève des dockers a empêché l'exportation seront allés cette année grossir les stocks, lesquels rediminueront dès la réouverture des ports. De son côté, le dénouement de la crise du Moyen-Orient se traduira surtout par une modification des « termes de l'échange » favorable au Royaume-Uni.

L'économie dispose actuellement d'une certaine marge de capacité inutilisée; mais comme il importe avant tout de ne pas laisser un emballement de l'activité se produire à ce stade, les autorités devront empêcher la demande globale d'augmenter à une cadence sensiblement supérieure à 3 % jusque vers la fin de 1968. Dans la pratique, cela signifie que la moitié au moins de l'accroissement de la production qui interviendra au cours des douze prochains mois devra être consacrée au renforcement de la balance des paiements. Etant donné l'évolution probable de la consommation du secteur public et des investissements, la progression de la consommation privée devra manifestement être très modique si l'on veut que la redistribution des ressources atteigne l'ampleur envisagée. De même que pour les autres grands pays dont la situation économique est étudiée en détail dans le présent numéro, on a fait figurer des tableaux indiquant l'évolution possible de la demande et de la production ainsi que celle de la balance des paiements. Toutefois, dans les tableaux relatifs au Royaume-Uni, les chiffres portés pour 1968 ne sont pas des prévisions au sens habituel du terme. Ce sont plutôt des estimations des résultats par lesquels l'année 1968 se solderait si la balance des opérations courantes devait effectivement marquer une amélioration de l'ordre de grandeur de celle que les autorités britanniques escomptent pour le deuxième semestre.

Le succès dépendra en grande partie de l'évolution des revenus nominaux, car il est bien clair qu'en augmentant trop vite ils risqueraient à la fois d'annuler une part excessive de l'avantage que la dévaluation donne aux exportateurs sur le plan des prix, et de déclencher une augmentation trop forte des dépenses de consommation des particuliers. Une des principales préoccupations du Gouvernement est de convaincre les travailleurs et les employeurs du secteur industriel de la nécessité de faire preuve d'une extrême modération dans la détermination des prix et des salaires. Le pouvoir qu'il détient d'ajourner pour sept mois les relèvements de prix et de salaires pourrait être à cet égard un atout important. Toutefois, pour que la nouvelle orientation donnée à la politique économique n'aboutisse pas seulement à des succès temporaires, la seule attitude rationnelle est de se montrer réaliste dans l'appréciation de la hausse des prix et des coûts que l'économie est en mesure de supporter. Toute augmentation appréciable de la pression exercée par la demande risquerait de renforcer la tendance ascendante des revenus nominaux et, partant, de compromettre les avantages qui peuvent être attendus de la dévaluation sur le plan des paiements extérieurs. Selon l'opinion générale, de nouvelles mesures de grande portée devront être prises dans un très proche avenir afin de comprimer la demande intérieure.

# ÉTATS-UNIS

Les opérations de rajustement des stocks semblent avoir pris fin au troisième trimestre de 1967, période durant laquelle le rythme général d'expansion de l'économie, qui s'était ralenti au premier semestre, a marqué une nouvelle accélération malgré l'affaiblissement des dépenses militaires et les pertes entraînées par les grèves. Les hausses de prix, modérées pendant les six premiers mois de l'année, se sont de nouveau accentuées après l'été. Les augmentations de salaires prévues par les nouveaux accords qui ont été conclus pendant les neuf premiers mois de 1967 se sont établies en moyenne à 5 %, mais ce taux a été dépassé dans les conventions passées récemment dans l'industrie automobile. La balance des paiements courants s'est quelque peu redressée, mais étant donné l'accroissement des sorties nettes de capitaux non monétaires, la situation de la balance globale est demeurée préoccupante.

L'économie dispose actuellement d'une certaine marge de capacité inemployée. On a toutefois des raisons de s'attendre à une reprise vigoureuse au cours des prochains mois, laquelle pourrait être accentuée par un fort mouvement de stockage à la suite de la grève de l'automobile et en prévision d'une grève dans la sidérurgie. Il y a aussi une incertitude quant à l'évolution future des dépenses militaires. Une politique budgétaire assez fortement restrictive semblerait s'imposer si l'on veut arriver

à juguler la hausse des coûts. La politique monétaire devrait également être orientée de façon à assurer un équilibre interne satisfaisant et à préserver la balance des paiements des effets de la dévaluation du sterling.

## Politique économique

Les perspectives concernant le budget fédéral pour l'exercice qui se terminera le 30 juin 1968 ne sont pas encore très précises :

- L'accroissement des dépenses de l'État fédéral en biens et services, principalement au titre de la défense, s'est considérablement ralenti au troisième trimestre de 1967. Cette évolution paraît conforme au niveau des crédits budgétaires votés ou proposés, mais l'éventualité de nouvelles augmentations ne doit pas être écartée.
- La proposition révisée du pouvoir exécutif portant à 10 % le taux de la surtaxe qui serait éventuellement imposée sur les revenus des sociétés et des particuliers, avec effet au 1<sup>er</sup> octobre 1967 pour les bénéfices des sociétés, n'a pas été favorablement accueillie au départ. Après la dévaluation opérée par le Royaume-Uni, le Congrès et le Gouvernement ont entamé de nouvelles discussions dont il est encore difficile de prévoir l'issue. Le produit de la surtaxe de 10 % serait de 10 milliards de dollars en année pleine (soit 1,25 % du PNB).

## Demande et production ÉTATS-UNIS

Variations en pourcentages,  
volume

Chiffres corrigés des variations  
saisonnnières en taux annuels  
Estimations et prévisions

• La première colonne donne les montants absolus de la « formation de stocks » (accroissement des stocks) et de la « balance extérieure » (exportations nettes de biens et de services). Dans les colonnes suivantes, les variations dans la formation de stocks et de la balance extérieure sont exprimées en pourcentage du PNB. Les variations de PNB sont donc égales à la somme des variations de la demande intérieure, de la formation de stocks et de la balance extérieure, quoique ne correspondant pas exactement en raison des chiffres arrondis.

	1966 milliards de \$	Par rapport à l'année précédente			Par rapport au précédent semestre		
		1966	1967	1968	1966 II	1967 I	1967 II
Consommation privée	465,9	4,9	3½	4	2,3	3,3	4
Consommation publique	154,3	8,9	11½	5	10,7	14,6	5½
Formation brute de capital fixe	104,6	4,4	-2	3½	-3,6	-3,3	5
Total de la demande intérieure (non compris les stocks)	724,8	5,6	4	4½	3,0	4,6	4½
*plus variations dans la formation de stocks	13,4	0,6	-1½	0	0,8	-3,2	-½
*plus variation de la balance extérieure	5,1	-0,3	0	0	-0,4	0,1	0
PNB aux prix du marché	743,3	5,8	2½	4½	3,3	1,4	4
Indice de prix implicite du PNB		2,7	3	3	3,2	2,6	2¾
Production industrielle		9,0	½	6	4,9	-2,2	2

- c) Le Congrès n'a pas encore voté la proposition de relèvement des prestations de Sécurité sociale, qui accroîtrait les revenus des particuliers d'au moins 4 milliards de dollars par an (0.6 %), ni la proposition de majoration du taux des impôts de Sécurité sociale, qui aurait pour effet d'augmenter le rendement de ces impôts de 2 milliards de dollars en année pleine.

La présente analyse est fondée sur la double hypothèse que les dépenses militaires continueront d'augmenter pendant les premiers mois de 1968 pour se stabiliser par la suite, et que le Congrès votera à bref délai des mesures budgétaires ayant un effet restrictif sensiblement égal à celles qui ont été proposées par le Gouvernement. Si ces hypothèses étaient confirmées par les faits, le budget fédéral deviendrait pour l'économie un élément beaucoup moins dynamique qu'en 1967, du fait de l'accroissement des recettes résultant de la majoration des taux d'imposition et des effets de la progressivité de l'impôt, d'une part, et de l'augmentation plus lente des dépenses, d'autre part. Le déficit qui s'établit actuellement autour de 13 milliards de dollars par an (dans l'optique de la comptabilité nationale) pourrait être pratiquement éliminé vers la fin de 1968.

Les autorités monétaires ont continué d'appliquer au premier semestre de 1967 la politique expansionniste qu'elles avaient adoptée à l'automne de 1966 ; le Système fédéral de Réserve a ramené son taux d'escompte de 4,5 à 4 % au mois d'avril et a poursuivi une politique systématique d'intervention sur le marché, tant dans le compartiment du court terme que dans celui du long terme. A l'automne de 1967, on est revenu à une politique un peu moins expansionniste et le taux d'escompte a été de nouveau porté à 4,5 % à la suite de la dévaluation du sterling. L'évolution future de la politique monétaire dépendra probablement pour une très large part de l'ampleur des mesures budgétaires, et du moment où elles seront mises en œuvre.

En l'absence d'une action énergique sur le plan budgétaire, c'est presque intégralement sur la politique monétaire que retomberait le poids de la régulation de la demande, ce qui ferait courir le risque d'un retour aux événements de 1966. Même si le programme fiscal du Président était appliqué rapidement et dans sa quasi-intégralité, ou si des mesures budgétaires ayant une action analogue sur la demande intervenaient à bref délai, un ralentissement de l'expansion monétaire pourrait se révéler nécessaire pour éviter la réapparition de tensions inflationnistes excessives.

Les dispositions du programme de redressement de la balance des paiements ont été renforcées en novembre 1967 aussi bien pour le secteur financier que pour le secteur non financier<sup>1</sup>. En outre, l'application de la taxe de péréquation des taux d'intérêt a été prorogée de deux ans jusqu'au 31 juillet 1969, le Président étant autorisé à en faire varier le taux entre 0 et 1,5 %. Ce taux, qui avait été porté de 1 à 1,5 % avec effet au 1<sup>er</sup> janvier, a été ramené à 1,25 % en août, l'écart entre le rendement des obligations américaines et étrangères s'étant quelque peu réduit.

#### *Évolution récente*

Au premier semestre de 1967, le taux annuel de croissance du PNB est tombé à 1,4 % alors qu'il avait atteint 3,5 % au semestre précédent. La demande intérieure finale (qui exclut la formation de stocks) a toutefois progressé à la cadence de 4,6 %. Les investissements fixes des entreprises ont légèrement fléchi mais les achats de biens et services du secteur public ont continué d'augmenter rapidement ; la construction résidentielle a fortement repris au deuxième trimestre et la consommation privée s'est encore accrue malgré le taux élevé de l'épargne des particuliers. Le ralentissement observé dans l'expansion de la production a été dû essentiellement à la formation de stocks qui, après avoir été particulièrement forte au deuxième trimestre de 1966, s'est considérablement réduite. Au premier trimestre, le volume de la production a même quelque peu diminué, mais la tendance s'est légèrement redressée au deuxième trimestre lorsqu'a cessé le mouvement de rajustement des stocks.

Les derniers indicateurs disponibles confirment que l'expansion s'est quelque peu accélérée au troisième trimestre, malgré les répercussions de la grève qui a affecté le secteur automobile en septembre et en octobre (et qui a peut-être ralenti le taux de croissance du PNB de l'équivalent d'un point en

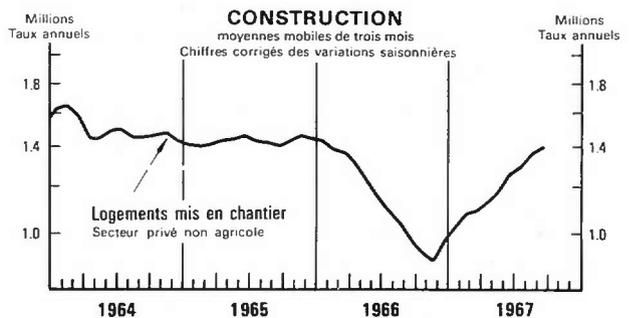
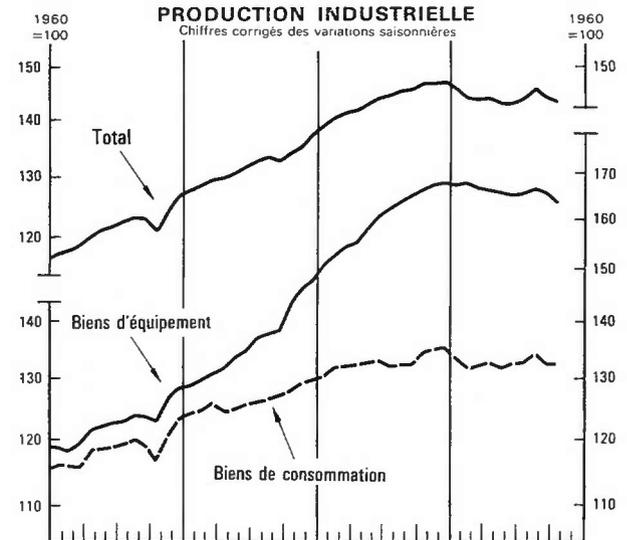
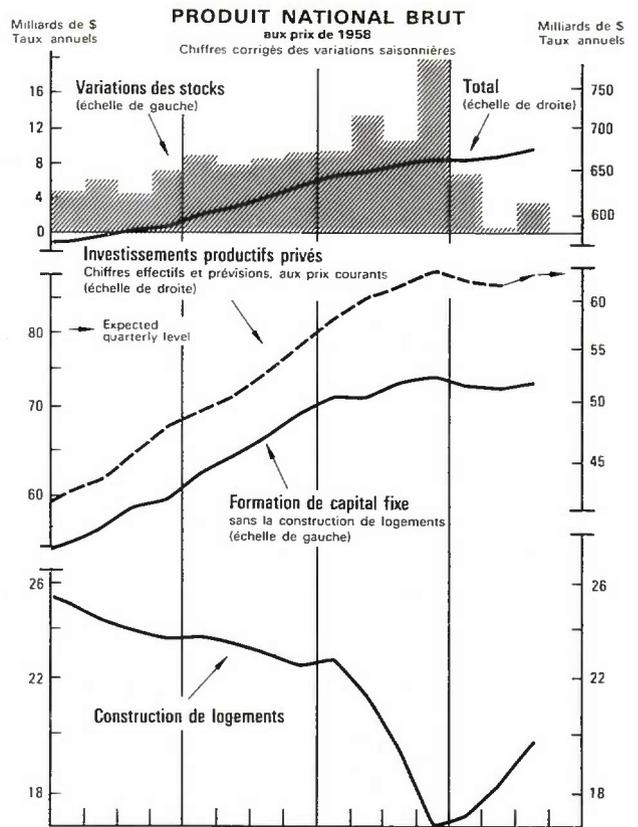
1. Les banques ont été invitées à faire en sorte que l'en-cours de leurs crédits (à l'exclusion des crédits à l'exportation) aux pays industrialisés de l'Ouest du continent européen ne dépasse pas le niveau du 31 octobre; le montant total de leurs avoirs extérieurs reste plafonné à 109 % du montant enregistré à la fin de 1964, mais la marge de 783 millions de dollars qui existe à l'heure actuelle ne peut être utilisée qu'à concurrence de 20 % par trimestre. Pour les institutions financières autres que les banques, le plafond des avoirs extérieurs a été porté à 109 % du niveau enregistré au 30 septembre 1966 (contre 105 % auparavant) et le nombre des établissements assujettis à ces normes a été réduit.

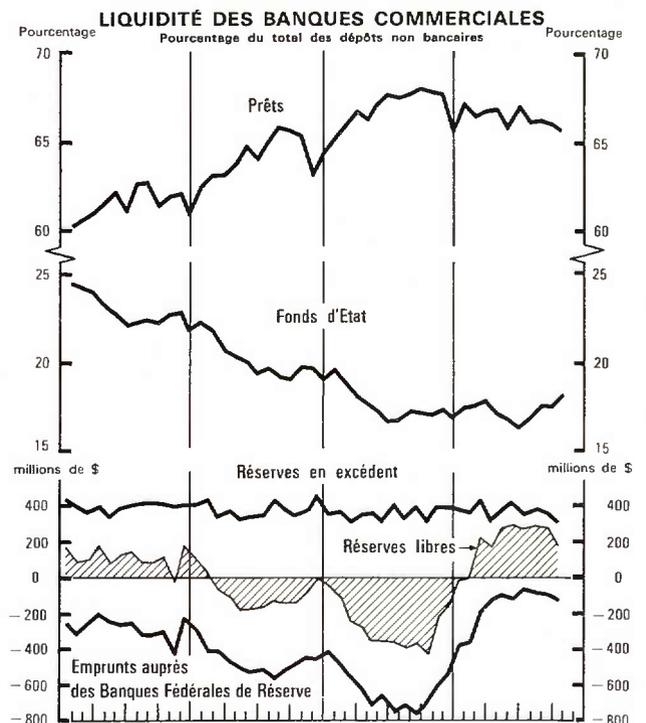
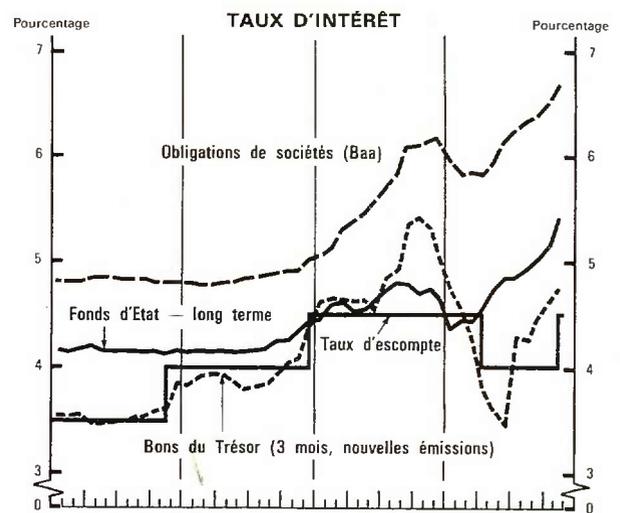
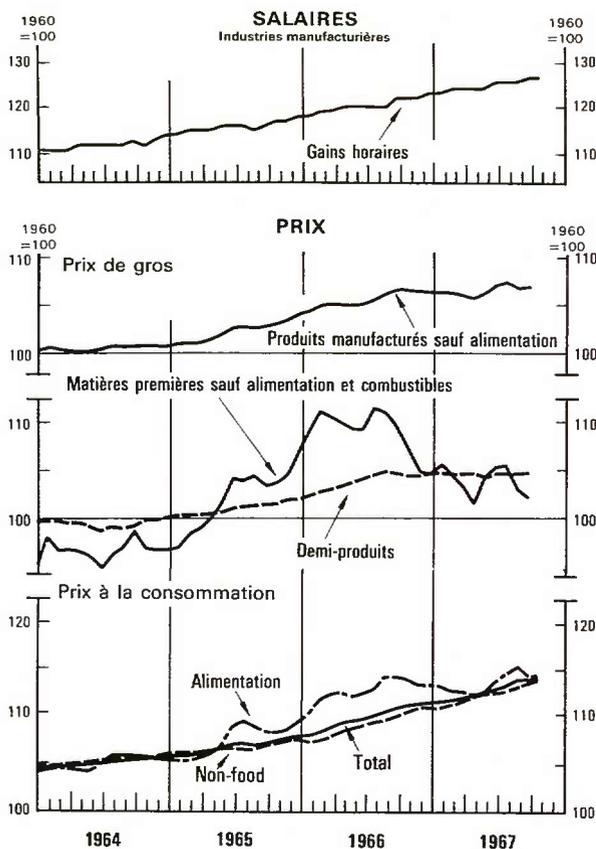
Les entreprises américaines ont été invitées à faire en sorte que la moyenne de leurs dépenses d'investissements directs à l'étranger (sous forme d'apports de capitaux frais et de bénéfices réinvestis) ne dépasse pas la moyenne annuelle enregistrée pour la période 1962-1964 (alors que le programme de 1966-1967 autorisait un accroissement de 20 %).

année pleine). La production industrielle s'est accrue de 1,6 % de juin à août, inversant ainsi sa tendance à la baisse du premier semestre de l'année, mais elle a de nouveau diminué durant la période septembre-octobre. Dans le secteur du logement, le nombre des mises en chantier s'est accéléré de juillet à octobre. Les revenus des particuliers ont retrouvé un rythme de progression plus rapide durant l'été, en partie sous l'effet d'une augmentation plus forte de l'emploi, mais ils ont été affectés par les grèves en septembre et octobre. Le PNB à prix constants a néanmoins augmenté à une cadence annuelle proche de 4,5 % entre le deuxième et le troisième trimestre de 1967.

La lente progression de la demande totale au premier semestre de l'année s'est accompagnée d'une atténuation des tensions qui s'exerçaient sur les ressources. Le taux moyen d'utilisation des capacités dans l'industrie manufacturière est tombé au-dessous de 85 % au deuxième trimestre, alors qu'un an plus tôt il avoisinait 91 % (niveau record enregistré en plus de 10 ans). L'emploi a augmenté plus lentement ; il a même diminué dans l'industrie manufacturière, et la réduction de la durée hebdomadaire du travail a atteint jusqu'à 1,75 %. Le taux de chômage est monté à 4 % en juin, contre 3,7 % au dernier trimestre de 1966. La situation s'est toutefois améliorée pendant les mois d'été. L'emploi a recommencé de s'accroître dans l'industrie manufacturière, et la durée hebdomadaire moyenne du travail s'est allongée. Le taux de chômage a évolué de façon irrégulière, tombant à 3,8 % en août, pour remonter brusquement à 4,3 % en octobre, sous l'effet d'un accroissement exceptionnel de la population active féminine.

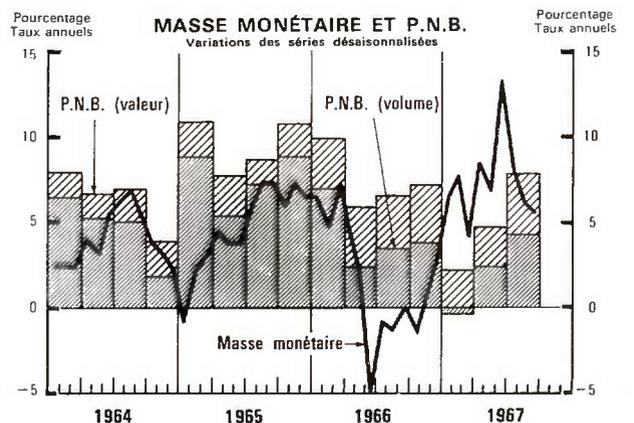
Au premier semestre, la hausse des prix à la consommation s'est un peu ralentie. L'indice des prix de gros est resté stationnaire au premier trimestre et il a légèrement baissé au deuxième. Cette situation plus favorable a tenu essentiellement à une meilleure tendance des prix alimentaires et à une





forte baisse des prix des matières premières non alimentaires. Au niveau du consommateur, l'abondance des approvisionnements a fait baisser les prix alimentaires. Au niveau du commerce de gros, la hausse des prix des produits industriels finis s'est un peu ralentie, probablement sous l'effet d'un meilleur équilibre entre l'offre et la demande, mais cette tendance ne s'est pas répercutée sur les prix de détail et l'on a même constaté au premier semestre une accélération de la hausse des prix des produits non alimentaires. Depuis l'été, la montée des prix industriels et des prix à la consommation s'est accentuée ; entre le deuxième et le troisième trimestre, le niveau général des prix paraît avoir augmenté à un rythme équivalent à environ 4 % par an.

Au premier semestre, on a vu un nouvel exemple du phénomène d'accroissement des coûts salariaux durant une période d'atténuation de la pression de la demande. Dans le secteur privé non agricole, la rémunération horaire moyenne a augmenté à une cadence annuelle de plus de 6 %, taux supérieur à celui de 1966 et dépassant les progrès normaux de la productivité (2,3 à 3 % par an). Pendant la majeure partie de l'année, les hausses de salaires obtenues



nues par voie de négociation ont été en moyenne de l'ordre de 5 %, mais l'accord intervenu chez Ford prévoit une majoration moyenne des salaires d'environ 6 % pour les trois années à venir, ce qui pourrait créer un précédent pour les nouvelles conventions qui seront désormais conclues dans l'industrie automobile ou dans d'autres secteurs. Cette accélération des augmentations de salaires peut s'expliquer par l'accroissement des bénéficiaires et la hausse des prix à la consommation dans les dernières phases de la récente période d'expansion ; il faudrait néanmoins la tempérer assez rapidement pour éviter qu'elle ne déclenche une nouvelle série de hausses des coûts et des prix.

La politique monétaire expansionniste s'est traduite par une forte augmentation de la masse monétaire, des avoirs liquides du secteur non bancaire par rapport au PNB, et des réserves libres des banques. Néanmoins le mouvement de baisse rapide des taux d'intérêt qui s'était amorcé à l'automne de 1966 s'est inversé au premier semestre de 1967. Les rendements des obligations à long terme ont commencé à remonter en mars, et ils avaient retrouvé au milieu de l'année les taux de pointe enregistrés en 1966. Si les taux à court terme ont continué de baisser jusqu'en mai, ils ont fortement monté au troisième trimestre, de sorte que l'écart considérable qui s'était creusé entre les taux à court et à long terme s'est amenuisé. Dans les deux compartiments du marché, les rendements ont évolué de façon un peu irrégulière ces derniers mois, mais la tendance générale était à la hausse. De plus, les autorités monétaires ont cessé de compenser intégralement

par leurs interventions les ponctions de liquidités résultant du jeu des forces du marché.

Le renversement de la tendance à la baisse des rendements à long terme au printemps de 1967 a reflété la vigueur de la demande de fonds de ce type à une époque où s'accroissait la préférence du secteur privé pour la liquidité. Les sociétés non financières, les États et les collectivités locales ont lancé des émissions qui ont atteint un montant sans précédent au premier semestre de 1967, cela en partie pour couvrir leurs besoins courants mais aussi pour reconstituer leurs liquidités. C'est également pour la même raison que les fonds disponibles pour les prêts hypothécaires n'ont pas augmenté au même rythme que l'épargne collectée par les établissements de crédit hypothécaire.

La hausse des taux d'intérêt a peut-être aussi tenu au fait que le marché escomptait une reprise de l'expansion économique et prévoyait que les besoins d'emprunt de l'État fédéral seraient d'autant plus grands que le Congrès répugnait à voter les majorations d'impôts proposées par le Gouvernement. Enfin, la dévaluation du Royaume-Uni a entraîné une nouvelle tension des taux à court terme.

L'excédent de la balance des paiements courants a augmenté au premier semestre de 1967, effaçant en partie les réductions considérables enregistrées en 1965 et 1966. Sous l'effet différé de la forte pression exercée par la demande en 1966, les importations se sont maintenues au premier trimestre à un niveau relativement élevé par rapport à cette dernière ; elles ont toutefois baissé par la suite, la progression de l'activité intérieure s'étant ralentie et

Balance de paiements ÉTATS-UNIS		1966	1967	1968	1966	1967	1967
					II	I	II
Valeur, millions de dollars							
Estimations et prévisions							
Chiffres corrigés des variations saisonnières							
	Exportations	29.168	31.050	32.650	14.784	15.414	15.650
	Variations en pourcentages <sup>a</sup>	(10,1)	(6½)	(5)	(6,3)	(8,8)	(2)
	Importations	25.510	26.550	28.850	13.260	13.279	13.300
	Variations en pourcentages <sup>a</sup>	(19,6)	(4)	(8½)	(16,4)	(-0,8)	(½)
	Balance commerciale	3.658	4.500	3.800	1.524	2.135	2.350
	Solde des services et transferts	-1.481	-2.000	-1.500	-630	-1.001	-1.000
	Balance des opérations courantes	2.177	2.500	2.300	894	1.134	1.350
	Mouvements de capitaux à long terme	-4.734			-2.696	-2.263	
	Mouvements de capitaux à court terme	-45			402	-501	
	Balance des mouvements non monétaires	-2.602			-1.400	-1.630	
	Variations des réserves <sup>b</sup>	-31			305	-649	

a) Par rapport à la période précédente en taux annuels, données douanières.

b) Chiffres non corrigés des variations saisonnières.

certaines goulets d'étranglement ayant disparu. Dans le même temps toutefois, les exportations, dont l'expansion était encore marquée au début de l'année, se mettaient à plafonner en raison de l'affaiblissement de la demande extérieure et du recul des livraisons de produits agricoles. La balance des transactions invisibles s'est fortement dégradée, traduisant l'augmentation des dépenses militaires, des dépenses de tourisme et des envois privés de fonds (principalement à destination d'Israël), ainsi que le fléchissement du revenu des investissements à la suite du ralentissement de l'activité économique et de la diminution des bénéfices en Europe.

L'amélioration du compte des opérations courantes a été plus que contrebalancée par une dégradation du compte des opérations en capital non monétaires. Les sorties nettes de fonds au titre d'investissements directs ont diminué, en partie du fait de la liquidation de sociétés américaines au Canada et en Amérique latine. En revanche, les émissions de valeurs étrangères ont été gonflées par les emprunts exceptionnellement élevés du Gouvernement d'Israël et les opérations non recensées ont fait apparaître d'importantes sorties nettes, de sorte que le déficit des transactions non monétaires a atteint le taux annuel de 3,4 milliards de dollars. Jusqu'au mois de mai, ce déficit a été aggravé par des sorties de fonds bancaires, la situation monétaire s'étant détendue aux États-Unis par rapport aux autres centres financiers. Malgré des facteurs saisonniers favorables, la balance des règlements officiels a accusé un déficit de 1,9 milliard de dollars pour le premier semestre de l'année. Le financement de ce déficit a été assuré en grande partie (1,3 milliard) par un accroissement des engagements à vue et à court terme vis-à-vis des autorités monétaires étrangères ; les remboursements reçus au titre du soutien antérieurement accordé au Royaume-Uni y ont aussi contribué pour une part appréciable.

Au troisième trimestre, le déficit des transactions non monétaires a été ramené au taux annuel de 2 milliards de dollars, tandis que les entrées nettes de fonds bancaires, qui avaient commencé en juin, allaient s'accroître et atteignaient 1,3 milliard de dollars. Ainsi, malgré des facteurs saisonniers défavorables, la balance des règlements officiels a été à peu près équilibrée ; toutefois les avoirs officiels en devises ont augmenté de 460 millions de dollars (sous l'effet principalement de nouvelles opérations de soutien de la livre sterling) et les engagements vis-à-vis des autorités monétaires étrangères de 380 millions de dollars.

### *Perspectives*

Les entreprises ont recommencé à accroître leurs stocks au troisième trimestre et la demande finale a vraisemblablement continué de progresser à un rythme assez rapide pendant le deuxième semestre de 1967. La construction résidentielle a sans doute connu une forte expansion étant donné l'accroissement très sensible enregistré récemment dans le nombre de logements mis en chantier et l'abondance apparente des fonds disponibles pour les prêts hypothécaires. Les revenus des particuliers augmentant de nouveau plus rapidement, on peut penser que la demande des consommateurs a été très soutenue, encore que le taux d'épargne se soit maintenu à un niveau exceptionnellement élevé au troisième trimestre. D'après les dernières enquêtes sur les investissements, il semble que les investissements fixes des entreprises aient cessé de diminuer, mais il y a encore fort peu d'indices d'une reprise dans ce domaine.

Étant donné la force cumulative des divers éléments de la demande (reprise de la demande de stocks, amélioration du climat des investissements, fermeté de la construction résidentielle et de la consommation privée), l'activité économique devrait être très soutenue, même si des mesures ayant sur la demande un effet analogue à celles qui sont actuellement proposées par le Gouvernement étaient mises en vigueur dans les premiers mois de 1968. L'expansion de l'activité pourrait être particulièrement rapide au premier semestre de 1968 du fait de l'accumulation des pressions qui pourraient s'exercer dans plusieurs secteurs de la demande. La grève de l'automobile pourrait être suivie d'une reprise des ventes et d'une reconstitution des stocks, tandis que la crainte d'une grève de la sidérurgie vers le milieu de 1968 pourrait inciter les utilisateurs d'acier à gonfler leurs stocks à titre préventif. Dans ces conditions, le rythme de l'expansion pourrait se ralentir quelque peu au deuxième semestre de 1968, tout en restant cependant relativement rapide.

Sur cette base, le PNB à prix constant pourrait augmenter d'environ 4,5 % entre 1967 et 1968. L'emploi pourrait s'accroître assez modérément par rapport au progrès de l'activité dans les premiers mois de l'année, cela en raison d'une certaine sous-utilisation des effectifs actuels et de l'existence d'une marge d'allongement de la durée hebdomadaire du travail dans l'industrie manufacturière. La population active pourrait en outre augmenter assez rapidement, ne fut-ce que parce que les taux d'activité tendent à s'élever quand la demande de main-d'œuvre se raffermie. Il n'est pas impossible toutefois que

certaines tensions apparaissent sur le marché du travail dans le courant de l'année. Le taux moyen d'utilisation des capacités dans l'industrie manufacturière ne paraît guère devoir s'accroître dans les mois à venir, puisque les capacités de ce secteur augmentent elles-mêmes d'environ 6 % par an. Étant donné cependant la poussée actuelle des coûts, toute accentuation même modérée des pressions qui s'exercent sur les ressources pourrait donner lieu à de nouvelles inquiétudes quant au niveau relatif des coûts et des prix par rapport aux autres pays.

Avec une conjoncture au mieux languissante dans le reste de la zone de l'OCDE, une expansion même modérée aux États-Unis n'aurait guère de chances d'entraîner une nouvelle amélioration de la balance des paiements courants, et celle-ci pourrait même se détériorer légèrement. On s'attend que les dépenses militaires à l'étranger n'augmenteront plus guère désormais, et comme les dépenses touristiques paraissent devoir se stabiliser après l'Exposition de Montréal, les envois de fonds privés revenir à la normale après la crise du Moyen-Orient, et le revenu des investissements reprendre sa courbe ascendante, le compte des opérations invisibles devrait s'améliorer de façon notable en 1968. D'un autre côté, les importations qui ont eu tendance à plafonner jusqu'aux derniers mois de 1967 seront

sans doute entraînées par la reprise de la demande intérieure, tandis que les exportations progresseront vraisemblablement encore moins qu'en 1967 étant donné l'affaiblissement de la demande sur certains des principaux marchés des États-Unis (Japon et pays producteurs primaires non membres de l'OCDE), les répercussions de la dévaluation opérée par le Royaume-Uni et d'autres pays, et l'effet déprimant exercé sur les exportations agricoles par la mauvaise récolte de coton et la diminution des livraisons de blé à l'Inde. En ce qui concerne les opérations en capital, le resserrement des conditions monétaires aux États-Unis par rapport aux pays européens du continent pourrait réduire les sorties nettes de capitaux non monétaires, mais dans des proportions insuffisantes toutefois pour qu'il ne subsiste pas un déficit notable de ce compte. Ce déficit pourrait cependant être compensé, au moins partiellement, par un nouvel accroissement sensible des entrées nettes de fonds bancaires. Le seul fait que la conjoncture soit plus favorable aux États-Unis qu'en Europe suffirait à provoquer un mouvement dans ce sens. Et, après la dévaluation du sterling, les autorités des États-Unis auront peut-être tendance à mener une politique monétaire visant plus particulièrement à favoriser la balance des paiements.

## CANADA

### *Politique économique*

L'expansion de l'activité qui était demeurée relativement modérée au premier semestre de 1967, en partie parce que les entreprises continuaient à rajuster leurs stocks, paraît s'être quelque peu accélérée au deuxième semestre. La hausse des coûts et des prix est restée forte, de même que les tensions sur les marchés financiers. C'est pourquoi le Gouvernement se propose d'exercer une action restrictive sur le plan budgétaire afin d'atténuer davantage la pression de la demande. La balance des paiements a été très favorablement influencée par l'accord conclu avec les États-Unis sur le matériel automobile et par l'Exposition de Montréal ; en admettant même que les importations progressent plus lentement et que la demande d'exportation des États-Unis s'affermisse, il est vraisemblable que la balance des opérations courantes se détériorera en 1968.

Le budget fédéral pour l'exercice qui prendra fin en mars 1968 visait à exercer une action stimulante, et l'on prévoyait une forte augmentation des besoins de trésorerie qui devaient atteindre près de 1.600 millions de dollars. La politique monétaire plus souple adoptée à l'automne de 1966 a été dans l'ensemble poursuivie, principalement par le biais d'opérations d'open market ; pendant les neuf premiers mois de 1967, la Banque du Canada a augmenté son portefeuille d'effets publics de plus de 350 millions de dollars, alors qu'elle l'avait réduit de plus de 80 millions en 1966. En septembre toutefois, devant la montée des taux des bons du Trésor au Canada et aux États-Unis, elle a dû porter son taux d'escompte de 4,5 % à 5 %.

Le 10 novembre, le Ministre des Finances a annoncé que le Gouvernement avait décidé d'adopter de nouvelles mesures budgétaires pour juguler l'inflation et atténuer les tensions sur le marché des capitaux. Une augmentation des impôts et une com-

Demande et production CANADA	1966 milliards de CD \$	Par rapport à l'année précédente			Par rapport au précédent semestre		
		1966	1967	1968	1966 II	1967 I	1967 II
Variations en pourcentages, volume							
Chiffres corrigés des variations saisonnnières en taux annuels							
Estimations et prévisions							
Consommation privée	34,8	5,0	4½	4	6,9	3,7	4
Consommation publique	11,2	9,0	3	3½	10,6	-1,5	5
Formation brute de capital fixe	12,2	10,5	0	1½	-2,8	1,3	0
Total de la demande intérieure (non compris les stocks)	58,2	6,7	3½	3½	5,5	2,2	3½
* plus variations dans la formation de stocks	1,0	0,0	-1½	1	-2,5	-2,3	1½
* plus variations de la balance extérieure	-1,1	-0,3	½	-½	-1,6	2,7	-1½
PNB aux prix du marché	57,8	5,9	2½	4	0,8	3,1	3½
Indice de prix implicite du PNB		4,6	4½	4	4,2	5,1	3½
Production industrielle		7,9	2½	5	3,3	1,3	4½

\* La première colonne donne les montants absolus de la « formation de stocks » (accroissement des stocks) et de la « balance extérieure » (exportations nettes de biens et de services). Dans les colonnes suivantes, les variations dans la formation de stocks et de la balance extérieure sont exprimées en pourcentage du PNB. Les variations de PNB sont donc égales à la somme des variations de la demande intérieure, de la formation de stocks et de la balance extérieure, quoique ne correspondant pas exactement en raison des chiffres arrondis.

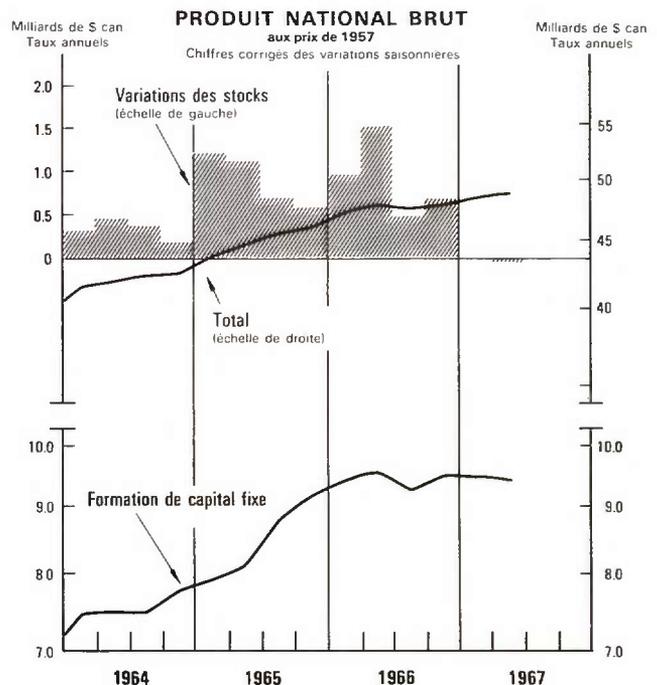
pression des dépenses publiques devraient, selon les autorités, réduire de plus en plus le montant net des besoins globaux de trésorerie pour le prochain exercice. A la suite de la dévaluation de la livre sterling et du relèvement consécutif de 4 à 4,5 % du taux d'escompte du Système Fédéral de Réserve des États-Unis, le taux d'escompte canadien a été augmenté d'un point et porté à 6 %.

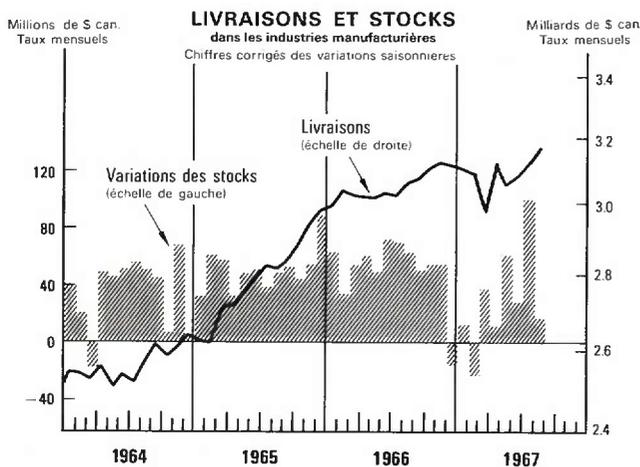
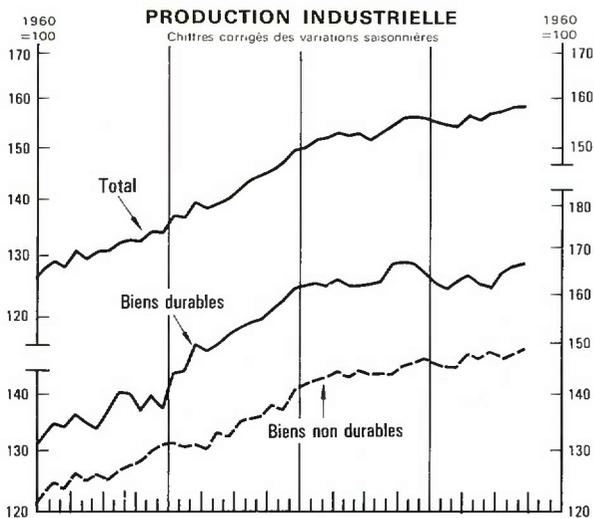
### Évolution récente

Un ralentissement sensible de la formation de stocks dans les secteurs non agricoles — phénomène parallèle au mouvement enregistré aux États-Unis —, renforcé par une diminution absolue des stocks dans l'agriculture, a modéré l'expansion au premier semestre de 1967 : le PNB a progressé, en volume, au rythme annuel de 3 %, tandis que les ventes finales (abstraction faite des opérations de stockage) augmentaient à la cadence de 5,8 %. Cet accroissement des ventes finales a été dû, pour plus des deux tiers, à la progression rapide des exportations de biens et services. Malgré la hausse relativement forte des salaires et des traitements, la consommation privée ne s'est développée que modérément, en raison principalement de la faiblesse de la demande de biens de consommation durables, notamment de voitures. Les investissements fixes, qu'il s'agisse de la construction résidentielle ou de la formation de capital des entreprises, ont très faiblement augmenté, tandis que les dépenses publiques en biens et services diminuaient.

La demande intérieure paraît s'être quelque peu renforcée au cours des derniers mois. Le nombre

des logements mis en chantier s'est nettement redressé au deuxième trimestre à la faveur de l'assouplissement des conditions de crédit et grâce à une aide spéciale de l'État et, malgré un fléchissement au troisième trimestre, il est resté nettement supérieur au niveau de l'année précédente. En août, la production industrielle a augmenté pour le troisième mois consécutif, donnant ainsi à penser que le rajustement des stocks touchait peut-être à sa fin. Le taux de chômage, qui avait atteint 4,4 % en juin

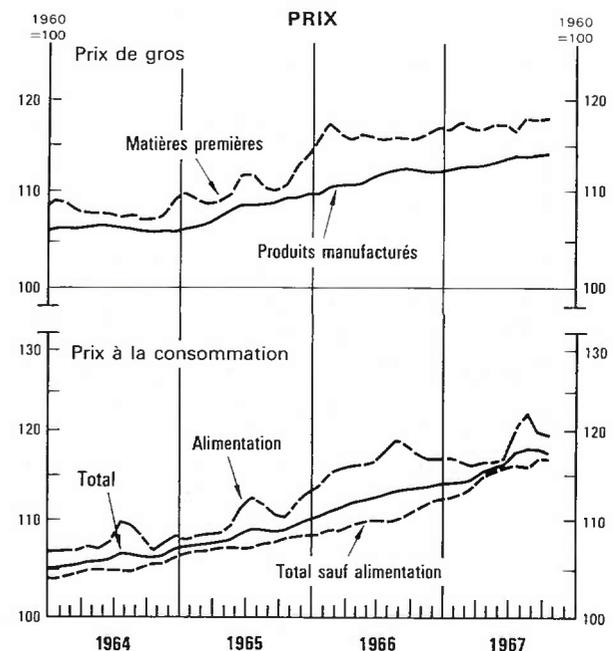
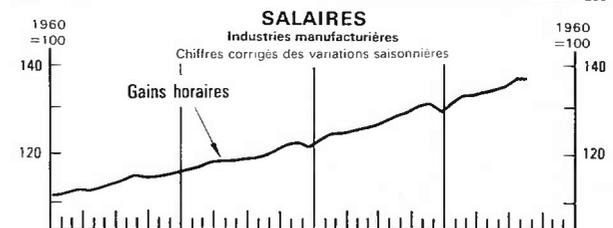
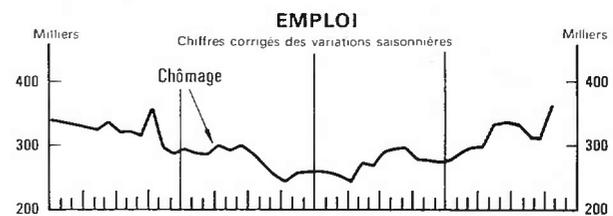


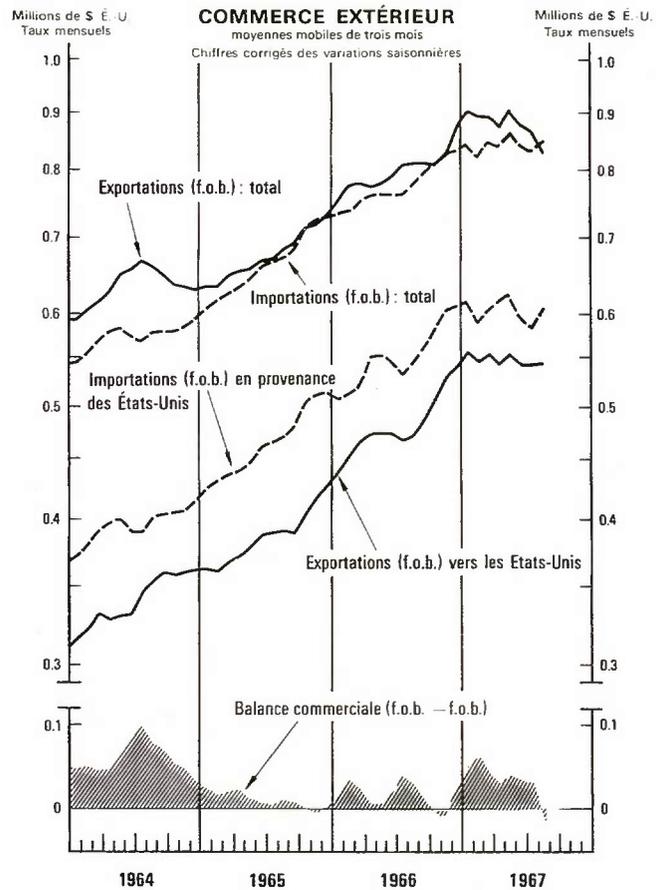
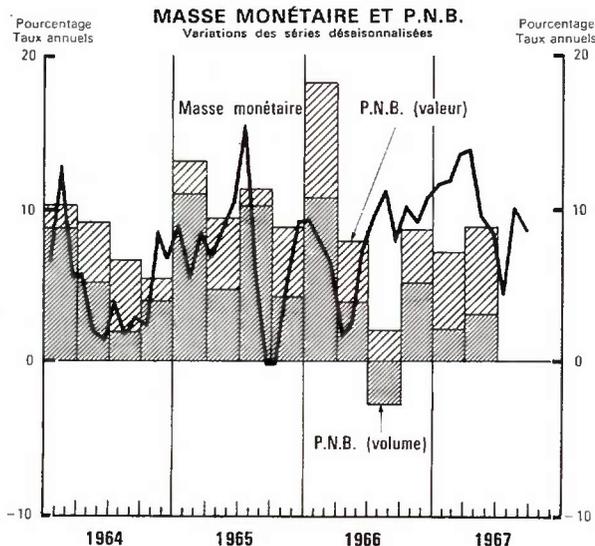
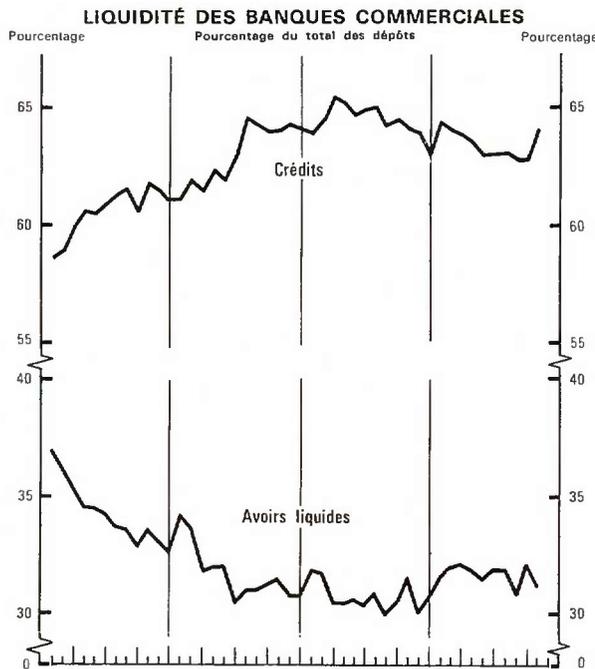
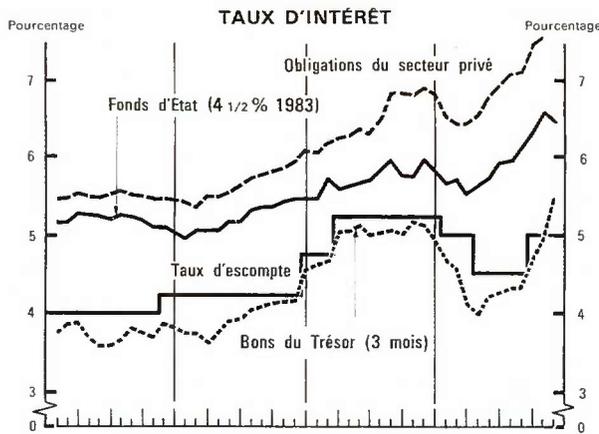


dernier, était tombé à 4,1 % en septembre, sa remontée assez brutale en octobre (4,7 %) a tenu en partie aux interruptions qui se sont produites dans les livraisons de pièces détachées pour automobiles en provenance des États-Unis en raison de la grève des usines Ford. On a également constaté une sensible augmentation du chômage à Montréal après la clôture de l'Exposition.

La hausse des prix s'est accélérée, tant au stade du commerce de gros que du commerce de détail. Pendant les neuf premiers mois de l'année, l'indice des prix à la consommation a monté à une cadence annuelle de près de 4,5 %. Les prix des produits alimentaires, qui n'avaient guère varié jusqu'en juin, ont fortement augmenté en juillet et en août ; on a constaté d'autre part une nette accélération de la hausse des prix des services (logement exclu) sur l'ensemble de la période ; l'augmentation des prix des produits autres qu'alimentaires a atteint le taux annuel de 3,7 %. En juillet 1967, les gains horaires moyens dans les industries manufacturières dépassaient de 7,5 % le niveau qu'ils avaient atteint un an auparavant, et pendant le premier semestre de 1967 la masse des revenus salariaux a augmenté au taux annuel de 9 %. Les accords conclus en 1966 prévoyaient des relèvements moyens de salaires de l'ordre de 8 % par an pendant toute la durée de leur application, soit un taux plus élevé qu'en 1965 et très nettement supérieur au rythme normal d'accroissement de la productivité (2 % par an environ). Les nouveaux accords conclus en 1967 ont abouti à des relèvements encore plus importants.

A la faveur de l'assouplissement de la politique monétaire, les liquidités bancaires se sont considérablement accrues, comme en témoigne la forte augmentation des portefeuilles d'obligations d'État et de bons du trésor détenus par les banques à charte. La masse monétaire a augmenté pendant les neuf premiers mois à un taux annuel désaisonnalisé





de plus de 11 %, tandis que les dépôts d'épargne progressaient de plus de 14 %. Pendant la même période, les crédits bancaires ont augmenté à la cadence de 11,4 % par an, marquant une nette accélération à partir de la fin de juillet. Le secteur privé non financier s'est attaché à reconstituer ses liquidités après leur baisse de l'an dernier, et le montant net des émissions d'obligations lancées par les sociétés a fortement augmenté au cours des huit premiers mois de l'année. Les rendements des obligations et les taux des bons du trésor ont moins fortement varié qu'aux États-Unis, mais depuis le printemps leur progression est régulière.

Les échanges de matériel automobile avec les États-Unis ayant continué de se développer rapidement grâce à l'accord d'Ottawa, le premier semestre de 1967 a été marqué par une forte progression du volume total des importations aussi bien que des exportations. Les ventes au Royaume-Uni et au Japon, tout comme aux États-Unis, ont sensiblement augmenté. Si l'on fait abstraction des produits automobiles, les importations n'ont que modérément progressé, reflétant ainsi l'expansion assez faible de la demande intérieure. De ce fait, la balance com-

merciale, corrigée des variations saisonnières, s'est améliorée de quelque 175 millions de dollars ; la diminution du déficit des opérations courantes a été encore plus importante (de l'ordre de 380 millions de dollars), la balance du tourisme étant devenue excédentaire pour la première fois depuis 1950 en raison de l'Exposition de Montréal et des autres manifestations organisées à l'occasion du centenaire de la Confédération. Depuis le milieu de l'année, la balance commerciale semble s'être légèrement dégradée, les importations tendant à plafonner tandis que les exportations diminuent sous l'effet, pour une part, de la réduction des ventes de blé.

Le déficit courant enregistré au premier semestre de 1967 (période de l'année où l'influence des facteurs saisonniers est défavorable) a été plus que compensé par les entrées nettes de capitaux à long terme, malgré un fléchissement des recettes au titre des investissements directs et des opérations spéciales de rachat d'effets publics, d'un montant de 28 millions de dollars. On a enregistré en revanche des sorties nettes de capitaux à court terme et les avoirs officiels de réserve (compte tenu de la position au FMI) ont diminué de 63 millions de dollars ; les ventes d'or aux États-Unis se sont élevées à 50 millions de dollars. Les réserves se sont toutefois regonflées par la suite, les facteurs saisonniers agissant dans un sens nettement favorable, et, à la fin

d'octobre, elles s'établissaient à 2.570 millions de dollars (y compris la position nette au FMI mais à l'exclusion des avoirs en devises autres que le dollar des États-Unis), alors que l'objectif fixé dans le cadre des arrangements de balance des paiements passés avec les États-Unis est de 2.550 millions de dollars. En septembre, le Trésor des États-Unis a placé auprès des autorités canadiennes un certificat d'un montant de 200 millions de dollars.

### Perspectives

Une légère accélération du rythme d'expansion de l'activité économique s'est sans doute produite au second semestre de 1967, les investissements dans le logement étant en forte progression et la tendance au déstockage s'étant probablement inversée. La dernière enquête officielle sur les intentions d'investissement pour 1967 ne laissait pas prévoir une reprise rapide de la formation de capital fixe des entreprises, mais la demande des consommateurs est sans doute en train de se renforcer quelque peu étant donné la forte tendance à la hausse des salaires et des traitements et l'accroissement plus rapide de l'emploi. En revanche, les exportations ne paraissent pas avoir fourni une impulsion très forte, ce qui s'explique en partie par un ralentissement des ventes de blé et par les répercussions des grèves qui

Balance de paiements CANADA	1966	1967	1968	1966	1967	1967
				II	I	II
Valeur, millions de dollars Estimations et prévisions						
CHIFFRES CORRIGÉS DES VARIATIONS SAISONNIÈRES						
Exportations	10.070	11.150	11.750	5.183	5.667	5.450
Variations en pourcentages <sup>a</sup>	(17,8)	(10½)	(6)	(10,9)	(20,6)	(-7)
Importations	9.522	10.500	11.050	4.922	5.230	5.250
Variations en pourcentages <sup>a</sup>	(16,7)	(9½)	(6½)	(14,1)	(10,0)	(4)
Balance commerciale	548	650	700	261	437	200
Solde des services et transferts	-1.599	-1.350	-1.700	-864	-657	-700
Balance des opérations courantes	-1.051	-700	-1.000	-603	-220	-500
CHIFFRES NON CORRIGÉS DES VARIATIONS SAISONNIÈRES						
Balance des opérations courantes	-1.051	-700	-1.000	-338	-513	-200
Mouvements de capitaux à long terme	947			313	546	
Mouvements de capitaux à court terme	228			258	-291	
Balance des mouvements non monétaires	124			233	-258	
Variations des réserves	-430			-106	-68	

a) Par rapport à la période précédente en taux annuels, données douanières.

ont éclaté dans l'industrie automobile au Canada et aux États-Unis. Le PIB pourrait avoir progressé au rythme annuel de 3,5 % en volume.

En 1968, l'économie canadienne devrait bénéficier de l'accélération de l'expansion et du raffermissement de la demande aux États-Unis. Étant donné cependant les mesures budgétaires proposées par les autorités, la demande globale progressera sans doute un peu plus lentement que la capacité (dont le taux de croissance est estimé à 5 %); on espère que l'atténuation de la pression de la demande qui devrait en résulter tempêrera la course actuelle entre les prix et les salaires. D'après les premières indications dont on dispose, la demande d'investissements productifs ne paraît pas devoir augmenter sensiblement. La construction de logements devrait continuer à progresser, mais à un rythme probablement plus faible qu'en 1967 si le resserrement

monétaire aux États-Unis entraîne un mouvement analogue au Canada. L'accroissement de la consommation privée sera en grande partie déterminé par l'évolution des prix mais pourrait être un peu plus faible qu'en 1967.

Quand bien même la pression de la demande s'atténuerait par rapport à celle qui s'exerce aux États-Unis, il semble que l'on doive s'attendre à une détérioration de la balance des paiements courants. Les échanges commerciaux seront moins fortement influencés par l'application de l'accord d'Ottawa sur le matériel automobile, et le Canada a d'importants marchés au Royaume-Uni; avec une légère décélération des importations aussi bien que des exportations, la balance commerciale ne devrait guère se modifier. Toutefois, la clôture de l'Exposition de Montréal se traduira vraisemblablement par une nette aggravation du déficit des opérations invisibles.

## JAPON

Sous l'effet conjugué d'un accroissements plus lent des exportations et d'une forte poussée des importations, l'excédent de la balance des opérations non monétaires a fait place à un déficit. Les mesures restrictives qui ont été adoptées ces derniers mois sur les plans budgétaire et monétaire devraient entraîner l'an prochain un léger ralentissement de la croissance, qui devrait suffire à écarter le risque d'une surchauffe dangereuse de l'économie. Il se peut, toutefois, que le déficit des opérations non

monétaires subsiste pendant quelque temps, ce qui, vu le niveau modeste des réserves officielles, ne va pas sans poser certains problèmes.

### Politique économique

Au 1<sup>er</sup> septembre, le taux officiel de l'escompte, qui était de 5,475 % depuis plus de deux ans, a été porté à 5,84 % tandis que les mesures d'encadrement du crédit, qui avaient été suspendues tant que les taux d'intérêt s'étaient maintenus à un faible niveau, étaient rétablies. Les banques ont été invitées à faire en sorte qu'au dernier trimestre de 1967

### Demande et production JAPON

Variations en pourcentages,  
volume  
Chiffres corrigés des variations  
saisonnnières en taux annuels  
Estimations et prévisions

\* La première colonne donne les montants absolus de la « formation de stocks » (accroissement des stocks) et de la « balance extérieure » (exportations nettes de biens et de services). Dans les colonnes suivantes, les variations dans la formation de stocks et de la balance extérieure sont exprimées en pourcentage du PNB. Les variations de PNB sont donc égales à la somme des variations de la demande intérieure, de la formation de stocks et de la balance extérieure, quoique ne correspondant pas exactement en raison des chiffres arrondis.

	1966 milliards de yens	Par rapport à l'année précédente			Par rapport au précédent semestre		
		1966	1967	1968	1966 II	1967 I	1967 II
Consommation privée	19,3	8,0	10	9½	8,2	10,4	10
Consommation publique	3,3	5,5	5½	5½	4,1	5,9	5½
Formation brute de capital fixe	11,0	9,3	15½	14½	9,6	11,3	26½
Total de la demande intérieure (non compris les stocks)	33,6	8,2	11½	10½	8,2	10,3	15
*plus variations dans la formation de stocks	0,8	0,9	2½	-1½	4,9	4,5	-3
*plus variations de la balance extérieure	0,5	0,5	-1	0	-0,6	-1,8	-½
PNB aux prix du marché	34,9	9,7	12½	9	12,3	12,4	11
Indice de prix implicite du PNB		4,6	4	3½	4,9	3,6	4
Production industrielle		12,0	18½	11½	19,7	18,5	14½

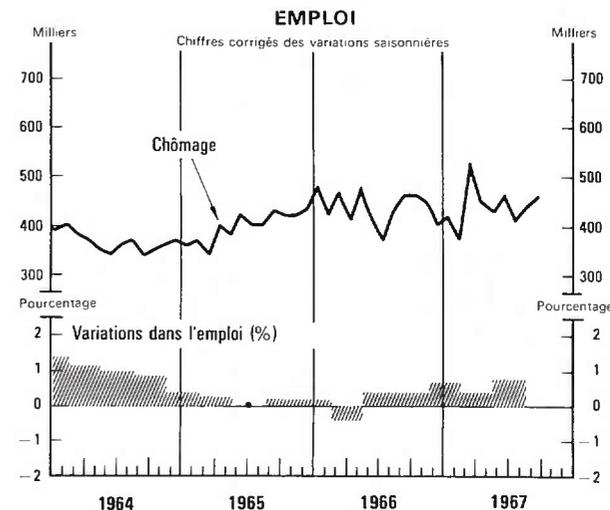
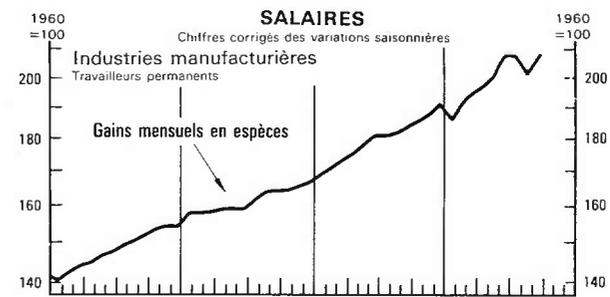
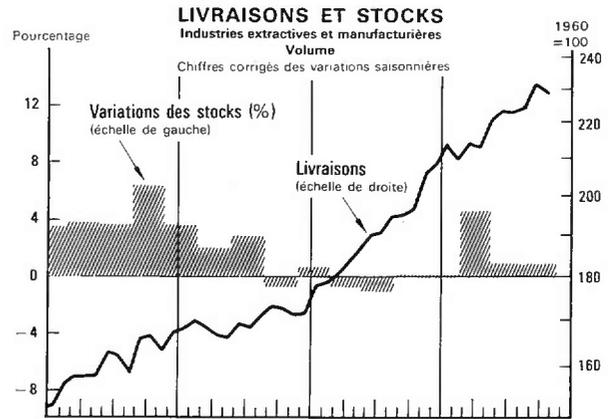
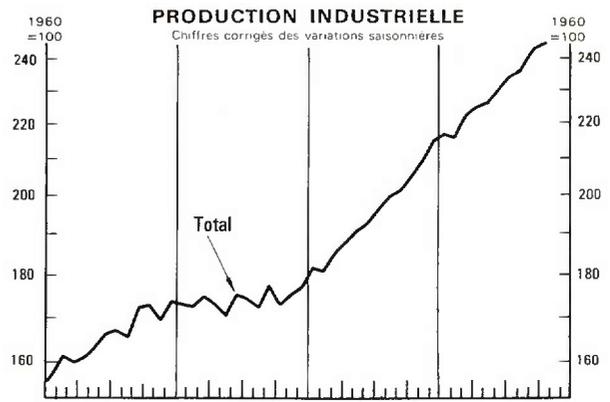
l'expansion de leurs crédits soit inférieure de 15 % à celle de la période correspondante de 1966 et un plafond encore plus faible est annoncé pour le premier trimestre de 1968.

Au début de septembre, le Gouvernement a ajourné une partie du programme de travaux publics prévu pour l'exercice financier qui sera clos le 31 mars 1968. Cette mesure devrait permettre de différer quelque 300 milliards de yens de dépenses inscrites aux budgets de l'administration centrale et des collectivités locales ou prévues par le Programme Public d'Investissement et de Prêt (PPIP), ce qui correspond à près de 0,7 % du PNB à prix courants. Toutefois, les effets risquent de ne pas s'en faire sentir avant la fin de l'année civile, en raison des décalages résultant du fonctionnement des institutions. Il n'en reste pas moins que les dépenses primitivement inscrites au budget seront probablement majorées d'environ 250 milliards de yens, soit 5 %, ce qui représente un dépassement relativement important par rapport aux 3,8 % de l'exercice précédent. Ces dépenses supplémentaires seront couvertes dans une large mesure par une plus-value des recettes fiscales, en prévision de laquelle les pouvoirs publics ont d'ailleurs décidé de réduire de 70 milliards de yens l'emprunt à long terme dont le montant avait été initialement fixé à 810 milliards de yens. Malgré les fortes pressions des milieux bancaires, une nouvelle réduction paraît peu probable.

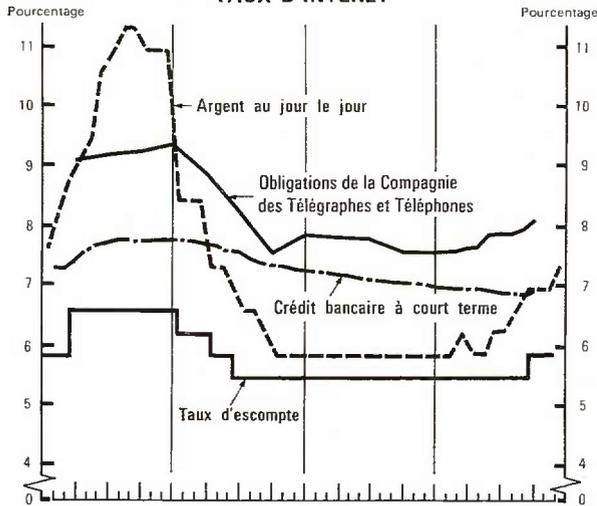
Le projet de budget de l'exercice 1968/69 n'a pas encore été établi mais, d'après les données partielles disponibles, on peut penser que le taux d'augmentation des dépenses du budget général (y compris les rubriques supplémentaires prévues pour 1968) ne dépassera pas 13 % (contre 16 % pour l'exercice en cours). L'accroissement des dépenses du PPIP sera aussi légèrement inférieur à celui que faisaient apparaître les prévisions initiales pour l'exercice 1967/68. Les réductions d'impôts pourraient être nettement inférieures à celles du présent exercice, ce qui laisserait à l'État plus de latitude pour ramener ses émissions d'obligations à long terme au-dessous du niveau requis pour 1967/68. On croit savoir, en revanche, que les collectivités locales envisageraient d'accroître leurs dépenses dans des proportions plus fortes que pour l'exercice en cours.

*Evolution récente*

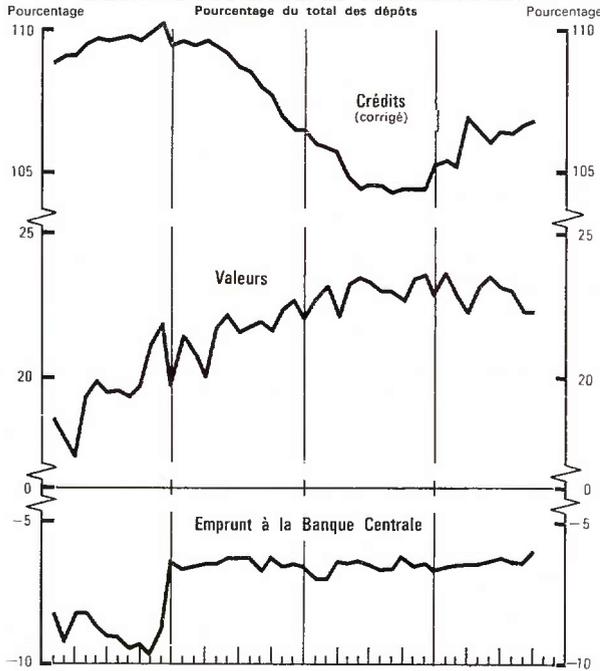
Au premier semestre de 1967, le rythme d'accroissement de la demande intérieure privée s'est accéléré. La formation de stocks est restée un important facteur de l'expansion et la tendance des investissements productifs privés, de la construction résiden-



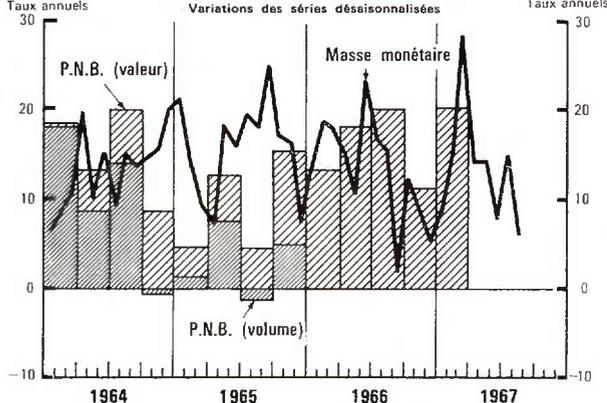
**TAUX D'INTÉRÊT**



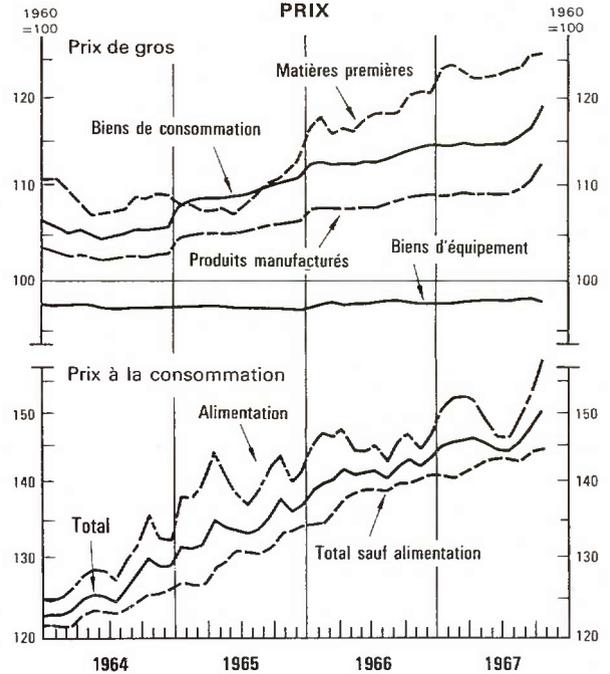
**LIQUIDITÉ DES BANQUES COMMERCIALES**



**MASSE MONÉTAIRE ET P.N.B.**



**PRIX**



tielle et de la consommation privée s'est nettement renforcée. Toutefois, le taux de croissance du PNB paraît être resté stationnaire, au taux annuel désaisonnalisé de 12 % environ (ce qui correspond à un accroissement de la production industrielle d'environ 18 %), cela du fait de la détérioration de la balance extérieure et d'une diminution momentanée des investissements publics. Il est possible qu'au deuxième semestre de 1967 l'expansion se soit quelque peu ralentie, malgré la reprise notable des dépenses d'investissements du secteur public et le dynamisme de la demande de logement. L'accumulation de stocks paraît avoir faibli depuis le milieu de l'année tandis que les investissements productifs privés s'accroissaient avec moins de vigueur qu'auparavant. Les salaires et les autres revenus augmentent assez régulièrement et les dépenses des consommateurs à prix constants ont été favorisées par la relative stabilité des prix jusqu'au début de l'automne.

Malgré le rythme rapide de l'expansion, il ne semble pas que la pression exercée sur les ressources intérieures se soit beaucoup accentuée ces derniers mois. L'accroissement de la capacité de production s'est accéléré et, dans les industries manufacturières, la progression des taux d'utilisation s'est arrêtée. Dans cette même branche, le volume de l'emploi, qui était resté pratiquement stable pendant la plus grande partie de 1965 et de 1966, n'a augmenté que très modérément. La situation du

marché du travail ne s'est guère modifiée depuis le milieu de 1966. Néanmoins, après avoir fait preuve d'une relative stabilité jusqu'à l'automne, les prix, notamment ceux des produits alimentaires et des matières premières, ont accusé de vives hausses. En octobre, les prix de gros s'établissaient à environ 3 % au-dessus de leur niveau de l'an dernier à pareille époque. L'indice des prix à la consommation avait augmenté de 5 % en un an, cette augmentation étant imputable pour un point au relèvement très sensible du prix du riz, contrôlé par l'État.

Un resserrement de la situation monétaire s'était amorcé avant les mesures restrictives qui ont été prises en septembre. La forte expansion du crédit bancaire s'est poursuivie, et l'on a noté depuis le début de l'année un accroissement prononcé du rapport entre les crédits et les dépôts. Les taux de l'argent au jour le jour ont commencé de monter en juin. Au premier semestre, le volume net des émissions de valeurs mobilières a quelque peu diminué par rapport à la période correspondante de 1966.

Les exportations ont plafonné au premier semestre de 1967, en raison de la faiblesse de la demande en provenance des États-Unis et de la stabilisation de la position du Japon sur les marchés étrangers. Au troisième trimestre, elles se sont légèrement redressées, mais les importations continuant de s'ac-

croître rapidement, l'excédent commercial a de nouveau diminué, encore que dans des proportions moins importantes que précédemment ; comme le déficit des opérations invisibles s'aggravait sensiblement, le déficit des paiements courants, qui était apparu au deuxième trimestre, s'est notablement accentué. Pour les trois premiers trimestres de l'année, les sorties nettes de capitaux à long terme ont légèrement dépassé celles de la période correspondante de 1966. En revanche, le compte des mouvements de capitaux à court terme est devenu fortement excédentaire, traduisant un accroissement des crédits commerciaux étrangers. Jusqu'au milieu de l'année, le déficit des opérations non monétaires avait été couvert par des entrées de fonds bancaires, de sorte que les réserves officielles étaient restées intactes. A partir de juin, toutefois, ces entrées n'ont plus suffi, et les réserves ont diminué de 100 millions de dollars ; au début d'octobre, elles s'établissaient légèrement au-dessus de 2 milliards de dollars.

### Perspectives

La moindre croissance des stocks et la faiblesse de la balance extérieure des biens et services, notamment au premier semestre, ralentiront probablement le rythme de l'expansion en 1968. Les entreprises recourant de plus en plus à l'autofinancement, le

		1966	1967	1968	1966 II	1967 I	1967 II
<b>Balance de paiements JAPON</b>							
Valeur, millions de dollars							
Estimations et prévisions							
CHIFFRES CORRIGÉS DES VARIATIONS SAISONNIÈRES							
Exportations		9.639	10.350	11.450	4.950	5.004	5.350
Variations en pourcentages <sup>a</sup>		(15,8)	(8½)	(10)	(12,6)	(4,9)	(12)
Importations		7.366	9.050	10.050	3.897	4.281	4.750
Variations en pourcentage <sup>a</sup>		(16,6)	(21½)	(11½)	(22,5)	(23,9)	(16½)
Balance commerciale		2.273	1.300	1.400	1.053	723	600
Solde des services et transferts		-1.021	-1.300	-1.400	-499	-643	-650
Balance des opérations courantes		1.252	0	0	554	80	-50
CHIFFRES NON CORRIGÉS DES VARIATIONS SAISONNIÈRES							
Balance des opérations courantes		1.252	0	0	977	-347	350
Mouvements de capitaux à long terme		-809			-525	-364	
Mouvements de capitaux à court terme		-117			-171	222	
Balance des mouvements non monétaires		326			281	-490	
Variations des réserves		-99			-30	39	

a) Par rapport à la période précédente en taux annuels, données douanières.

resserrement de la politique monétaire pourrait affecter les investissements moins fortement et moins rapidement que dans le passé. Pour la période allant d'avril à septembre, et malgré un recul sensible durant ce dernier mois, les commandes d'équipement (désaisonnalisées) émanant du secteur privé japonais dépassaient encore de 30 % le niveau des six mois précédents, et étant donné le volume appréciable des commandes de matériel qui restaient à satisfaire, la flambée des investissements ne semble pas devoir s'atténuer dans un proche avenir.

La construction résidentielle pourrait s'accélérer, vu la forte demande potentielle de logements et l'élévation très sensible du niveau des revenus. Les programmes actuels de dépenses de l'administration centrale aussi bien que des collectivités locales donnent à penser que le taux d'accroissement des investissements fixes du secteur public pourrait aussi se révéler légèrement supérieur à celui de 1967. Toutefois, l'ajournement de certains travaux publics qui étaient initialement prévus pour l'exercice se terminant en mars 1968, et la possibilité de voir se produire certains décalages dans l'exécution du budget du prochain exercice, rendent toute prévision dans ce domaine particulièrement difficile. Si l'on en juge par les intentions actuelles du Gouvernement, les dépenses publiques courantes ne devraient pas augmenter plus rapidement qu'en 1967.

Le taux d'expansion de la consommation privée semble devoir être presque aussi élevé qu'en 1967, compte tenu d'une forte demande de biens de consommation durables ; la forte progression des

salaires et des autres revenus pourrait se poursuivre, mais les prix à la consommation pourraient monter plus vite, sous l'effet notamment du relèvement des prix du riz à la fin de 1967 et de la majoration prévue des tarifs publics. Le taux de croissance du PIB pourrait tomber de 12 % cette année à quelque 8 ou 9 %, ce qui suffirait à atténuer quelque peu la pression de la demande.

Au total, les marchés d'exportation du Japon ne devraient pas croître plus rapidement qu'en 1967, mais l'accroissement de sa capacité de production industrielle, conjugué à une progression un peu plus lente de la demande intérieure, devrait contribuer à améliorer ses ventes à l'étranger malgré la concurrence accrue du Royaume-Uni sur les marchés des pays tiers. Le taux d'accroissement des importations devrait fléchir, mais moins sensiblement peut-être que cela ne s'est généralement produit dans le passé, car la récente phase d'expansion ne semble avoir engendré aucun gonflement spéculatif important des importations. Le déficit du compte des services et transferts continuera probablement de s'aggraver. C'est pourquoi, à moins que le rythme de l'expansion ne se ralentisse plus sensiblement qu'on ne le prévoit à l'heure actuelle, un excédent appréciable ne paraît guère pouvoir être dégagé sur les opérations courantes. Dans ces conditions, on enregistrera probablement un nouveau déficit substantiel des opérations non monétaires et une nouvelle réduction des réserves, à moins qu'il ne soit fait appel à d'autres formes de financement.

## Nouvelles émissions étrangères d'obligations

En millions de \$

## DONNÉES ANNUELLES

Marchés	1963	1964	1965	1966
États-Unis	1.440	1.095	1.271	1.321 <sup>a</sup>
dont :				
Placé aux États-Unis	1.250	1.063	1.206	1.210
Canada	—	—	23	19
Europe	522	1.038	1.337	1.464
Marchés nationaux	405	385	231	347
Belgique	14	—	12	10
France	12	31	25	41
Allemagne <sup>b</sup>	40	177	—	—
Italie	24	—	24	139
Luxembourg	—	4	1	—
Pays-Bas	—	15	29	—
Suisse	143	82	77	101
Royaume-Uni	143	73	63	56
Suède	29	9	—	—
Marché des Euro-Émissions	117	653	1.106	1.117
dont :				
Émissions en DM <sup>b</sup>	—	92	331	146

## DONNÉES TRIMESTRIELLES

Marchés	1965				1966				1967		
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
États-Unis <sup>c</sup>	302	329	304	271	466	305	241	198	332	380	...
Canada	23	—	—	—	19	—	—	—	—	—	—
Europe	327	237	207	566	542	233	330	359	527	546	518
Marchés nationaux	34	58	83	56	98	39	126	84	23	40	118
dont :											
Belgique	—	—	2	10	—	—	—	10	—	—	—
France	—	—	25	—	—	—	41	—	—	—	41
Italie	—	—	—	24	67	24	48	—	—	—	—
Pays-Bas	—	22	7	—	—	—	—	—	—	—	—
Suisse	9	27	19	22	31	15	23	32	23	40	38
Royaume-Uni	25	9	29	—	—	—	14	42	—	—	39
Marché des Euro-émissions	293	179	124	510	444	194	204	275	504	506	400
dont :											
Émissions en DM	153	25	25	128	65	—	25	56	79	15	15

Pour les sources et les méthodes voir les « Notes techniques ».

a) Préliminaire.

b) En 1964, les émissions étrangères en DM comportant un taux de rendement moins de 6% ont été considérées comme des Euro-émissions ; pour les périodes ultérieures, toutes les émissions étrangères en DM ont été considérées comme des Euro-émissions.

c) Émissions étrangères placées aux États-Unis.

## Nouvelles émissions sur le marché des Euro-obligations

En millions de \$

## DONNÉES ANNUELLES

Emprunteurs	1963	1964	1965	1966
Zone OCDE <sup>a</sup>	112	552	923	997
Pays nordiques	32	246	233	101
Danemark	20	139	35	48
Norvège	12	107	116	19
Suède	—	—	82	34
Pays de la CEE <sup>b</sup>	31	39	181	168
Belgique	—	—	20	10
France	—	—	30	—
Allemagne	—	—	20	65
Italie	31	39	45	60
Pays-Bas	—	—	66	33
Royaume-Uni	—	—	25	40
Japon	25	112	35	—
Autres pays de l'OCDE	20	38	32	86
Autriche	10	18	12	37
Irlande	—	—	—	20
Portugal	10	20	20	29
Institutions européennes	4	105	71	101
Sociétés de financement spécialisées européennes <sup>c</sup>	—	12	15	62
Sociétés de financement spécialisées américaines <sup>d</sup>	—	—	331	439
Pays Non-OCDE	5	86	120	120
Australie	—	—	50	25
Finlande	5	26	11	—
Nouvelle-Zélande	—	—	20	25
Afrique du Sud	—	—	12	25
Mexique	—	60	27	45
Institutions internationales	—	15	63	—
Ensemble des emprunteurs	117	653	1.106	1.117

## DONNÉES TRIMESTRIELLES

Emprunteurs	1965				1966				1967		
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
Zone OCDE <sup>a</sup>	219	154	104	446	404	174	179	240	439	362	345
Pays nordiques	78	61	15	79	41	31	14	15	52	40	43
Pays de la CEE <sup>b</sup>	43	20	35	83	90	—	50	28	120	135	55
Royaume-Uni	—	25	—	—	—	—	15	25	36	—	20
Japon	35	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Autres pays de l'OCDE	20	12	—	—	20	—	30	36	36	32	32
Institutions européennes	43	8	20	—	20	46	15	20	50	25	45
Sociétés de financement spécialisées européennes <sup>c</sup>	—	—	—	15	27	—	20	15	50	—	40
Sociétés de financement spécialisées américaines <sup>d</sup>	—	28	34	269	206	97	35	101	95	130	110
Pays Non-OCDE et institutions internationales	74	25	20	64	40	20	25	35	65	144	55
Ensemble des emprunteurs	293	179	124	510	444	194	204	275	504	506	400

Pour les sources et les méthodes voir les « Notes techniques ».

a) Y compris les institutions européennes et les sociétés de financement spécialisées européennes et américaines.

b) Les émissions effectuées par les sociétés de financement spécialisées étrangères (ayant leur siège au Luxembourg) sont attribuées aux pays concernés ou respectivement aux sociétés de financement spécialisées, européennes ou américaines.

c) Sociétés de financement spécialisées qui ne peuvent pas être rattachées à un pays particulier.

d) A l'exclusion des émissions effectuées pour financer des investissements directs.



# NOTES TECHNIQUES

Les *Perspectives économiques de l'OCDE* s'appuient fortement sur les travaux statistiques du Département des affaires économiques et statistiques. Le but des notes qui suivent est de décrire brièvement aussi bien les concepts statistiques et la méthodologie que les techniques de prévision utilisés par le Département. On insistera particulièrement sur les différences qui existent entre ces concepts, méthodes et techniques et les concepts, méthodes et techniques des organismes nationaux ou des autres organisations internationales.

## TECHNIQUES DE PRÉVISION

Les tableaux 1, 8, 11 et 13 ainsi que les tableaux ayant trait à la demande, à l'offre et à la balance des paiements des sept principaux pays sont fondés sur un ensemble cohérent de projections d'agrégats de comptabilité nationale pour l'ensemble des pays de l'OCDE. Des prévisions relativement détaillées sont préparées pour les sept principaux pays de l'OCDE (Canada, France, Allemagne, Italie, Japon, Royaume-Uni et États Unis) dont le commerce représente plus de 70 pour cent du commerce total de l'OCDE. En ce qui concerne les plus petits pays industrialisés, les prévisions se rapportent seulement à l'évolution probable du PIB et du commerce extérieur; quant aux pays en voie de développement, on s'est contenté de prévoir leur commerce extérieur. Bien que les prévisions nationales (officielles comme officieuses) aient été prises en considération, les prévisions sont présentées ici sous la seule responsabilité du Département des affaires économiques et statistiques. Les méthodes de prévision employées par les principaux pays ont été décrites dans le rapport de l'OCDE intitulé « Technique de prévisions économiques », Paris 1965.

Pour établir les prévisions on s'attaque d'abord à ce qu'on appelle en général les éléments exogènes de la demande, c'est-à-dire la consommation publique, les investissements fixes bruts et les exportations de biens et services. En ce qui concerne la consommation et les investissements publics on utilise autant que possible les renseignements budgétaires, bien que l'existence et l'utilité de ces derniers varient d'un pays à l'autre. Lorsqu'il s'agit de prévoir les investissements privés on utilise le plus possible les enquêtes de perspectives : celles-ci ont lieu dans la plupart des sept pays. Quant aux exportations, on les projette d'abord à partir des tendances du passé, puis, comme on le verra ci-dessous, on les reconsidère au fur et à mesure de l'établissement des projections pour chaque pays et pour l'ensemble de tous les pays.

La prévision de ces éléments exogènes de la demande ainsi que les renseignements qu'on peut obtenir au sujet des variations de stocks, donnent une première esquisse de l'évolution probable de la pression de la demande. Pour avoir une idée sur la croissance possible de l'offre, on utilise des relations décrivant le taux « potentiel » de croissance de l'économie. C'est à ce stade qu'on établit le compte d'affectation des particuliers qui prend en considération le développement probable des revenus, eux-mêmes fonction des accords sur les salaires et de la variation de la pression de la demande; ce compte d'affectation des particuliers comprend une estimation du revenu disponible. On sait peu de choses sur l'évolution à court terme du taux d'épargne et c'est pourquoi la prévision de la dépense des consommateurs sous-entend d'habitude un taux d'épargne inchangé, à moins d'avoir des raisons particulières de supposer autrement. La prévision des éléments exogènes de la demande et du revenu disponible des particuliers permet une première estimation de l'évolution probable des prix qui est elle-même utilisée pour projeter la dépense des consommateurs en termes réels.

C'est ainsi qu'une première prévision de la dépense finale est obtenue. A partir de rapports cycliques du passé entre les

importations et la dépense finale on calcule les importations. A cet égard, les rapports qui ont été établis entre les importations et la demande interne ont permis de connaître un peu mieux les variations cycliques des propensions à importer.

Les stades suivants de l'exercice de prévision consistent en répétitions dont le but est d'assurer la cohérence internationale des projections du commerce extérieur de chaque pays.

### Prévisions du commerce

Les prévisions du commerce extérieur de l'OCDE sont fondées sur les importations de chaque pays, comme on l'a décrit plus haut. Pour faire cette prévision, il faut transposer le chiffre des importations de la comptabilité nationale (biens et services à prix constants) en statistique du commerce extérieur (chiffres douaniers, marchandises seulement, à prix courants) : ceci implique beaucoup d'approximations. L'addition des prévisions ainsi obtenues par les sept principaux pays et des prévisions d'importations des autres pays de l'OCDE calculées directement, forme le total des importations de l'OCDE. Ce total est ventilé de la façon suivante :

- i) Importations en provenance des pays de l'OCDE.
- ii) Importations en provenance du reste du monde.

La prévision des importations de l'OCDE en provenance du reste du monde est prise comme point de départ de la prévision des exportations de l'OCDE vers le reste du monde; on utilise aussi une estimation des variations possibles des autres éléments de la balance des paiements du reste du monde vis-à-vis de la zone de l'OCDE, la position financière des pays à production primaire ainsi que les facteurs spéciaux qui affectent les exportations vers les pays de la zone sino-soviétique.

Les exportations vers le reste du monde, combinées avec le i) ci-dessus, permettent de calculer les exportations totales de l'OCDE <sup>1</sup>.

Ces prévisions font les distinctions suivantes :

- i) Exportations potentielles, définies pour chaque pays comme étant les exportations qui auraient eu lieu pendant une période donnée si le pays avait conservé sa part dans les exportations de l'OCDE vers chaque marché <sup>2</sup>.
- ii) La performance des exportations, définie comme le gain ou la perte d'un pays par rapport à sa part du marché. On a trouvé que la performance des exportations est fonction à la fois de facteurs à long terme, et de variations cycliques de la pression relative sur la capacité.

Les exportations ainsi calculées sont transposées en comptabilité nationale et incorporées dans les prévisions des sept principaux pays. La vérification de la cohérence imposée par la matrice du commerce extérieur contribue souvent à la prévision faite par le pays lui-même, car l'interdépendance de la zone de l'OCDE est telle que ce qui se passe dans un pays ou dans un groupe de pays a généralement des répercussions dans les autres pays.

### Chiffres semestriels

Toutes les prévisions sont établies sur une base semestrielle. Dans certains cas, on se sert des comptes trimestriels compilés par les pays Membres. Dans d'autres cas, les agrégats semestriels de la comptabilité nationale concernant le passé sont calculés

1. Y compris les données non cohérentes du commerce intra-OCDE, décrites page 98.

2. Pour ce calcul, on distingue les marchés suivants : chaque principal pays de l'OCDE, les autres pays de l'OCDE consolidés en trois groupes, les pays à production primaire (eux-mêmes divisés en quatre groupes), et la zone sino-soviétique.

par le Secrétariat sur la base d'indicateurs économiques à court terme et ne doivent être considérés que comme très approximatifs.

### LES COMPTES NATIONAUX

Les chiffres qui sont présentés dans les tableaux relatifs à la demande et à l'offre sont fondés en général sur les définitions du *Système normalisé* de l'OCDE<sup>1</sup> dont il est inutile de faire le sommaire ici. Il existe cependant des différences importantes entre le *Système normalisé* et certaines comptabilités nationales.

#### a) France

Dans le système français, le principal agrégat, « production intérieure brute » est fondé sur une définition de la production plus restreinte. En effet, sont exclus de la production les services rendus par l'État, les institutions financières et le personnel domestique. Les chiffres qui apparaissent dans « Les perspectives économiques » sont des données ajustées aux définitions du *Système normalisé* à partir de données fournies par les autorités françaises. Pendant les dernières cinq années l'évolution en volume des deux séries a été la suivante (pourcentages) :

P.I.B.	1961	1962	1963	1964	1965
Définition française . . . . .	4,6	6,8	5,6	6,2	3,5
Définition normalisé . . . . .	4,5	6,5	5,2	5,9	3,4

La définition française de la « consommation des administrations » ne comprend pas les salaires versés aux fonctionnaires. D'autre part, la dépense en biens et services des « administrations privées » est comprise dans la « consommation des administrations » alors qu'elle fait partie de la dépense des consommateurs dans le *Système normalisé*.

Depuis 1964, les variations de stocks (définition française) comprennent les logements terminés mais invendus qui sont par conséquent exclus de la « formation brute de capital fixe » et de la « construction de logements ».

Les exportations comprennent les services nets y compris le fret sur importations; ces dernières sont présentées c.a.f.

Enfin, les transactions sont enregistrées sur une base territoriale et ainsi, par exemple, les dépenses en France des touristes étrangers font partie de la dépense des ménages tandis que dans le *Système normalisé* ces mêmes dépenses sont comptabilisées dans les exportations.

Toutes ces différences sont en principe prises en considération, mais les ajustements utilisés en ce qui concerne les comptes semestriels et en particulier pour la période récente, sont forcément un peu arbitraires. Il n'existe pas, à l'heure actuelle, de comptes nationaux trimestriels officiels.

#### b) Allemagne

Quoique les comptes nationaux officiels allemands suivent les définitions de l'OCDE, les taux de croissance à prix constants, publiés dans les « Perspectives économiques » diffèrent sensiblement de ceux publiés officiellement (par exemple, en 1965, le taux de croissance du PIB est indiqué ici comme s'élevant de 5,4 pour cent, contre 4,8 pour cent dans les publications officielles allemandes). Cette différence résulte de l'utilisation de 1954 comme année de base pour les prix dans les calculs officiels, alors que les estimations de l'OCDE sont fondées sur les prix de 1965.

A partir de décembre 1965, le Bureau fédéral de statistique a publié des comptes semestriels remontant jusqu'à 1960; les ajustements saisonniers utilisés dans les *Perspectives économiques* ont été calculés par le Département des affaires économiques et statistiques.

#### c) Italie

Les définitions utilisées sont celles du *Système normalisé*. Les agrégats semestriels sont fondés sur les comptes trimestriels

aux prix de 1963 publiés pour certaines catégories de la dépense et de l'offre dans *Relazione Generale Sulla Situazione Economica Del Paese*.

#### d) Royaume-Uni

Les comptes nationaux trimestriels du Royaume-Uni sont publiés dans *Economic Trends* par le Bureau central de statistique; ces comptes sont normalisés.

#### e) États-Unis

La formation brute de capital fixe de l'État (y compris les entreprises gouvernementales) est comprise dans la « consommation publique », et ne comprend pas de provisions pour amortissement. Les chiffres ayant trait aux investissements ne se rapportent par conséquent qu'au secteur privé. Les comptes nationaux trimestriels officiels sont publiés dans le *Survey of Current Business* par le Bureau du « Business Economics » du Département du Commerce des États-Unis.

#### f) Canada

La formation brute de capital fixe de l'État et les variations de stocks des agences gouvernementales d'achats sont comprises dans la « consommation publique » et sont exclues respectivement de la « formation brute de capital fixe » et des « variations de stocks ».

Les chiffres trimestriels sont publiés régulièrement dans le *Canadian Statistical Review* du Bureau de Statistique du Dominion.

#### g) Japon

Les « dépenses publiques » comprennent les dépenses de certaines entreprises publiques et la « formation brute de capital fixe en équipement et outillage » comprend les produits, en cours de fabrication, ayant trait à l'équipement lourd et aux navires et destinés au marché intérieur; ils sont donc exclus des « variations de stocks ».

Les comptes nationaux trimestriels sont publiés dans *l'Annual Report on National Accounts* et dans le *National Accounts Statistics Quarterly* de l'Agence Économique de Planification. Cependant, étant donné que les chiffres à prix constants sont publiés très en retard, les chiffres semestriels des périodes récentes sont des estimations fondées sur des estimations trimestrielles officielles à prix courants.

### STATISTIQUES DE BALANCE DES PAIEMENTS

#### a) Sources

Les chiffres annuels de balance des paiements figurant dans *PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES* proviennent de rapports communiqués annuellement à l'Organisation par ses pays Membres, établis d'après un système de comptabilisation commun à l'OCDE et au FMI. Les concepts et définitions employés sont à quelques exceptions près ceux décrits dans le *Manuel de la balance des paiements* du FMI (troisième édition, juillet 1961).

Les informations les plus récentes, ainsi que les données relatives à des périodes de moins d'un an, proviennent de sources nationales et ont été corrigées par le Département des affaires économiques et statistiques pour se conformer aux définitions normalisées retenues sur le plan international. En ce qui concerne le Canada, l'Italie, le Royaume-Uni et les États-Unis, les séries corrigées des variations saisonnières proviennent de sources nationales; pour les autres pays elles sont estimées par le Département des affaires économiques et statistiques.

#### b) Présentation

Aux fins de l'analyse, une présentation uniforme des statistiques de balance des paiements de tous les pays de l'OCDE a été utilisée dans *Perspectives économiques*, comportant les rubriques suivantes :

1. *Système normalisé de comptabilité nationale de l'OECE*, 1958, Paris.

A. *La balance commerciale* est définie comme la différence entre les exportations et les importations f.o.b. frontière. Elle est enregistrée dans l'optique des transactions économiques, c'est-à-dire établie à partir des opérations sur marchandises retracées dans les statistiques douanières, après correction de l'évaluation et de la couverture afin :

i) d'exprimer ces statistiques sur une base f.o.b. frontière,  
ii) de s'assurer que les données reflètent aussi étroitement que possible le transfert net de propriété des biens entre les résidents d'un pays et le reste du monde.

B. *La balance des opérations courantes* est constituée par la somme de la balance commerciale et du solde des services et transferts privés et publics.

C. *La balance des mouvements non monétaires* recouvre toutes les opérations courantes et les mouvements de capitaux à long terme, ainsi que les mouvements de capitaux à court terme du secteur non monétaire de l'économie (y compris le solde des opérations non enregistrées). Elle ne tient cependant pas compte des transactions du secteur public lorsqu'elles sont motivées par la situation intrinsèque de la balance des paiements. Ces « Transactions spéciales » sont constituées par des remboursements anticipés ou des reports d'échéance de la dette publique, et par des variations d'avoirs et engagements officiels à long terme, telles que l'octroi de crédits spéciaux à des Institutions financières internationales.

D. *La balance des règlements officiels* est constituée par la somme de la balance des transactions non monétaires et de la variation nette de la position extérieure à court terme des banques commerciales. Son financement s'effectue par :

i) des variations du stock d'or et des avoirs officiels de devises,  
ii) des variations de la position nette à l'égard du FMI,  
iii) des variations des engagements officiels à l'égard du secteur public à l'étranger ainsi que des variations des avoirs publics à court terme autres que l'or et les devises,  
iv) des transactions spéciales mentionnées ci-dessus.

#### c) Relation avec les concepts nationaux

Dans un certain nombre de cas, les concepts et les définitions uniformes utilisés par le Département des affaires économiques et statistiques afin de permettre des comparaisons entre pays, diffèrent de ceux qui sont le plus fréquemment employés dans les statistiques de balance de paiements figurant dans les sources nationales. Les principales divergences sont les suivantes :

A. *Balance commerciale*. Bien que le concept de Balance Commerciale se retrouve dans toutes les publications nationales il peut reposer sur une définition différente de celle adoptée dans *Perspectives économiques*.

i) Au Canada, la balance commerciale telle qu'elle est généralement définie exclut les exportations d'or non monétaire et le fret afférent au transfert terrestre des importations et exportations.

ii) En France, les opérations sur marchandises aussi bien que les autres composantes de la balance des paiements sont enregistrées dans l'optique des règlements, c'est-à-dire qu'elles reposent sur des statistiques d'opérations de change, et non sur des statistiques douanières. Il en est de même pour l'Italie, bien que des données établies dans l'optique des transactions paraissent aussi dans les publications nationales.

iii) En Allemagne, le concept de balance commerciale auquel on se réfère le plus fréquemment dans les débats publics comprend la totalité du fret sur importations et ne comporte pas les corrections de couverture nécessaires pour transférer les statistiques douanières dans le cadre de la balance des paiements.

B. *Balance des opérations courantes*. Des agrégats correspondant au concept de balance des opérations courantes sont publiés sous des dénominations diverses dans toutes les sources nationales. Ils sont identiques aux données qui figurent dans *Perspectives économiques*, sous réserve des observations présentées ci-dessus en ce qui concerne la France et l'Italie.

C. *Balance globale*. La plupart des présentations nationales mettent l'accent sur un concept de balance globale qui prend la forme soit d'une balance des mouvements monétaires (semblable à la balance des mouvements non monétaires) soit d'une balance des mouvements des réserves officielles (semblable à la balance des règlements officiels). Les relations suivantes peuvent être établies entre les concepts utilisés dans les principaux pays de l'OCDE et ceux qui figurent dans *Perspectives économiques*.

i) La balance globale telle qu'elle apparaît sous des dénominations diverses, en France, en Italie, au Japon et au Royaume-Uni est assez proche de la « Balance des mouvements non monétaires », à ceci près que les transactions spéciales ne figurent généralement pas au-dessous de la ligne. En outre « la balance des mouvements monétaires » du Royaume-Uni considère les mouvements de capitaux à court terme du secteur non monétaire de l'économie comme une opération de financement, qui est enregistrée au-dessous de la ligne.

ii) La balance des États-Unis « dans l'optique de la liquidité » correspond à une balance des mouvements non monétaires où les créances à court terme du secteur bancaire seraient enregistrées au-dessus de la ligne (et sans correction pour les transactions spéciales). Des corrections ont d'autre part été apportées aux statistiques américaines par le Département des affaires économiques et statistiques pour inclure dans le financement au-dessous de la ligne certaines obligations du gouvernement des États-Unis — revêtant la forme de bons du trésor spéciaux — envers des banques centrales étrangères, ainsi que des certificats

## Etats-Unis

### Concordance entre la balance des mouvements non monétaires de l'OCDE et la balance américaine « dans l'optique de la liquidité »

SOLDE DE LA BALANCE DES MOUVEMENTS NON MONÉTAIRES (définition OCDE)	Sources <sup>a</sup>
<i>Moins</i> : Report des échéances de la dette publique du Royaume-Uni.	Communiqués du gouvernement du Royaume-Uni.
<i>Plus</i> : Recettes provenant du remboursement anticipé de dettes.	SCB, tableau 1, ligne 45, plus SCB, tableau 5, ligne C.2.
Engagements bancaires à long terme.	SCB, tableau 1, ligne 53.
Créances bancaires à court terme.	SCB, tableau 1, ligne 38.
Titres du trésor américain non négociables, non convertibles, et n'ayant pas de relation avec des transactions spécifiques.	SCB, tableau 5, ligne C.3.
Titres du Trésor spéciaux émis en faveur des Institutions officielles étrangères et liés à des contrats militaires.	<i>Federal Reserve Bulletin</i> , Statistiques financières, tableau 8.
<i>Egale</i> : Solde de la Balance dans l'optique de la liquidité.	SCB, tableau 3, ligne 1.

a) SCB se réfère au *Survey of Current Business* des États-Unis, mars 1967.

de dépôt détenus par des étrangers dans des banques commerciales américaines. Ces obligations figurent au-dessus de la ligne lors du calcul de la balance « dans l'optique de la liquidité ». Vu la complexité de ces corrections, une concordance détaillée est présentée dans le tableau ci-dessous.

iii) La balance globale telle qu'elle est définie au Canada et en Allemagne, ainsi que la « balance des mouvements de réserves officielles » qui apparaît dans les publications américaines se rapprochent du concept de « balance des règlements officiels », à ceci près que les transactions spéciales figurent au-dessus de la ligne. En outre, les données publiées dans les sources allemandes n'enregistrent pas les variations du montant des bons du trésor allemand détenus à l'étranger, ainsi que la majeure partie des variations de la position nette allemande à l'égard du FMI. Dans *Perspectives économiques*, en revanche, ces mouvements sont considérés comme des opérations de financement. En ce qui concerne les États-Unis, la « balance des mouvements de réserves officielles » — le traitement des transactions spéciales mis à part — diffère de la balance des règlements officiels essentiellement en ce qu'elle exclut les variations des engagements liquides envers les institutions financières internationales, considérées comme opérations de financement dans *Perspectives économiques*.

#### d) Discordances dans les statistiques de balance des paiements

Un cadre comptable uniforme ne garantit pas par lui-même un enregistrement cohérent de chaque opération par les deux pays qui y prennent part. En fait, des opérations du même type enregistrées entre les pays de l'OCDE ne s'annulent pas, comme elles le devraient en théorie. La somme de telle ou telle balance pour tous les pays de l'OCDE ne devrait donc pas être considérée comme la balance de l'ensemble de l'OCDE avec le reste du monde; pour interpréter l'évolution de ce genre d'agrégat il convient de tenir particulièrement compte du fait que l'effet net des discordances de comptabilisation peut varier dans le temps.

Les études faites à ce jour font apparaître que les discordances dans les statistiques de balance des paiements des pays de l'OCDE proviennent notamment des sources suivantes :

i) Dans le compte des opérations courantes, des discordances se manifestent dans la classification, la couverture et l'évaluation des opérations. La frontière entre marchandises et services est imprécise en particulier dans le cas d'achats effectués pour le compte de l'État, tandis que la distinction entre services et transferts peut être interprétée différemment par les deux pays partenaires dans le cas des remises de travailleurs. Les indemnités versées par le secteur public à des bénéficiaires privés soulèvent aussi un problème de différence de classification. Des divergences apparaissent dans l'estimation du fret relatif aux importations (dont les paiements tendent à être supérieurs aux recettes correspondantes) et dans l'enregistrement du poste voyages à l'étranger (où les recettes tendent à être supérieures aux paiements). D'autres divergences résultent de l'inclusion dans les statistiques de certains pays, des profits réinvestis par les filiales étrangères, dont il n'est pas tenu compte dans les statistiques de la plupart des pays. Si quelques-unes de ces discordances se trouvent annulées au niveau de la balance des opérations courantes, il est loin d'en être ainsi pour toutes.

ii) Dans le compte des opérations en capital, les asymétries proviennent en premier lieu des divergences dans la comptabilisation de la balance des opérations courantes (dont l'effet net se traduit par une inscription compensatrice dans le solde des opérations non enregistrées). D'autres asymétries sont engendrées par l'attribution des mouvements d'avoirs et d'engagements au secteur intérieur concerné, ce qui implique que les transactions internationales entre deux secteurs différents (par exemple secteur bancaire d'un côté, non bancaire de l'autre) seront enregistrées sous des rubriques différentes par les deux pays partenaires.

iii) Quant à la balance des règlements officiels, la somme de toutes les balances des pays de l'OCDE ne reflétera pas la variation de la position nette officielle de la zone à l'égard du reste du monde par suite :

a) des variations du total des avoirs officiels en or, provenant de l'extraction courante ou des ventes aux utilisateurs privés,

b) de la comptabilisation dans les réserves officielles de créances sur des banques commerciales (soit sous la forme d'avoirs libellés en monnaies autres que les monnaies de réserve, soit sous la forme d'euro-dollars) dont la contrepartie a échappé à la statistique des engagements envers les autorités monétaires.

## ÉVOLUTION MONÉTAIRE

Les tableaux 15, 16 et 20 reposent sur les comptes d'opérations financières (flow of funds statistics) des États-Unis, de l'Allemagne et du Royaume-Uni tels qu'ils sont publiés dans le *Federal Reserve Bulletin*, le *Rapport mensuel de la Deutsche Bundesbank* et les *Financial Statistics* du Royaume-Uni.

Les notes par pays contiennent un certain nombre de graphiques illustrant des phénomènes monétaires. Les données choisies indiquent l'évolution dans les domaines des taux d'intérêt et de la liquidité. Dans la mesure où les différences institutionnelles et la qualité inégale des données l'ont permis, un effort a été fait pour présenter les statistiques d'une façon qui facilite les comparaisons internationales.

Les *taux d'intérêt* représentent principalement le rendement pour le prêteur plutôt que le coût pour l'emprunteur. Ils donnent une indication des changements du niveau et de la structure des taux dans un pays donné, mais la comparaison internationale des niveaux absolus est rendue difficile par plusieurs facteurs, tels que des différences fiscales, méthodes statistiques, etc.

Les sections sur la *liquidité* contiennent des graphiques sur la liquidité des banques commerciales et sur la masse monétaire. La liquidité des banques commerciales est donnée sous forme de rapports entre certains éléments de l'actif et les dépôts. Dans le cas de quelques pays on donne aussi le rapport entre les crédits obtenus de la banque centrale et les dépôts. L'évolution de la liquidité de l'économie est illustrée par un graphique qui compare les variations de la masse monétaire avec les variations du PNB en volume et en valeur. Les variations de la masse monétaire sont données sous forme de variations d'une moyenne mobile de trois mois d'une série corrigée des variations saisonnières, aux taux annuels.

### Canada

La *masse monétaire* comprend la monnaie fiduciaire en circulation et les dépôts à vue dans les Banques à Charte.

Source : Bank of Canada Statistical Summary.

### France

*Taux d'intérêt.* A partir de février 1965 les rendements des fonds d'État et des obligations des sociétés privées sont calculés compte tenu du crédit d'impôt.

*Masse monétaire.* Correction des variations saisonnières faite par le Département des Affaires économiques et statistiques.

Sources : Conseil National du Crédit, *Rapports annuels et trimestriels*, INSEE, *Bulletin Mensuel de Statistique*.

### République Fédérale d'Allemagne

*Taux d'intérêt.* Les taux d'intérêt à court terme en Allemagne montrent de fortes variations saisonnières causées par le « window-dressing » de la fin d'année. L'amplitude de ces mouvements varie quelque peu d'année en année, mais elle semble néanmoins suffisamment régulière pour justifier une correction. Par conséquent, le taux inter-bancaire à trois mois (à Francfort) a été corrigé des variations saisonnières par le Département des affaires économiques et statistiques.

*Masse monétaire.* Correction des variations saisonnières faite par le Département des Affaires économiques et statistiques.

*Liquidité bancaire.* Les banques comprennent les banques de dépôt (y compris les banques d'épargne), les institutions spécialisées de crédit (y compris les banques hypothécaires et les banques communales) et le système des chèques postaux.

Sources : *Rapports mensuels* de la Deutsche Bundesbank.

## Italie

*Liquidité bancaire.* Les rapports crédit/dépôts et réserves/dépôts sont tels qu'ils sont définis dans les statistiques bancaires italiennes (liquidità/depositi, impieghi sull'interno/depositi).

*Masse monétaire.* Correction des variations saisonnières faite par le Département des affaires économiques et statistiques.

Sources : Banca d'Italia *Bolletino* et *Supplemento*.

## Japon

*Liquidité bancaire.* Le rapport crédits/dépôts est calculé sur la base de données corrigées des variations saisonnières.

Source : Bank of Japan. *Economic Statistics Monthly*.

## Royaume-Uni

*Liquidité bancaire.* Pour faciliter les comparaisons internationales, des chiffres sont donnés sur les avoirs liquides de toutes les banques commerciales (c'est-à-dire y compris les banques d'affaires et les filiales des banques étrangères). Les avoirs liquides comprennent les avoirs liquides internes (y compris les fonds d'état à échéance de moins de cinq ans) et les avoirs à court terme à l'étranger (y compris les crédits à court terme). Les chiffres sur les avoirs liquides internes des London Clearing banks sont également donnés tels qu'ils sont définis dans les statistiques britanniques.

*Masse monétaire.* Les dépôts des London Clearing banks sont pris comme une approximation des mouvements mensuels de la masse monétaire.

Source : Central Statistical Office, *Financial Statistics*.

## Etats-Unis

*Liquidité bancaire.* Les réserves libres correspondent aux avoirs excédentaires auprès de la banque centrale moins les crédits accordés par celle-ci aux banques. Les données mensuelles sont des moyennes des chiffres journaliers.

Source : *Federal Reserve Bulletin*.

## UTILISATION DES STATISTIQUES NATIONALES COURANTES

Sauf indication contraire, les *Perspectives économiques* font état de statistiques nationales tirées des *Principaux indicateurs économiques* (PIE) de l'OCDE. Une description détaillée des sources et méthodes utilisées pour l'établissement de ces statistiques sera publiée à partir de septembre 1967 sous la forme de suppléments aux PIE. En conséquence, les notes qui suivent seront limitées à quelques remarques méthodologiques d'importance particulière pour la compréhension du texte.

### Commerce extérieur

Sauf indication contraire, les données concernant les importations et les exportations de marchandises sont tirées des statistiques du commerce extérieur de l'OCDE, telles qu'elles sont publiées dans les PIE et dans les *Bulletins* du Commerce Extérieur de l'OCDE<sup>1</sup>. Les exportations sont enregistrées f.o.b. frontière et les importations c.a.f. frontière, sauf pour le Canada, dont le commerce est enregistré f.o.b. lieu d'expédition. Les chiffres d'exportation utilisés pour le Royaume-Uni et l'Irlande comprennent les réexportations. Les statistiques du commerce des États-Unis proviennent des publications nationales; toutes les données sont sur une base f.o.b. frontière et se réfèrent au commerce général; les exportations excluent les expéditions du Département de la Défense.

La correction des variations saisonnières a été effectuée par le Département des affaires économiques et statistiques, sauf dans le cas du Canada, des États-Unis<sup>2</sup>, et du Royaume-Uni, pour lesquels on a utilisé les séries nationales correspondantes.

Les données relatives au commerce total de l'OCDE par régions sont différentes des totaux publiés dans les PIE pour deux raisons :

i) Les chiffres portant sur des périodes antérieures ont été révisés afin de tenir compte de modifications importantes dans le champ couvert par les statistiques, telles que l'inclusion du commerce des perles et des pierres précieuses dans les statistiques du Royaume-Uni à partir de 1964 et les changements apportés à la définition des « catégories spéciales » qui ne sont pas ventilées par destination, en ce qui concerne les exportations des États-Unis.

ii) Il a été nécessaire de rectifier les chiffres du commerce intra-OCDE pour éliminer les inconsistances statistiques entre les importations et les exportations. Ces inconsistances sont dues au décalage dans le temps, aux différences de définition et de système d'évaluation ainsi qu'aux divergences introduites par l'élimination des variations saisonnières des séries individuelles. Les corrections faites concernent uniquement les principaux agrégats du commerce de l'OCDE et sont signalées par une note.

### Les statistiques de chômage

Les chiffres sont tirés des PIE de l'OCDE qui reproduisent en général les séries nationales les plus usuelles lesquelles sont corrigées des variations saisonnières par le Secrétariat de l'OCDE<sup>3</sup>.

Toutefois, les méthodes de compilation, les définitions ainsi que le champ couvert par ces statistiques varient considérablement d'un pays à l'autre.

Les chiffres italiens de chômage sont établis sur la base d'une enquête nationale par sondage qui a lieu au premier mois de chaque trimestre. Les chiffres de l'Allemagne, de la Norvège, des Pays-Bas, de la Suède et du Royaume-Uni se réfèrent aux *chômeurs inscrits*. (En Suède il existe également une enquête trimestrielle par sondage sur l'emploi, qui produit d'habitude des chiffres de chômage plus élevés). Il convient de noter que la série employée pour le Royaume-Uni couvre l'ensemble du pays et comprend les jeunes qui viennent de quitter l'école ainsi que les chômeurs temporaires, alors que la série la plus couramment citée se réfère aux chômeurs totaux seulement et se limite à la Grande-Bretagne. Cette dernière série, corrigée des variations saisonnières par le Ministère du Travail du Royaume-Uni, donne en général des chiffres inférieurs d'environ un cinquième. Les chiffres de l'Autriche, de la France et de l'Irlande se rapportent aux demandes d'emploi non satisfaites et sont fortement influencés par la proportion de chômeurs qui passe d'habitude par les bureaux de main-d'œuvre. On estime en France que cette proportion est d'un peu plus de la moitié du nombre total des chômeurs tel qu'il est défini lors du recensement général de la population. Les séries françaises excluent en outre les rapatriés d'Algérie qui avaient gonflé le nombre de chômeurs en 1962/63 mais ne sont plus que quelques milliers actuellement. En Belgique et au Danemark, les chiffres se réfèrent aux chômeurs assurés et ne comprennent pas ceux qui n'ont pas droit aux allocations de chômage (une série similaire existe également en France mais ne couvre qu'une fraction du nombre total de chômeurs).

Des enquêtes par sondage de l'emploi sont réalisées chaque année ou à des intervalles plus grands dans divers pays, y compris l'Allemagne et la France : elles permettent dans une certaine mesure de corriger les chiffres mensuels de chômage et facilitent leur interprétation.

1. L'OCDE publie trois séries de bulletins de Commerce Extérieur : *Série A* : Commerce total par pays; *Série B* : Commerce par produits, analyse par grandes régions et *Série C* : Commerce par produits, analyse détaillée sous la forme de matrices des échanges.

2. En ce qui concerne les États-Unis, les PIE publient également des séries basées sur le commerce spécial et qui incluent les expéditions du Département de la Défense. Cette série corrigée des variations saisonnières par le Département des affaires économiques et statistiques, a été utilisée pour calculer les totaux pour l'OCDE publiés dans les *Perspectives économiques*.

3. Pour des statistiques annuelles plus détaillées voir *Les Statistiques de main-d'œuvre 1954-1964*, OCDE, 1964.

*Les indices de prix (tableaux 2 et 3)*

Les indices de prix à la consommation couvrent un champ très variable selon les pays et les méthodes de calcul sont aussi très différentes. Dans certains pays on révisé fréquemment la pondération de l'indice à l'aide d'enquêtes sur les dépenses des ménages portant sur un large échantillon. Le mouvement des indices ainsi obtenus suit en général d'assez près celui du défateur des prix utilisé pour la consommation des ménages. Toutefois, il existe des pays où la pondération reflète uniquement les dépenses des ménages à faible revenu et dans d'autres (ou dans les mêmes) elle se réfère à une période de référence trop ancienne. Dans ces cas la pondération tend à exagérer la part de l'alimentation au détriment des services, par rapport à la répartition courante de la consommation totale des ménages. En outre, le nombre d'articles inclus dans l'indice varie considérablement d'un pays à l'autre et l'influence des changements saisonniers de prix n'est pas uniformément éliminée<sup>1</sup>.

L'absence d'uniformité est encore plus nette dans le cas des indices des prix de gros. La décomposition de cet indice est établie au Royaume-Uni sur la base des flux nets entre secteurs, tandis qu'au Canada, aux États-Unis, en France et en Italie on différencie des groupes de produits par stade de transformation et au Japon par utilisation finale. Le champ couvert par l'indice varie considérablement, surtout en ce qui concerne l'inclusion des produits finis en plus des matières premières et des demi-produits. Le nombre d'articles retenus varie de quelques centaines à plusieurs milliers.

*Salaires (tableau 3 et graphiques par pays)*

Les indices de salaires ne sont pas comparables non plus d'un pays à l'autre. Non seulement les sources utilisées et les méthodes de calcul, mais également les définitions (par exemple taux horaires, gains horaires, gains mensuels, traitement des avantages sociaux, etc.) accusent des différences importantes. L'indice semble, dans certains pays, être affecté de mouvements saisonniers, les révisions de salaires tendant à se concentrer sur la même période de l'année.

*Production industrielle (graphique A et tableaux et graphiques par pays)*

Dans la mesure du possible les chiffres utilisés se réfèrent aux industries minières et manufacturières et aux entreprises de service public, mais excluent le bâtiment. La couverture, la pondération et les méthodes de calcul varient d'un pays à l'autre, mais les divergences sont un peu moins nettes que dans le cas des indices de prix ou de salaires. Sauf en Autriche et en Allemagne, la correction des variations saisonnières est effectuée par les organismes statistiques nationaux qui se servent de diverses méthodes dérivées de la méthode II du « Bureau of the Census » des États-Unis. Le nouvel indice italien, introduit en janvier 1966, n'a pas encore été corrigé des variations saisonnières mar l'Institut Italien de Statistiques : les chiffres publiés correspondent à des estimations du Secrétariat de l'OCDE<sup>2</sup>.

*La correction des variations saisonnières*

La plupart des séries de commerce extérieur ainsi que certaines statistiques de production industrielle, de chômage et de ventes au détail, etc. (voir plus haut) ont été corrigées des variations saisonnières par le Département des affaires économiques et statistiques. On a employé une variante OCDE de la Méthode II du « Bureau of the Census » des États-Unis, connue sous la désignation X-10 et programmée pour l'ordinateur électronique. (Pour des détails supplémentaires prière de s'adresser à la Division Statistique de l'OCDE). Lorsque les séries brutes publiées par les pays ne tiennent pas compte de la longueur inégale des mois et de l'incidence des jours fériés, on a procédé à une cor-

rection calendaire préalable afin d'éliminer des séries corrigées les distorsions éventuelles. Des corrections préalables sont également effectuées chaque fois que des perturbations majeures (par exemple grèves) risquent de fausser la détermination des facteurs saisonniers.

*Tableaux relatifs aux « Émissions d'emprunts obligataires étrangers » et aux « Émissions sur le marché des Euro-obligations ».*

Ces tableaux sont destinés à donner une vue d'ensemble de l'évolution du montant des emprunts obligataires émis pour compte étranger sur les marchés des valeurs mobilières des pays de l'OCDE et des emprunts émis sur le marché des Euro-obligations. Un emprunt étranger est considéré comme émis sur un marché national des valeurs mobilières s'il est placé par l'entremise d'un syndicat financier national et est libellé dans la monnaie du pays prêteur. Dans certains cas des emprunts étrangers libellés en dollars et placés en Europe ont été également mis au compte d'un marché national lorsqu'on savait qu'ils avaient été pris en charge par un syndicat de garantie national et entièrement placés sur ledit marché.

Les Euro-obligations se définissent essentiellement comme des titres d'emprunt d'une durée égale ou supérieure à 5 ans, placés par l'entremise de syndicats financiers internationaux et offerts simultanément sur plusieurs marchés nationaux. En conséquence, les emprunts étrangers en dollars exonérés de la taxe américaine de péréquation des taux d'intérêt et pris en charge par des syndicats de garantie internationaux sont considérés eux aussi comme des Euro-émissions, même s'ils sont souscrits en partie aux États-Unis. Toutefois, les Euro-obligations comprennent aussi certaines autres émissions telles que : a) les titres placés de gré à gré et les certificats de dépôt, libellés dans les deux cas en dollars et à échéance de 5 ans ou plus, qui sont émis en dehors des États-Unis et souscrits sur plusieurs marchés nationaux; b) les emprunts étrangers en DM placés par l'entremise de syndicats financiers allemands, mais dont le taux de rendement est inférieur à celui des obligations négociées sur le marché intérieur allemand; c) les tranches d'emprunts obligataires intérieurs placées par un syndicat financier international en dehors du pays intéressé.

*Sources* : Les chiffres des emprunts obligataires étrangers émis sur les marchés des valeurs mobilières des pays européens et du Canada, de même que les chiffres des emprunts émis sur le marché des Euro-obligations, ont été établis à partir des listes d'émissions que dresse le Secrétariat. Les renseignements recueillis sur les nouvelles émissions proviennent de la presse financière, des banques commerciales, de la Fédération Bancaire de la Communauté Économique Européenne, des états publiés ou établis à l'usage interne par les banques centrales et des notices distribuées par les émetteurs. Les chiffres donnant le montant des emprunts étrangers émis aux États-Unis sont tirés des articles spéciaux que le Département du Commerce de ce pays publie périodiquement dans le *Survey of Current Business*, sur les investissements américains à l'étranger et sur la balance américaine des paiements. Dans toute la mesure du possible, le Secrétariat s'efforce de redresser les chiffres que donne cette publication sur le montant des emprunts étrangers lancés aux États-Unis, de façon à en exclure ceux qu'il classe parmi les Euro-émissions.

1. Un supplément trimestriel aux PIE retrace l'évolution récente des prix à la consommation dans huit pays sélectionnés, avec une ventilation en quatre indices partiels standardisés : alimentation; ensemble des biens sauf l'alimentation; loyer; ensemble des services sauf le loyer.

2. La *Production industrielle*, supplément trimestriel aux PIE, publie une sélection d'indices de production comparables pays à pays pour des branches d'industrie particulières.

# OCDE

## *Département des Affaires Economiques et Statistiques*

ORGANISATION DE COOPÉRATION ET DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES

### PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES DE L'OCDE

Semestriel

Au numéro	F 15,00	DM 12,50	26 s.	\$ 3,80
Abonnement (2 fascicules, juin et décembre)	F 24,00	DM 20,00	41 s.	\$ 6,00
Par avion (Amérique du Nord, Extrême-Orient...)	F 32,00		55 s.	\$ 7,50

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT

### PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

Donnant chaque mois les principales séries statistiques pour les pays de l'OCDE

Au numéro	F 6,00	DM 5,00	10 s.	\$ 1,50
Abonnement annuel	F 72,00	DM 60,00	£ 6	\$ 18,00

### ÉTUDES ÉCONOMIQUES ANNUELLES

Études détaillées des tendances et des politiques économiques dans chaque pays Membre de l'OCDE

Par pays	F 3,00	DM 2,50	5 s. 6 d.	\$ 0,80
La série 1967-1968	F 42,00	DM 35,00	72 s.	\$ 10,00