

La croissance confisquée

Département des diagnostics de l'OFCE (*)

En 1986 le retour du prix du pétrole et du dollar à des niveaux plus propices à un équilibre des marchés n'a pas eu sur l'activité de l'OCDE les effets de relance généralement escomptés. Les amples gains de termes de l'échange, en Europe et au Japon, ont ralenti la croissance de l'endettement net des administrations et des entreprises à un moment où de nombreux pays en développement étaient contraints à une grande rigueur financière. L'afflux de capitaux vers l'OCDE a eu pour contrepartie une nette réduction de la demande du reste du monde, cependant que des pertes de parts de marchés ont eu lieu vis-à-vis des nouveaux pays industrialisés. La reprise de la consommation n'a pas suffi à elle seule à entraîner l'investissement. Une part importante des ressources collectées par les entreprises a continué à alimenter les marchés financiers, contribuant au maintien de taux d'intérêt réels élevés.

En 1987 et au début de 1988 l'environnement international sera marqué par le ralentissement puis la contraction de la demande des Etats-Unis. La persistance du déficit extérieur américain accroîtra les tensions monétaires, commerciales et financières. Face à une concurrence extérieure accrue et à une demande mondiale faible le Japon, et surtout l'Europe, subiront durement toute baisse supplémentaire du dollar.

En France les potentialités de croissance apparaissent faibles. La consommation des ménages serait ralentie par la modération des salaires, que la hausse des revenus non salariaux ne compensera qu'en partie. La reprise de l'investissement des entreprises s'accélèrera, tout en restant en deçà de l'amélioration des profits. La progression de la demande intérieure continuera à bénéficier davantage aux fournisseurs étrangers qu'à l'offre française, toujours menacée dans l'hexagone et à l'exportation par les pays du Sud-Est asiatique. Les échanges de marchandises deviendraient déficitaires. La croissance de 1,7 % du PIB en 1987 sera insuffisante pour enrayer la montée du chômage. Une politique économique plus expansionniste pourrait l'infléchir, mais le risque demeure qu'une relance de l'activité soit confisquée par la concurrence.

(*) Cette chronique a été élaborée au département des diagnostics de l'OFCE dont le directeur est Philippe Sigogne. La partie environnement international a été établie par Jacques Adda, avec la collaboration de Philippe Aroyo, Véronique Riches et Richard Wind et la partie française par Françoise Milewski, avec la collaboration de Alain Gubian et Véronique Przedborski.

L'environnement international

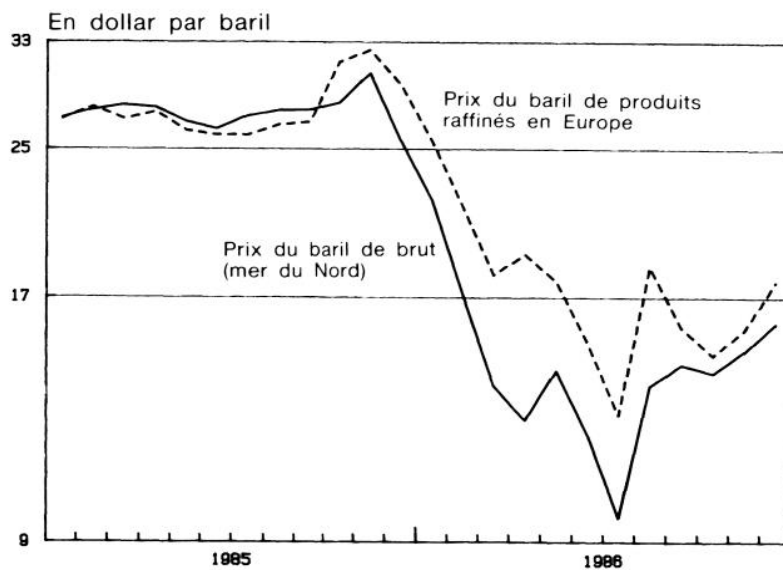
En 1986, l'onde de contre-chocs n'a pas suffi à accélérer la croissance dans l'OCDE

L'année 1986 a été marquée par un bouleversement des principaux prix internationaux. La baisse du prix du pétrole, en accentuant les processus de désinflation dans les pays de l'OCDE, a autorisé une nouvelle décade des taux d'intérêt nominaux. La dépréciation du dollar a fortement pesé sur les marges des exportateurs européens et japonais, sans toutefois agir sur les volumes échangés avec les Etats-Unis. Les gains de termes de l'échange se sont rapidement diffusés dans les économies bénéficiaires de la baisse du prix du pétrole, stimulant la demande intérieure, tout particulièrement la consommation privée. Cette reprise de la demande intérieure n'a pourtant eu que des effets limités sur l'activité des principaux pays industrialisés. L'effondrement des importations des pays en développement d'une part, les gains de parts de marché considérables des nouveaux pays industrialisés d'autre part ont empêché toute accélération de la croissance économique de l'OCDE, qui est revenue à 2,5 % en 1986, après 3 % en 1985.

L'environnement extérieur des pays industrialisés a été bouleversé en 1986

La baisse du prix du pétrole a permis aux pays du Golfe de redresser leurs parts de marché

En 1986 le prix de marché du pétrole s'est établi à 14,4 dollars le baril en moyenne, soit une baisse de 48 % par rapport à 1985. Cet effondrement du prix du brut s'est répercuté sur les prix des produits raffinés à raison de 85 %, le prix moyen du baril raffiné en Europe chutant de 30 dollars en 1985 à 17,5 en 1986. Compte tenu de la dépréciation du dollar vis-à-vis des principales devises, les baisses des prix des produits pétroliers hors taxes sont encore plus marquées en dehors des Etats-Unis, allant de 54 % en Italie à 59 % au Japon.



1. Prix du brut et prix des produits raffinés 1985-1986

Sources : Prix spot sur le marché de Rotterdam et AIE. L'écart entre les deux courbes fournit une illustration de l'évolution des marges prélevées par le secteur du raffinage.

Malgré l'accroissement des prélèvements fiscaux sur les produits pétroliers (cf. ci-dessous), la reprise de la consommation de pétrole brut de la zone OCDE a été significative en 1986, atteignant 2,5 %, soit un chiffre nettement supérieur à celui attendu par l'OCDE dans ses perspectives économiques de mai (+ 1,1 %) et légèrement en deçà de nos propres prévisions (+ 3 %) présentées dans la revue de juillet 1986 ⁽¹⁾. L'équilibre du marché pétrolier s'est réalisé dans des conditions sensiblement différentes de celles qui étaient prévues en début d'année. La guerre des prix, initiée par les pays du Golfe à l'automne 1985 et entérinée par l'OPEP le 9 décembre 1985 en tant que stratégie de reconquête du marché, s'est prolongée au-delà du premier trimestre 1986. La production des pays membres de l'organisation, qui s'était stabilisée autour de 17,5 millions de barils par jours (mbj) entre octobre 1985 et mars 1986 au lieu de 15 mbj au cours des six mois précédents, s'est de nouveau fortement accrue à partir d'avril s'élevant à 21 mbj en août 1986. Quatre Etats, l'Arabie Saoudite et ses trois alliés du Golfe (Koweït, Emirats arabes unis et Qatar) sont à l'origine de 80 % de l'accroissement de la production de l'OPEP au cours des douze mois précédant l'accord d'août 1986 qui prévoyait le rétablissement du plafonnement et de la répartition de la production selon les quotas définis en octobre 1984.

Cet afflux massif de pétrole du Golfe sur le marché aux deuxième et troisième trimestres 1986 n'a pu être écoulé qu'avec des rabais supplémentaires. Les prix sont ainsi tombés de 15 dollars le baril à la mi-avril à 8,50 dollars à la mi-juillet. Les compagnies et les gouvernements en ont profité pour reconstituer leurs stocks. Exprimés en nombre de jours de consommation, ceux-ci sont passés, selon l'AIE, de 93 jours à la fin du troisième trimestre 1985 à 100 jours un an plus tard, s'approchant ainsi de leur niveau record d'octobre 1982 (103 jours).

(1) Cf. J. Adda, « La baisse du prix du pétrole : quelles perspectives pour l'OPEP, quelles retombées pour le Tiers Monde », Revue de l'OFCE, n° 16, juillet 1986.

1. L'équilibre du marché pétrolier en 1985 et 1986 ^(a)

En millions de barils par jour

	1985				1986				1984	1985	1986
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Consommation OCDE	35,7	32,3	33,2	34,9	35,5	33,9	34,3	35,6	34,5	34,0	34,8
Production OCDE	17,2	17,0	17,1	17,2	17,5	16,6	16,9	16,8	16,6	17,1	16,9
Variations de stocks											
OCDE	- 2,1	0,7	- 0,2	0,7	- 1,1	1,2	2,3	- 1,0	0,2	- 0,2	0,3
Gains de transformation .	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Importations nettes OCDE	15,4	15,0	14,9	17,4	15,9	17,5	18,7	16,8	17,1	15,7	17,2
Exportations nettes OPEP	14,3	13,0	12,9	15,6	15,3	15,9	17,4	15,4	15,3	14,0	16,0
Exportations nettes PEC ^(b)	0,9	1,7	2,1	1,6	1,2	2,0	2,4	1,8	1,9	1,6	1,9
Importations nettes autres											
PED	0,1	- 0,1	- 0,1	- 0,2	0,2	0	- 0,1	- 0,3	0,2	- 0,1	0
Résidu ^(c)	- 0,3	- 0,2	0,2	0	0,4	0,4	1,2	0,7	- 0,1	0	0,7

Source : Agence internationale de l'énergie.

(a) Y compris le gaz naturel liquide.

(b) Pays à économie centralisée.

(c) Cette ligne, calculée comme solde des exportations et importations mondiales, variations de stocks de l'OCDE incluses, comprend les variations de stocks hors OCDE, les variations des stocks en mer et les erreurs statistiques.

L'analyse de l'équilibre du marché permet de mieux cerner le partage du surcroît d'offre de pétrole OPEP entre consommation et variations de stocks en 1986. Au premier trimestre, l'augmentation de l'offre globale, qui n'est pas le seul fait de l'OPEP, s'est accompagnée d'un déstockage nettement moins important qu'à la même époque de l'année précédente, la consommation de l'OCDE ne progressant guère. Aux deuxième et troisième trimestres 1986 la situation se modifie substantiellement. L'accroissement de l'offre globale est dû intégralement à la progression des ventes de l'OPEP et tout particulièrement des pays du Golfe. Cette offre est absorbée pour un tiers par l'augmentation de la consommation de l'OCDE, un tiers encore par le gonflement des stocks de l'OCDE, un dixième par des réductions de l'offre non OPEP et un cinquième par des variations positives de stocks hors OCDE ⁽²⁾.

En rétablissant, à l'exclusion de l'Irak, les quotas abandonnés à la fin de 1985, l'accord signé à Genève le 24 août 1986 et prorogé pour deux mois à la fin octobre ⁽³⁾ retirait 2 mbj du marché. Dans le même temps la consommation de l'OCDE continuait à progresser, tant sous l'effet des variations saisonnières que de la baisse des prix, tandis que l'offre non OPEP se contractait. Globalement et hors variations de stocks le marché est passé d'un excès d'offre de 3,5 mbj au troisième trimestre 1986 à un excès de demande de 0,3 mbj au quatrième trimestre, l'essentiel de l'ajustement s'opérant par un dégonflement des stocks de l'OCDE, qui revenaient en fin d'année à 96 jours de consommation. C'est ce retournement brutal, correctement interprété par les

(2) Ce dernier poste est toutefois moins significatif dans la mesure où il inclut les variations de stocks détenus sur mer et les erreurs statistiques.

(3) En octobre 1986 les pays de l'OPEP, à l'exclusion de l'Irak, se mettaient d'accord pour un léger relèvement du plafond de production de 0,24 mbj par rapport au niveau décidé en août 1986. Ce relèvement a permis de satisfaire les demandes pressantes des petits producteurs de l'organisation (Gabon, Equateur) ainsi que du Koweït et dans une moindre mesure du Qatar (cf. tableau dans la seconde partie).

opérateurs dès le mois d'août et annoncé dans les parutions de juillet et d'octobre de cette revue ⁽⁴⁾, qui explique le retour des prix à des niveaux davantage compatibles avec les conditions de l'équilibre à moyen terme. Les obstacles politiques au redressement des prix étant levés côté saoudien avec le départ de Cheikh Yamani à la fin octobre, l'accord du 20 décembre 1986 est venu jeter les bases d'une plus grande stabilité du marché dans des termes en principe satisfaisants pour les principales parties intéressées. Sur l'ensemble de l'année 1986 la production de brut de l'OPEP progresse finalement de 2 mbj soit +12,5 % par rapport à 1985. Sa part dans la production de pétrole du monde non communiste, qui était tombée de 65 % en 1973 à 57 % en 1980 et 38 % en 1985, se redresse à 41 % en 1986. Et surtout, l'objectif de porter le prix à 18 dollars le baril, atteint dès les premiers jours de janvier 1987, ne semble pas de nature à compromettre le regain de compétitivité du pétrole par rapport aux autres sources d'énergie. Résultats essentiels pour le succès de la stratégie saoudienne à moyen terme, les coupes extrêmement brutales opérées dans les budgets d'exploration des grandes compagnies pétrolières ⁽⁵⁾ risquent de peser fortement sur la production non OPEP au cours des prochaines années, alors même que le déclin de la production américaine semble bien entamé (- 8 % de décembre 1985 à décembre 1986).

La réduction de la facture pétrolière de l'OCDE...

Les gains de termes de l'échange des pays de l'OCDE provenant de la seule baisse du prix du pétrole ont été considérables en 1986. Pour l'ensemble de la zone ces gains représentent 0,6 % du PIB, soit, à volume d'importations nettes constant, 70 milliards de dollars. L'augmentation des volumes importés par l'OCDE en 1986 (+ 10 %) à des fins de stockage ou de consommation a amputé ces gains d'un neuvième.

2. Les gains de termes de l'échange résultant de la baisse du prix du pétrole en 1986

En pour-cent du PNB

	Etats-Unis	Japon	RFA	France	Italie	Royaume-Uni
En dollars	0,39	1,37	1,57	1,42	1,99	- 1,02
En monnaies nationales	0,39	1,95	2,13	1,83	2,53	- 1,16
Effets des variations des taux de change	0	+ 0,58	+ 0,56	+ 0,41	+ 0,54	- 0,14
Pour mémoire : variations du taux de change vis-à-vis du dollar, en %	0	+ 42,1	+ 35,4	+ 29,7	+ 28,3	+ 13,3

Sources : OCDE, Perspectives économiques et Comptes nationaux, calculs OFCE.

(4) Cf. département des diagnostics, « La croissance entrevue », Revue de l'OFCE, n° 17, octobre 1986.

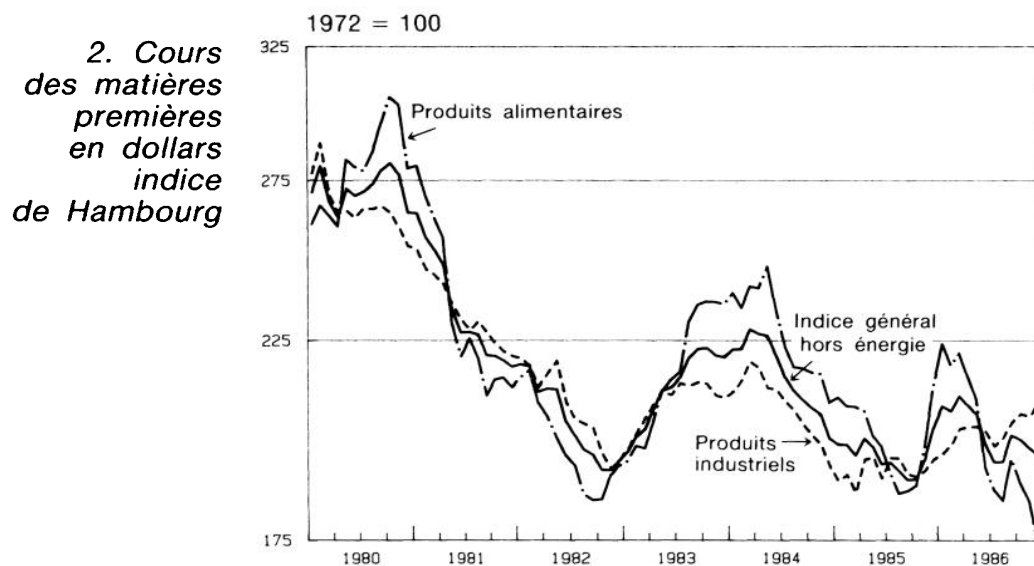
(5) Selon Eurofinance les dépenses d'exploration et de développement programmées pour 1986 par les quinze principales compagnies pétrolières auraient été réduites dès le premier semestre de 20 % en dollars courants par rapport à 1985. Ces coupes affectent surtout les dépenses prévues sur le territoire américain (- 30 %) (Agefi du 14 août 1986).

Parmi les grands pays de l'OCDE l'Italie, la RFA, la France et le Japon sont les principaux bénéficiaires. L'Italie réalise un gain d'autant plus important que ses efforts en matière d'économie d'énergie ont été faibles au cours des dix dernières années. Elle compense ainsi le surcroît de volumes importés précédemment en raison du laxisme de sa politique énergétique. Pour ces quatre pays les gains consécutifs à la baisse du prix du pétrole en dollars ont été amplifiés par l'appréciation de leurs monnaies vis-à-vis de la devise américaine.

Le cas des Etats-Unis est différent. Les importations, qui couvraient le tiers de la consommation intérieure en 1985, ont progressé de 30 % en volume en 1986 en raison d'un stockage important et de la baisse de la production nationale. L'effet potentiel de la baisse du prix du pétrole sur la balance commerciale (0,39 % du PNB à volume d'importation constant) a ainsi été amputé d'un tiers, la réduction de la facture pétrolière n'atteignant que 10 milliards de dollars, soit 0,25 % du PNB. Encore ceci ne tient-il pas compte de l'effet de la baisse des prix sur les recettes d'exportation américaines de produits raffinés et de gaz.

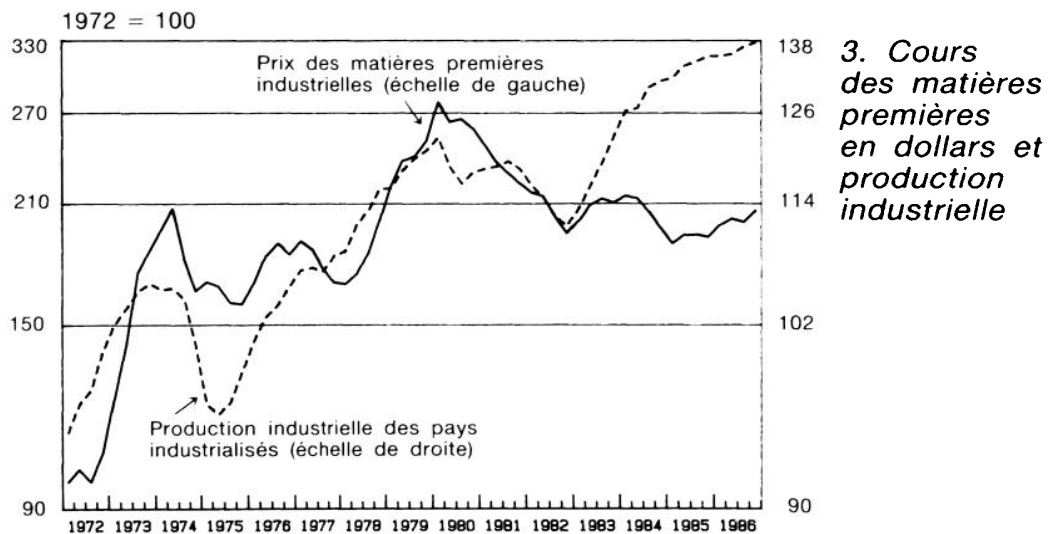
...s'est accompagnée de gains importants sur les termes de l'échange non pétroliers

Les cours des matières premières exprimés en dollars ont connu une évolution très heurtée en 1986. Les prix des produits destinés à l'industrie — métaux non ferreux, matières premières d'origine agricole — se sont redressés, progressant de 5 % en moyenne annuelle. Les prix des produits alimentaires et boissons, qui avaient connu une forte hausse entre novembre 1985 et janvier 1986 à la suite d'importants mouvements spéculatifs sur le café et le sucre, ont repris dès le mois d'avril leur chute, revenant en décembre à leur plus bas niveau depuis janvier 1976.



Source : HWWA.

Après le fort repli intervenu en 1985 (- 10 %) la progression de l'indice général hors énergie n'aura été finalement que de 3 % en 1986, chiffre extrêmement modeste si on le rapporte à l'ampleur de la dépréciation du dollar au cours des deux dernières années. Cette évolution traduit une double déconnection des conditions de l'offre et de la demande par rapport aux mouvements des prix internationaux. La demande, traditionnellement peu sensible aux prix en ce qui concerne les produits alimentaires et les boissons, est de plus en plus affectée par le déclin des consommations unitaires de métaux et de produits bruts d'origine agricole par l'industrie.



Sources : HWWA, FMI, calculs OFCE.

L'élasticité-prix de l'offre mondiale de matières premières tend par ailleurs à devenir négative du fait des besoins souvent vitaux en devises fortes d'un nombre croissant de pays producteurs du monde en développement mais aussi du monde industrialisé. Face à la baisse des cours en dollars, ces pays sont amenés à dévaluer leurs monnaies par rapport au dollar pour préserver la rentabilité de leur production, voire même compenser la baisse des valeurs unitaires à l'exportation par un accroissement des volumes exportés.

3. Les politiques de change de certains exportateurs de matières premières entre le premier trimestre 1985 et le troisième trimestre 1986

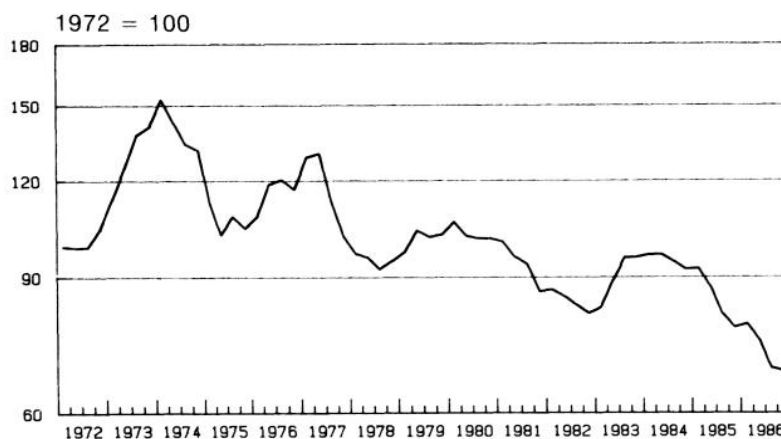
	Dépréciation du taux de change vis-à-vis du dollar US	Variation des prix à la consommation	Part des matières premières ^(a) dans les exportations
Australie	21 %	13 %	61 %
Afrique du Sud	22 %	28 %	75 %
Brésil	268 %	298 %	56 %
Chili	110 %	33 %	90 %
Malaisie	3,5 %	1,5 %	48 %
Zaïre	36 %	72 %	92 %

Sources : FMI, Statistiques financières internationales et ONU, Yearbook of International Trade Statistics, calculs OFCE.

(a) Hors énergie, chiffres de 1983.

L'absence de compensation entre les prix en dollars des matières premières et la dépréciation de la devise américaine se traduit par des gains importants de termes de l'échange — hors pétrole — de l'OCDE vis-à-vis du reste du monde. Résultat de la baisse du dollar, le prix des exportations de produits manufacturés des pays industrialisés exprimé en dollar a progressé de 20 % en 1986 malgré les efforts de compression de marge des exportateurs européens et japonais (cf. infra). Le pouvoir d'achat des matières premières en termes de produits manufacturés s'est donc encore détérioré l'an passé, contribuant ainsi au gonflement des excédents commerciaux des pays européens et du Japon et à l'accentuation des difficultés de la plupart des pays du Tiers Monde.

4. Pouvoir d'achat des matières premières en produits manufacturés ^(a)



Sources : HWWA, OCDE Série A, calculs OFCE.

(a) Cours des matières premières en dollars divisé par le prix des exportations de produits manufacturés des pays industrialisés en dollars.

...et d'une forte contraction de la demande extérieure adressée à l'OCDE

Les baisses conjuguées du prix du pétrole et du pouvoir d'achat des matières premières en produits manufacturés ont eu un impact fortement dépressif sur les importations de l'OPEP, des autres régions en développement et du COMECON en 1986. La contraction des capacités d'importations de ces zones a fait contrepoids à la reprise de la demande intérieure de l'Europe et du Japon, bloquant toute reprise du commerce mondial de produits manufacturés.

La baisse des recettes d'exportations de pétrole de l'OPEP a atteint 55 milliards de dollars sur l'ensemble de l'année 1986. Compte tenu de la monopolisation par les pays du Golfe (hors Irak-Iran) des gains de parts de marché de l'organisation, les pertes pour ces quatre Etats (Arabie Saoudite, Emirats arabes unis, Koweït et Qatar) ont été limitées à 15 milliards environ, contre 40 milliards pour les neuf autres Etats membres. Ces pertes ont été financées pour partie par des réductions d'avoirs auprès du système bancaire international. Au cours des neuf premiers mois de l'année 1986 les pays de l'OPEP ont tiré sur leurs dépôts 17,3 milliards de dollars (dont 9,1 pour les quatre pays du Golfe

sus-mentionnés), soit 11 % de l'encours de leurs avoirs bruts auprès des banques déclarantes à la BRI (tableau 5). Si les réductions de transferts nets (aide aux pays en développement, renvois de travailleurs immigrés...) et la promotion des exportations non traditionnelles ⁽⁶⁾ ont également permis d'amortir le contre-choc pétrolier, surtout dans les pays du Golfe, l'essentiel de l'ajustement a toutefois porté sur les volumes d'importation de produits manufacturés, qui ont baissé d'un quart en 1986, revenant à leur plus bas niveau depuis 1974.

La baisse des importations industrielles en provenance de l'OCDE aura aussi été sévère dans les pays du COMECON, dont les recettes d'exportations en devises fortes proviennent pour moitié du pétrole et pour les deux tiers de produits de base. Ces importations, qui avaient doublé en volume entre 1972 et 1975, aux plus beaux jours de la détente, n'ont cessé de décliner au rythme moyen de 4 % par an depuis 1976 (12 % pour la seule année 1986).

4. Les importations de produits manufacturés des régions en développement et des pays de l'Est en volume

Variations cvs en pour-cent (sauf mention contraire)

	Afrique (a) (b)	Amérique Latine (a)	Extrême- Orient (a)	OPEP	PED hors OPEP	Total PED	COMECON
1 ^{er} semestre 1986/ 2 ^e semestre 1985	- 12	- 7,6	- 7	- 11,8	- 8,9	- 9,5	- 7,2
2 ^e semestre 1986/ 1 ^{er} semestre 1986	- 4,8	- 0,1	+ 7,9	- 19,0	+ 1,7	- 3,6	- 7,9
Moyenne 1986/1985	- 16,6	- 10,5	- 6,6	- 24,2	- 10,7	- 14,2	- 12
Evolution 1986/1981	- 24	- 32,8	+ 24,8	- 51,1	- 12,4	- 23,6	- 15,1
Niveau en 1986, 1972 = 100	116,8	124,1	283,5	194,1	172,8	177,3	167,1

Sources : OCDE série A, calculs et estimations OFCE.

(a) Hors OPEP.

(b) Hors Afrique du Sud.

La contraction en moyenne annuelle des importations des autres régions en développement (les pays de l'OPEP étant exclus de chacune d'entre elles) a surpris de nombreux observateurs, qui ont surestimé du même coup les marges de progression du commerce mondial de produits manufacturés en 1986. Nous avons pour notre part dans nos chroniques d'avril et d'octobre ⁽⁷⁾ ainsi que dans la revue de juillet, annoncé et analysé les raisons de cette évolution :

- Hors OPEP les pays en développement sont passés en quinze ans d'une position d'importateurs nets de pétrole à une position d'équilibre de leurs échanges pétroliers (tableau 1). Globalement les exportations nettes de l'Afrique et de l'Amérique Latine équilibrent les importations nettes de l'Asie. Pour de nombreux pays la dépendance à l'égard des

(6) A titre d'exemple les exportations industrielles de l'Arabie Saoudite auraient atteint 6 milliards de dollars en 1986 à la suite d'une percée spectaculaire sur les marchés des produits pétrochimiques et des engrais (*Agéfi* du 19 janvier 1987).

(7) Cf. département des diagnostics, « L'onde de contre-chocs », Revue de l'OFCE, n° 15, avril 1986, ainsi que « La croissance entrevue », Revue de l'OFCE, n° 17, octobre 1986 et J. Adda (1986), op. cité.

importations de pétrole s'est mue en une situation de dépendance à l'égard des exportations de pétrole comme en témoigne la création le 26 janvier dernier de l'Association africaine des producteurs de pétrole qui regroupe les quatre pays africains de l'OPEP (Nigéria, Libye, Algérie, Gabon), l'Angola, le Bénin, le Cameroun, le Congo et l'Egypte.

- Les contraintes de balance des paiements et l'approfondissement des politiques de substitution d'importations sont à l'origine d'une asymétrie des comportements des pays bénéficiaires et des pays victimes de la chute du prix du pétrole. Tandis que les premiers étaient contraints d'affecter une partie des sommes ainsi libérées au service de leur dette et à la reconstitution de leurs réserves de change, les seconds ont dû, en l'absence de nouveaux financements extérieurs suffisants (cf infra), faire porter l'essentiel de l'ajustement sur leurs importations de produits manufacturés.

- L'évolution très négative des termes de l'échange non pétroliers pour les pays fortement exportateurs de matières premières a pesé fortement sur le volume de leurs importations (cf. supra).

- Le plan Baker, présenté à l'automne 1985, qui visait à favoriser une reprise conjointe de la croissance économique et des financements extérieurs nets dans les pays les plus endettés, s'est avéré, comme on pouvait s'y attendre, parfaitement inopérant. Seul résultat tangible, un plan de sauvetage de l'économie mexicaine a de nouveau été élaboré et approuvé par les banques négociatrices en septembre 1986. Les 7,7 milliards de dollars de nouveaux crédits n'ont toutefois pas encore été intégralement souscrits par l'ensemble des banques créditrices le 20 mars 1987. Or l'accord de toutes les banques est nécessaire pour que le Mexique puisse recevoir les crédits en question.

Pendant les neuf premiers mois de 1986 les avoirs bancaires nets des remboursements vis-à-vis des PVD non membres de l'OPEP ont baissé de 4,6 milliards de dollars, alors qu'ils avaient progressé de 5,5 milliards au cours de la même période de 1985.

5. Avoirs et engagements des banques déclarantes à la BRI

Flux à taux de change constants de fin de trimestre, en milliards de dollars

	Avoirs bancaires			Engagements bancaires		
	9 mois 1985	9 mois 1986	Stocks fin septembre 1986	9 mois 1986	9 mois 1986	Stock fin septembre 1986
Pays industrialisés	49,3	109	1 100	53	105,3	1 245
Europe de l'Est	4,2	3,1	71	0,9	— 1,7	28
OPEP	— 1,4	— 1,1	115	1,9	— 17,3	148
PED hors OPEP	5,5	— 4,6	360	0,8	4,1	188
dont : — Amérique Latine ..	0,2	— 3,1	220	— 0,2	— 1,2	69
— Afrique	0,2	— 0,2	23	1,0	— 0,3	13
— Asie	6,0	— 0,1	101	1,0	6,6	84
Total PED	4,1	— 5,7	475	2,7	— 13,2	336
Total	60	110	1 710	60	110	1 710

Sources : BRI, Evolution de l'activité bancaire internationale, janvier 1987.

Vis-à-vis des quinze pays visés par le plan Baker ⁽⁸⁾ les concours des banques commerciales, qui devaient augmenter de 20 milliards de dollars entre 1986 et 1988, ont diminué de 3,5 milliards de dollars pendant les neuf premiers mois de 1986, compensant pour plus de moitié les gains résultant de la baisse des taux d'intérêt internationaux sur la même période ⁽⁹⁾.

La contraction du volume des importations de produits manufacturés des PED hors OPEP n'a cependant pas été uniforme. En outre les moyennes annuelles, toutes négatives, dissimulent la reprise intervenue au second semestre 1986 : tandis que les importations de l'Amérique Latine se stabilisaient, sous l'effet notamment du boom de la demande au Brésil, celles de l'Extrême-Orient, qui avaient fortement baissé entre le premier trimestre 1985 et le premier trimestre 1986 (– 15 % en volume) se sont nettement redressées. La très vigoureuse croissance économique des nouveaux pays industrialisés d'Asie (à l'exception de Singapour) en 1986, sous le triple effet de la baisse du prix du pétrole, de la baisse des taux d'intérêt internationaux et de la montée du yen, est à l'origine de ce phénomène. L'effet de cette reprise, très localisée, sur la demande adressée aux pays de l'OCDE a été très différencié en fonction de la structure géographique des exportations de ces pays vers les PED.

6. Poids des régions en développement et des pays de l'Est dans les exportations totales en 1985

En pour-cent du total des exportations totales

	Afrique hors OPEP	Amérique Latine hors OPEP	Extrême-Orient hors OPEP	Total PED hors OPEP	OPEP	Total PED	COMECON
France	6,7	3,0	3,8	14,3	7,4	21,7	3,7
Etats-Unis	2,2	12,7	13,0	28,3	5,9	34,2	1,8
RFA	1,6	1,9	4,3	8,4	4,7	13,1	5,3
Japon	1,4	4,1	25,1	31,4	7,5	38,9	2,0
Royaume-Uni	2,3	1,6	5,5	10,8	6,6	17,4	2,1
Italie	3,3	1,8	3,5	10,0	9,3	19,3	5,3
Total OCDE	2,3	4,1	8,6	15,8	5,7	21,5	3,4

Source : Statistiques mensuelles du commerce extérieur de l'OCDE, calculs OFCE.

La RFA et le Royaume-Uni sont, des six pays de l'OCDE considérés, ceux qui sont les moins touchés *a priori* par la baisse de la demande d'importation des PED, appréhendée ici par le total des exportations de l'OCDE. Le Tiers Monde n'entre en effet que pour 13 et 17 % dans leurs exportations, contre 34 et 39 % pour les Etats-Unis et le Japon. Le dynamisme sur longue période, mais aussi au cours des tous der-

(8) Argentine, Bolivie, Brésil, Chili, Colombie, Equateur, Mexique, Pérou, Uruguay, Vénézuéla, Côte d'Ivoire, Maroc, Nigéria, Indonésie, Yougoslavie.

(9) Sur les neuf premiers mois de 1986, la baisse des taux d'intérêt sur le marché de l'eurodollar (Libor à six mois) a été de 2 points en moyenne. Un point de baisse représente une économie de trois milliards de dollars sur les versements nets d'intérêt des quinze pays du plan Baker, cf. J. Adda, op. cité.

niers mois, de la demande de l'Extrême-Orient profite principalement au Japon, qui y écoule le quart de ses exportations, et aux Etats-Unis. Les pays européens sont remarquablement discrets sur ces marchés ⁽¹⁰⁾.

Dans ses exportations vers les PED, qui au total n'excèdent pas en pourcentage la moyenne des pays de l'OCDE, la France est particulièrement tournée vers le continent africain et, à un moindre degré, vers les pays de l'OPEP ⁽¹¹⁾. Elle subit donc fortement les effets de l'effondrement des importations de ces deux zones.

On peut estimer la perte de débouchés qui résulte pour l'OCDE de la contraction de la demande d'importations de produits manufacturés du reste du monde en calculant ce qu'aurait été — toutes choses égales d'ailleurs et notamment les prix — cette demande en 1986 si le volume des importations n'avait pas été réduit et en rapportant cette somme à la valeur observée de ces importations en 1986. Sur l'ensemble des marchés du Tiers Monde le manque à gagner pour l'OCDE s'élève à 46 milliards de dollars, auxquels s'ajoutent 6 milliards de manque à gagner sur les marchés du COMECON. Si l'on se rappelle que les gains pour l'OCDE provenant, à volumes d'importations constants, de la baisse du prix du pétrole ont atteint 70 milliards de dollars l'an passé (cf. infra), cela donne une idée de l'ampleur de la compensation qui a pu jouer entre ces deux phénomènes, intimement liés.

Fuites internes et attentisme des agents ont contrarié la reprise de la demande intérieure dans l'OCDE

La demande intérieure de l'OCDE a augmenté de 3,5 % en 1986. Ce résultat, s'il est légèrement supérieur à celui de 1985 (3,1 %), n'en paraît pas moins modeste au regard de l'injection considérable de pouvoir d'achat qu'a constitué la baisse du prix du pétrole et des attentes de reprise vigoureuse qu'elle avait suscitées. En fait le jeu des enchaînements vertueux de type keynésien a été entravé en ce qui concerne la formation de la demande par trois éléments : une partie des gains de termes de l'échange a été confisquée par les compagnies pétrolières et les gouvernements ; les politiques économiques des pays de l'OCDE considérés globalement n'ont guère fait qu'accompagner les mouvements spontanés des économies, sans tenter de les accentuer ni de les infléchir ; les comportements d'épargne, fortement perturbés par l'évolution des prix, ont freiné, en Europe surtout, la reprise de la consommation et de l'investissement.

(10) Cf. M. Fouet : « Les nouveaux pays industrialisés asiatiques : une chance pour la France ? », Lettre de l'OFCE n° 34, avril 1986.

(11) Des coefficients de spécialisation géographique peuvent être calculés simplement à partir du tableau 10 en rapportant les parts des différentes zones dans les exportations des pays à leurs parts dans les exportations de l'OCDE. Ces coefficients sont de 3 pour la France en Afrique et pour le Japon en Extrême-Orient...

La « manne pétrolière » a été en partie confisquée par les raffineurs et les gouvernements

La baisse du prix du pétrole n'a pas été intégralement répercutée au profit des utilisateurs finaux d'énergie d'origine pétrolière. Le gonflement des marges des compagnies pétrolières, notamment en début d'année, a déjà été signalé dans cette chronique (graphique 1).

7. Evolution des prix des produits pétroliers hors taxes en monnaies nationales

Août 1985 = 100

		France	RFA	Italie	Royaume-Uni	Japon	Etats-Unis
Essence ^(a)	Août 1986	51,4	53,3	47,7	53,4	75,8	61,8
	Janvier 1987 . . .	53,0	55,8	50,3	71,4	61,8	58,6
Diesel	Août 1986	55,9	58	52,4	57,1	nd	—
	Janvier 1987 . . .	58,6	63,4	52,9	67,1	nd	—
Fuel domestique	Août 1986	51,4	44,6	49,4	48,1	84	72
	Janvier 1987 . . .	67,2	58,4	52,9	74,1	54,6	73,9
Fuel lourd	Août 1986	43,8	38,7	31	33,6	60,9	49,9
	Janvier 1987 . . .	59,7	59,9	47,1	71,6	39,1	67,1
Prix du brut	Août 1986	38,6	36,2	37,3	46,0	31,8	48,9
	Janvier 1987 . . .	48,4	44,6	46,9	61,5	43,6	66,7

Sources : AIE, Oil Market Report, calculs OFCE.

(a) Super sauf aux Etats-Unis et au Japon.

Compte tenu de l'évolution du prix du brut en monnaies nationales, les prix des produits pétroliers hors taxes sont restés particulièrement élevés au Japon au cours de la phase de baisse des prix (août 1985-août 1986). La répercussion de la baisse de prix du brut a également été imparfaite en France dans le cas des fuels, tant à usage industriel que domestique, et aux Etats-Unis dans le cas du fuel domestique. Elle a en revanche été intégrale ou presque en RFA pour le fuel lourd et au Royaume-Uni pour le fuel domestique. Après août 1986 les prix hors taxes des produits pétroliers ont continué à décliner au Japon et aux Etats-Unis (sauf pour le fuel lourd) en dépit de la remontée des cours du brut. A l'inverse les compagnies européennes, qui avaient mieux répercuté la baisse auparavant, ont augmenté plus que proportionnellement leurs prix du fuel lourd en fin d'année. Les augmentations sur les prix des carburants ont été beaucoup plus modérées.

Outre les compagnies, les gouvernements se sont également approprié une partie des gains de termes de l'échange résultant de la baisse du prix du pétrole. Dans l'ensemble la pression fiscale sur les produits pétroliers est beaucoup plus importante en Europe qu'aux Etats-Unis et au Japon, où elle est pratiquement inexistante, sauf sur l'essence. La part des taxes dans le prix TTC était comprise avant la baisse du prix du pétrole entre 50 et 60 % pour l'essence en Europe, au lieu de 37 %

au Japon et 23 % aux Etats-Unis. Ces taux étaient nettement plus modérés en ce qui concerne les fuels : 4 % à 34 % pour le fuel domestique et 3 % à 12 % pour le fuel lourd en Europe, 0 % aux Etats-Unis et au Japon dans les deux cas. Avec l'Italie, la France est, des grands pays européens, celui qui taxe le plus sa consommation de produits pétroliers et ce pour tous les produits. L'attitude des autres pays est plus sélective : fiscalité généralement forte sur les produits destinés aux ménages et faible pour les produits destinés aux entreprises. Ainsi le fuel domestique fait l'objet d'une taxation deux fois plus forte et le fuel lourd quatre fois plus forte en France qu'en RFA.

Les variations de la fiscalité après août 1985 ont permis de moduler la transmission aux utilisateurs finals de la baisse des prix des produits pétroliers (tableau 8).

8. Répercussion des variations des prix des produits pétroliers hors taxes sur les prix des utilisateurs finals ^(a)

En pour-cent

		France	RFA	Italie	Royaume-Uni	Japon	Etats-Unis
Essence ^(a)	Août 1985-août 1986	99	114	23	97	100	100
	Août 1986-janvier 1987 . . .	467	111	0	114	100	100
Diesel	Août 1985-août 1986	98,4	100	40,7	86,7	nd	—
	Août 1986-janvier 1987 . . .	212	100	365	100	100	—
Fuel domestique	Août 1985-août 1986	116	114	42,5	96,8	100	100
	Août 1986-janvier 1987 . . .	122	113	168	100	100	440
Fuel lourd	Août 1985-août 1986	81,4	100	100	100	100	100
	Août 1986-janvier 1987 . . .	44,0	100	100	100	100	100

Sources : AIE, calculs OFCE.

(a) Part de la variation du prix hors taxes répercutée sur la variation du prix toutes taxes comprises. Le tableau se lit de la façon suivante : en Italie entre août 1985 et août 1986, la diminution du prix de l'essence toutes taxes comprises n'a été égale qu'à 23 % de la diminution du prix de l'essence hors taxes. Le solde correspond au prélèvement fiscal.

(b) Super sauf aux Etats-Unis et au Japon.

Au cours de la première phase de baisse des prix (août 1985-1986) la répercussion s'est dans l'ensemble bien faite, à l'exception notable de l'Italie qui, pour trois produits sur quatre, a prélevé au profit de l'Etat plus de la moitié des ressources ainsi libérées. La France est le seul pays à avoir augmenté sa fiscalité sur le fuel lourd au cours de cette période. La seconde phase de redressement des prix met symétriquement en lumière des phénomènes de « sur-répercussion » des hausses. Ce phénomène est particulièrement net en France dans le cas des carburants et en Italie dans le cas du diesel et du fuel domestique, les hausses des prix taxes incluses étant beaucoup plus importantes que celles des prix hors taxes.

Finalement, entre les prélèvements des Etats et ceux des compagnies, les prix TTC des carburants n'ont baissé que de 5 % (Italie) à 30 % (Etats-Unis) entre août 1985 et août 1986. Les baisses ont été

plus importantes sur le fuel domestique. Elles ont été franchement massives sur le fuel lourd. L'Italie a mené la politique la plus originale en privilégiant la réduction de son déficit budgétaire tout en favorisant la compétitivité de son industrie grâce à une répercussion intégrale de la baisse du prix du brut sur le prix du fuel lourd.

9. Evolution des prix des produits pétroliers toutes taxes comprises en monnaies nationales

Août 1985 = 100

		France	RFA	Italie	Royaume-Uni	Japon	Etats-Unis
Essence ^(a)	Août 1986	81,7	73,1	95,5	79,3	84,8	70,8
	Janvier 1987 . . .	84,2	74,5	95,5	88,7	77,2	70,8
Diesel	Août 1986	75,2	74,7	84,4	78,5	—	—
	Janvier 1987 . . .	78,5	77,9	85,8	84,3	—	—
Fuel domestique	Août 1986	59,4	46,0	85,7	51,8	84,0	72,0
	Janvier 1987 . . .	73,2	59,2	89,6	76,6	54,6	80,5
Fuel lourd	Août 1986	59,6	40,7	33,2	37,4	60,9	49,9
	Janvier 1987 . . .	65,8	61,2	48,7	73,1	39,1	67,1

Sources : AIE, Oil Market Report, calculs OFCE.

(a) Super sauf aux Etats-Unis et au Japon.

Après août 1986 la remontée du prix du brut n'a que peu affecté les prix des carburants, tout au moins jusqu'en janvier 1987. Elle s'est en revanche traduite par des hausses importantes, notamment au Royaume-Uni, des prix du fuel. Seuls l'Italie et le Japon font exception, le premier pays en raison de l'hyper sélectivité de sa fiscalité pétrolière, le second en raison des comportements de marge particuliers de ses compagnies pétrolières.

L'impact des politiques économiques sur l'activité a été dans l'ensemble neutre

Les politiques économiques des grands pays de l'OCDE n'ont guère tenté en 1986 d'accélérer la croissance spontanée résultant des gains de termes de l'échange transmis aux agents privés. Entamés dans la plupart des pays en 1980, les processus de désinflation, qui résultaient jusque là principalement de la décélération des coûts internes, ont été accentués l'an passé par la baisse des prix des produits de base et de l'énergie et — hors Etats-Unis — par la forte dépréciation du dollar. A l'exception de l'Italie, les hausses des prix à la consommation sont revenues, en moyennes annuelles, en dessous de leurs niveaux d'il y a vingt ans, l'indice général des prix à la consommation allant même jusqu'à baisser en moyenne annuelle en RFA, ce qui ne s'était pas vu depuis 1953.

Ces évolutions rapides des prix compliquent singulièrement le jugement que l'on peut porter sur l'évolution des *politiques monétaires*.

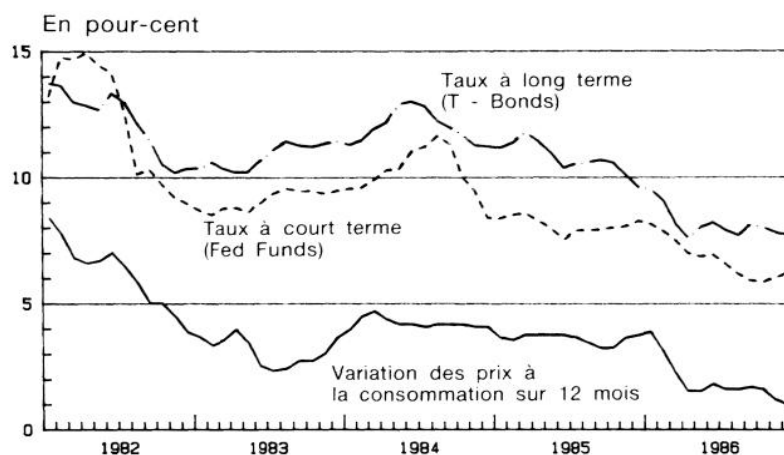
Pour une part en effet, le mouvement attendu de baisse des taux d'intérêt nominaux s'est effectivement produit en 1986, mais cette baisse n'a été ni générale, ni linéaire, ni suffisante pour compenser celle des taux d'inflation :

— ni générale : entre la fin de 1985 et la fin de 1986 les taux à court terme ont baissé de 2 points aux Etats-Unis et au Japon (3 en Italie) ; ils sont restés stables, voire ont légèrement augmenté en RFA et au Royaume-Uni ;

— ni linéaire : l'essentiel des baisses était acquis aux Etats-Unis et au Japon dès le premier semestre 1986, les taux se retendant en fin d'année aux Etats-Unis (graphiques 5 et 6) ;

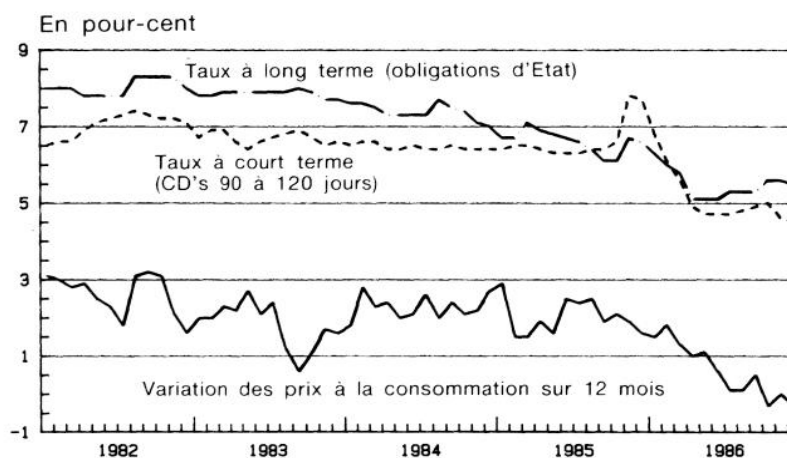
— ni suffisante : la baisse des taux nominaux, dans les pays où elle est intervenue, n'a pas eu l'ampleur du mouvement de désinflation, de sorte que les indicateurs de taux d'intérêt réels mesurés *ex-post* ⁽¹²⁾ se situaient à la fin de 1986 légèrement au dessus de leurs niveaux de la fin de 1985 aux Etats-Unis et au Japon (+ 0,5 point) et très au dessus en RFA (+ 3 points).

5. Taux d'intérêt et prix à la consommation aux Etats-Unis



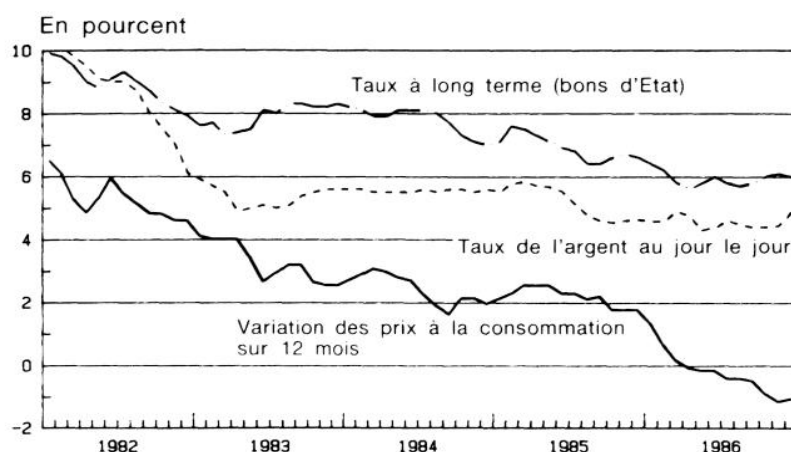
Source : Federal Reserve Board.

6. Taux d'intérêt et prix à la consommation au Japon



Source : Bank of Japan.

(12) On se réfère ici à la différence entre les taux nominaux à court terme et le glissement sur douze mois de l'indice des prix à la consommation.



7. Taux d'intérêt et prix à la consommation en RFA

Source : Bundesbank.

Il convient naturellement de ne pas accorder trop d'importance à ces indicateurs *ex-post*, car ils n'intègrent pas les anticipations inflationnistes des agents. Ces anticipations s'étant probablement redressées en fin d'année avec la remontée du prix du pétrole, il est possible que les taux réels mesurés *ex-ante* n'aient pas été trop affectés par l'arrêt ou le ralentissement de la baisse des taux nominaux au second semestre. Il est en tout état de cause fort peu probable qu'ils aient baissé sur l'ensemble de l'année.

L'évolution des agrégats monétaires tempère sensiblement le jugement négatif qui découle de l'examen des indicateurs de taux d'intérêt. Dans plusieurs pays les agrégats ont eu tendance à sortir des fourchettes de progression qui leur étaient imparties et ce d'autant plus qu'il s'agit d'agrégats restreints (M1 aux Etats-Unis, stock de monnaie Banque centrale en RFA). L'augmentation des taux de liquidité, amorcée en 1981, peut sembler logique en période de baisse des taux d'intérêt et de désinflation. Rapportées aux PIB nominaux les masses monétaires (M2 aux Etats-Unis, M2 plus les certificats de dépôts au Japon, M3 en RFA) ont progressé en glissement sur douze mois de 4,5 % aux Etats-Unis et au Japon et de 2 % en RFA. Ces données sont cependant trop imparfaites pour juger du caractère excessif de la progression des agrégats monétaires et des pressions inflationnistes susceptibles d'en découler. Une première correction doit être apportée pour tenir compte de l'écart positif qui s'est creusé en 1986 (+ 1 point par rapport à 1985) entre les rythmes de croissance de la demande intérieure et du PIB dans l'OCDE (cf. infra). Surtout, l'évolution favorable des termes de l'échange explique souvent ces dérapages apparents des agrégats monétaires. Non anticipée par les agents, la forte baisse des prix en monnaies nationales des produits de base et de l'énergie importés a entraîné un ralentissement plus rapide — voire une baisse — des prix à la consommation par rapport aux prix du PIB ou encore aux prix à la consommation hors énergie et produits alimentaires, ces derniers reflétant mieux l'état des anticipations inflationnistes des agents.

Plus qu'à une préférence accrue pour la liquidité, l'augmentation des taux de liquidité, au moins aux Etats-Unis et en RFA, semble devoir être imputée à une progression non anticipée du pouvoir d'achat des

10. Evolutions du taux de liquidité apparent et du taux de liquidité réel de l'économie

Variations de décembre 1985 à décembre 1986 en pour-cent

	Etats-Unis	Japon	RFA
(1) Masse monétaire ^(a) /PIB nominal	+ 4,5	+ 4,6	+ 2,1
(2) Masse monétaire ^(a) /consommation nominale	+ 3,2	+ 6,6	+ 3,1
(3) Indicateur d'erreurs d'anticipations de prix ^(b)	+ 2,6	+ 0,7	+ 2,6
(4) Indicateur de liquidité réelle de l'économie = (2) - (3) ^(c)	+ 0,6	+ 5,9	+ 0,5

Sources : Séries nationales et calculs OFCE.

(a) M2 aux Etats-Unis, M2 + CD au Japon, M3 en RFA.

(b) Variation du rapport de l'indice général des prix à la consommation hors énergie (Pa) à l'indice des prix à la consommation (Pc) : une variation positive de ce rapport traduit un gain de termes de l'échange mal anticipé par les agents.

(c) Si l'on appelle C la consommation en valeur et M la masse monétaire, l'indicateur de liquidité réelle de l'économie s'écrit $\frac{M/Pa}{C/Pc}$

encaisses détenues par les agents privés. Qu'elle ait alimenté un surcroît d'épargne ou un surcroît de consommation de produits importés (à bas prix en Europe et au Japon), cette progression de la demande apparente d'encaisses réelles peut difficilement être considérée comme inflationniste. Le cas du Japon est différent dans la mesure où, de même qu'en Italie, la baisse du prix de l'énergie n'a été que peu transmise aux ménages. Or précisément ces deux pays sont, des six grands de l'OCDE, les seuls dont les masses monétaires n'aient pas dérapé par rapport aux objectifs annoncés.

Toutefois, si ces effets-prix permettent de rendre compte de façon satisfaisante de l'évolution des taux de liquidité en 1986, il n'en va pas de même pour la demande de crédit à long terme, qui s'exerce essentiellement sur les marchés financiers. Celle-ci est restée soutenue, tout particulièrement aux Etats-Unis où le taux de croissance de la dette à long terme des agents non financiers ne s'est que très légèrement ralenti après les taux records (+ 14 %) enregistrés en 1984 et 1985. Cette croissance rapide, qui a surtout pris la forme d'émission d'obligations, n'apparaît pas dans l'évolution des agrégats monétaires. Elle a contribué à maintenir les taux longs à un niveau élevé l'an passé (graphique 5).

Les politiques budgétaires n'ont guère eu davantage d'effet expansionniste sur l'activité des principales économies en 1986. Selon l'OCDE la variation de la composante structurelle du solde financier des administrations publiques a été nulle en moyenne pour les sept plus grandes économies en 1986. Ce résultat global recouvre en fait des évolutions fort contrastées, la politique budgétaire cessant d'être expansive aux Etats-Unis, tandis qu'elle devenait légèrement dans les grands pays européens, à l'exception notable de l'Italie. Dans ce pays l'augmenta-

tion délibérée de la fiscalité pétrolière a permis une réduction significative du déficit budgétaire après plusieurs années de détérioration. Aux Etats-Unis l'exercice budgétaire de l'année 1986 (1^{er} octobre 1985-30 septembre 1986) s'est soldé par un nouveau déficit fédéral record, de 221 milliards de dollars (212 en 1985) soit 5,2 % du PNB ⁽¹³⁾. En dépit des résolutions qui avaient suivi le vote de la loi Gramm-Rudman-Hollings ⁽¹⁴⁾ qui fixent un objectif de déficit de 172 milliards de dollars pour 1986, la mise en œuvre d'une véritable politique d'assainissement a été une nouvelle fois repoussée. En conséquence la progression de la dette fédérale n'a pu être maîtrisée : celle-ci atteignait 2 130 milliards à la fin de l'exercice fiscal 1986, soit plus de 50 % du PNB américain.

Au Japon le déficit de l'ensemble des administrations publiques est resté proche de 1,5 % du PNB en 1986. Les pouvoirs publics n'ont pas relâché pour autant la politique d'assainissement suivie depuis 1980, en raison de l'importance de la dette accumulée et du poids des intérêts versés (respectivement 68 % et 5 % du PNB). Ainsi le solde financier des administrations publiques serait revenu à - 1 % du PNB si le relèvement des prélèvements sociaux n'avait pas été compensé par un accroissement de la composante conjoncturelle du déficit lié au ralentissement de l'activité économique ⁽¹⁵⁾.

En RFA, bien que toujours orientées dans le sens de la rigueur, les finances publiques ont marqué en 1986, pour la première fois depuis 1981, une pause dans l'effort de la consolidation financière : réduction de l'impôt sur le revenu de 10 milliards de marks en début d'année ; moindre progression des recettes fiscales liée à la baisse des prix ; accélération des dépenses des collectivités locales. A l'inverse l'excédent de la sécurité sociale a fortement progressé en 1986. Au total le besoin de financement des administrations publiques, qui diminuait en termes absolus depuis 1981, se stabilise en 1986 à 20 milliards de marks. L'impact conjoncturel global est resté limité, le jeu négatif des stabilisateurs automatiques compensant les mesures délibérées de soutien de l'activité.

Après une forte reprise, la demande intérieure s'est essouffée en fin d'année dans les principaux pays de l'OCDE

Le palier supplémentaire de désinflation franchi en 1986 s'est traduit par d'importants gains de pouvoir d'achat en Europe, au Japon, mais aussi aux Etats-Unis. Cette amélioration du revenu réel des ménages a permis une reprise vigoureuse de la consommation privée, tout particulièrement en Europe où sa progression était restée modeste au cours des dernières années.

(13) Le besoin de financement de l'ensemble des administrations publiques est resté stable à 3,4 % du PNB en 1986.

(14) Le 11 juillet 1986 la Cour suprême a déclaré inconstitutionnelle la procédure qui prévoyait de donner à un organe législatif — le General Accounting Office — des pouvoirs relevant de l'exécutif. La loi demeure, mais les mesures de réduction des dépenses doivent désormais faire l'objet d'une résolution du Congrès.

(15) D'après les données calculées par l'OCDE et présentées dans ses Perspectives économiques de décembre 1986.

11. Revenu, consommation et épargne des ménages aux Etats-Unis, en RFA et au Royaume-Uni

Variation en volume en pour-cent par rapport à la période précédente, données cvs

		1985				1986				1985	1986
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
Etats-Unis	Consommation ..	0,9	0,9	1,3	0,4	0,9	1,5	1,6	0	3,5	4,1
	RD ^(a)	0,1	2,1	- 0,9	0,7	1,5	1,9	- 0,5	- 0,1	2,2	3,3
	Taux d'épargne ^(b)	5,2	6,5	4,2	4,4	5,0	5,1	2,9	2,7	5,1	3,9
RFA	Consommation ..	0	1,0	2,0	- 0,4	0,5	2,6	0,9	- 0,2	1,8	3,9
	RDB ^(a)	0,3	0,5	1,2	0,3	1,6	1,4	1,5	0,4	1,7	4,5
	Taux d'épargne ^(b)	13,6	12,8	12,1	12,6	13,9	12,5	13,2	13,6	12,8	13,3
Royaume-Uni	Consommation ..	1,2	0,4	2,0	0,8	0,7	1,7	1,6	1,2	3,6	4,9
	RDB ^(a)	- 1,6	1,0	0,2	1,9	0,4	1,0	1,7	0,8	2,9	4,1
	Taux d'épargne ^(b)	11,5	12,0	10,5	11,4	11,1	10,6	10,6	10,3	11,3	10,6

Sources : Bundesbank, US Department of Commerce, CSO et estimations OFCE (T4 1986).

(a) Pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages.

(b) Epargne brute/Revenu disponible brut des ménages (aux Etats-Unis : épargne nette/revenu disponible net).

Le profil de cette reprise n'est toutefois pas conforme à ce qui était attendu en début d'année. Au lieu de s'accélérer progressivement à partir du second semestre 1986, la consommation des ménages s'est, dans l'ensemble, fortement accrue dès le second trimestre ; elle s'est dans certains pays — Etats-Unis, Japon — maintenue au troisième trimestre ; elle s'est partout essoufflée en fin d'année. Les conditions dans lesquelles cette reprise est intervenue ne sont pas les mêmes dans les trois zones.

Aux Etats-Unis, malgré les gains de pouvoir d'achat, le boom de la consommation observé depuis 1983 n'a pu se poursuivre en 1986 qu'au prix d'une nouvelle réduction du taux d'épargne des ménages, qui est tombé en fin d'année à un niveau exceptionnellement bas : 2,5 % au quatrième trimestre (et 1,3 % seulement en décembre). L'anticipation des effets de la réforme fiscale, qui entre en vigueur le 1^{er} janvier 1987 et qui prévoit entre autres choses la suppression progressive de la déductibilité fiscale des intérêts versés sur les crédits à la consommation, est pour beaucoup dans le maintien d'un rythme d'achat aussi rapide jusqu'au troisième trimestre. Le niveau record atteint par l'encours des crédits à la consommation et l'épuisement des réserves d'épargne expliquent probablement la stabilisation intervenue au quatrième trimestre 1986.

La consommation privée est restée soutenue au Japon l'an passé (+ 3 %) mais sans s'accélérer véritablement par rapport au rythme de croissance des années antérieures. De même qu'aux Etats-Unis, un net ralentissement est intervenu au dernier trimestre. En Europe, en revanche, la progression de la consommation a été spectaculaire en milieu d'année, de sorte que le rythme annuel moyen de croissance a été en 1986 le plus élevé depuis 1978 (4 % environ). Les cas de la RFA et du Royaume-Uni sont significatifs. En RFA les gains de pouvoir d'achat, accentués par l'application de la première tranche du programme de réduction d'impôts, ont entraîné au premier trimestre un

gonflement involontaire du taux d'épargne des ménages, qui a atteint 13,9 % au lieu de 12,6 % à la fin de 1985. La consommation privée a immédiatement suivi, avec une progression de 2,6 % au deuxième trimestre, deux fois plus rapide que celle du revenu disponible brut, de sorte que sur l'ensemble du premier semestre, revenus et consommation auront connu une progression identique. Le taux d'épargne des ménages s'est ensuite stabilisé au second semestre autour de 13,5 %, tandis que les dépenses de consommation se ralentissaient et déclinaient même en fin d'année. La moindre croissance du revenu disponible brut et l'inflexion de la conjoncture allemande dans les derniers mois de 1986 ne sont probablement pas étrangers à cette plus grande prudence des consommateurs allemands.

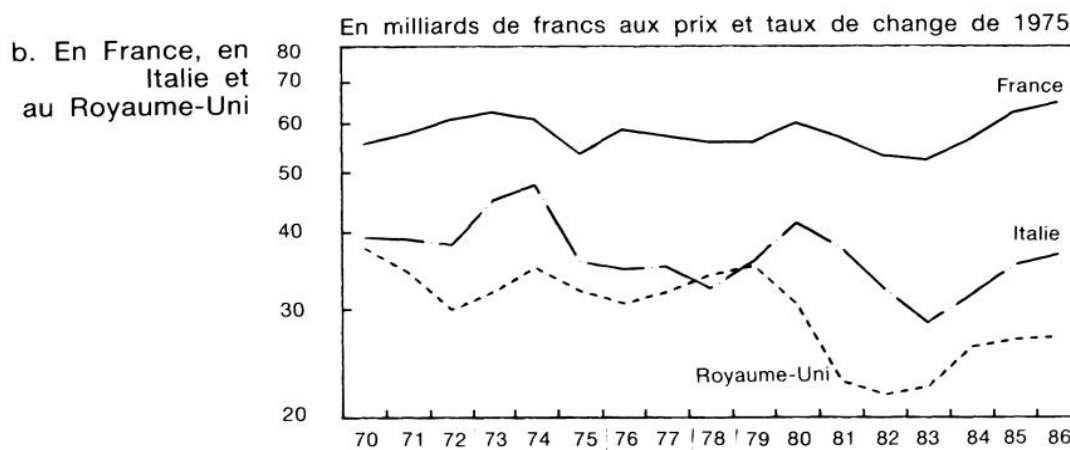
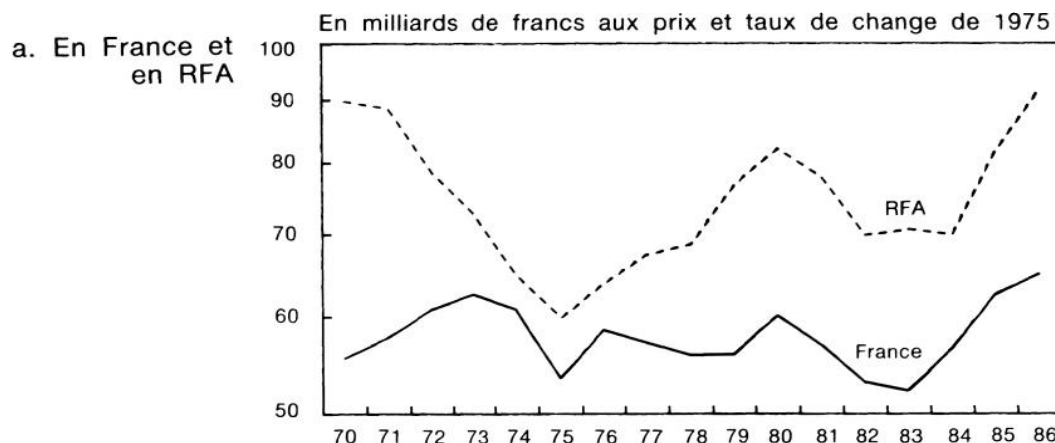
Au Royaume-Uni la croissance du revenu réel disponible des ménages, déjà soutenue les deux années précédentes, a été particulièrement forte en 1986 (4 % environ). Elle a résulté d'augmentations de salaires encore élevées, d'une progression rapide des revenus des entrepreneurs individuels et d'une légère diminution de la pression fiscale. Ces gains de pouvoir d'achat ont permis un accroissement exceptionnel des dépenses de consommation, proche de 5 % sur l'année. A l'image de la moyenne européenne cette progression a été très nette au cours des deuxième et troisième trimestres. Elle semble toutefois s'être poursuivie sur les trois derniers mois de 1986. La composition et l'ampleur de ces dépenses ont été telles que cette poussée de la consommation s'est accompagnée d'une augmentation de l'endettement des ménages et d'une diminution constante du taux d'épargne qui a atteint 10,6 % après 11,3 % en 1985.

L'évolution de l'investissement a été plus contrastée en 1986. Aux Etats-Unis les dispositions fiscales (suppression des crédits d'impôt sur investissement) entrées en vigueur cette année avec effet rétroactif au 1^{er} janvier 1986 ont eu un effet dissuasif. Les dépenses d'équipement ont fortement diminué dans le secteur pétrolier. Au total l'investissement productif a reculé de 1,3 % en 1986 après une progression de 9,3 % en 1985. L'investissement logement a été stimulé par les baisses des taux sur le marché hypothécaire de sorte que la FBCF totale a crû au rythme modéré de 1,8 % en moyenne annuelle. Des évolutions semblables ont été enregistrées au Japon, où l'investissement total, beaucoup plus soutenu toutefois qu'aux Etats-Unis (+ 7,3 %), a surtout bénéficié de la vigoureuse reprise de la demande de logements. Meilleure que les années antérieures la progression de l'investissement global dans la Communauté européenne est restée limitée (+ 3 à 4 %) en 1986. L'investissement industriel en particulier n'a augmenté que de 5 % en volume, au lieu des 8 % attendus par les experts de la Communauté en milieu d'année ⁽¹⁶⁾.

Cet attentisme des entreprises européennes, dont les profits ont pourtant fortement augmenté en 1986, ne s'explique qu'en partie par le ralentissement de la demande au second semestre. L'appréciation des monnaies européennes et l'intensification de la concurrence sur le marché européen ont empêché les entreprises du vieux continent —

(16) Cf. *Economie Européenne*, supplément B, n° 1, janvier 1987.

8. Volume d'investissement dans l'industrie



Sources : Eurostat, enquêtes de conjoncture de la CEE, IFO, INSEE, calculs OFCE.

faute d'investissement suffisant par le passé ? — de capter pleinement le surcroît de demande résultant des gains de termes de l'échange effectivement transmis aux ménages. Les fuites externes (pertes de parts de marché) se sont ajoutées aux fuites internes pour entraver la reprise de la croissance en Europe, de sorte que le PNB de la Communauté n'a guère augmenté davantage qu'en 1984 et 1985 et que la moyenne de l'OCDE en 1986 (+ 2,5 %).

L'ampleur des fuites à l'importation a autorisé une légère reprise de la croissance des importations mondiales de produits manufacturés aux deuxième et troisième trimestres 1986 que nous n'attendions pas dans notre précédente chronique. Après la contraction du premier trimestre, largement imputable à la forte baisse des importations des PED, les importations mondiales se sont en effet redressées en milieu d'année sous l'impulsion de la croissance de la consommation finale dans les pays de l'OCDE. Ce mouvement s'est interrompu au dernier trimestre 1986 avec l'essoufflement de la consommation et le ralentissement de l'activité dans les principaux pays industrialisés. Au total la progression des importations mondiales de produits manufacturés aura été de 2,3 % sur l'ensemble de l'année 1986, soit un chiffre sensiblement supérieur à celui que nous annonçons en octobre 1986 (+ 1 %) mais très proche de celui présenté dans notre chronique d'avril 1986 (+ 2 %).

La baisse du dollar n'a pas permis de résorber les déséquilibres commerciaux internationaux

La gestion de la baisse entre coopération et affrontements

Entamée en mars 1985 vis-à-vis du mark et en octobre 1985 vis-à-vis du yen, la dépréciation du dollar s'est accélérée au premier semestre 1986 avant de se ralentir, voire de s'interrompre à partir du mois d'août. Relativement ordonnée et contrôlée par les autorités monétaires des principaux pays, cette baisse n'en a pas moins été extrêmement rapide : en l'espace de dix-huit mois (mars 1985-août 1986) le dollar est revenu, en termes nominaux, à son niveau de janvier 1981 vis-à-vis du mark, tandis qu'il tombait à 12 % en dessous de son niveau plancher d'octobre 1978 vis-à-vis du yen. Avant la réunion du groupe des Cinq du 22 septembre 1985 une chute aussi rapide était difficilement concevable à cause des tensions inflationnistes qu'elle risquait d'engendrer aux Etats-Unis et de la remontée des taux d'intérêt qui en aurait résulté. Elle n'a été possible que grâce au contrepoids déflationniste procuré par la baisse du prix du pétrole. On peut d'ores et déjà noter que l'inflexion ou l'arrêt du mouvement de baisse du dollar intervenu en août 1986 coïncide avec la première phase de remontée du prix du baril à 15 dollars. Mettant à profit la nouvelle phase de décélération des prix au premier trimestre 1986, les autorités monétaires américaines ont, à quatre reprises, entre mars et août, abaissé d'un demi point leur taux d'escompte, ne laissant ainsi au Japon et à la RFA que l'alternative entre la poursuite de l'appréciation de leurs monnaies et l'assouplissement de leurs conditions de crédit, ce à quoi s'est refusée la RFA. La différence d'attitude des deux pays s'explique assez bien si l'on considère l'écart de taux d'intérêt qui existait en début d'année entre la RFA et le Japon : tandis que le taux du marché monétaire était revenu à la fin de 1985 à 4,6 % en RFA, il se situait à 7,3 % au Japon. Il n'est guère étonnant dans ces conditions que l'appréciation du yen (+ 54 %) ait été plus prononcée que celle du mark (+ 38 %) entre septembre 1985 et août 1986. En baissant à trois reprises d'un demi-point son taux d'escompte entre janvier et avril 1986 la Banque du Japon ne faisait que le ramener à hauteur du taux d'escompte allemand (3,5 %). La situation se modifie à partir d'août 1986. L'arrêt de la baisse des taux d'intérêt aux Etats-Unis répond à la reprise des anticipations inflationnistes liée au redressement du cours du pétrole : si le contrepoids énergétique cesse de tirer l'indice des prix vers le bas, l'inflation importée résultant de la baisse du dollar risque, elle, de commencer à produire ses effets. Le poids du Japon dans les importations américaines étant trois fois plus important que celui de la RFA (20 % contre 6 %) et l'appréciation du yen ayant été plus rapide que celle du mark, c'est bien évidemment sur la RFA et donc sur l'ensemble de la zone mark que vont se concentrer les pressions américaines à partir d'août 1986.

Les autorités allemandes, confrontées à une expansion très rapide de leurs agrégats monétaires et à une forte croissance de la demande intérieure, n'ont pas jugé bon de baisser leurs taux d'intérêt, assumant du même coup une nouvelle vague d'appréciation de leur monnaie qui a gagné encore 8 % face au dollar entre août et décembre. Dans le même temps l'attitude plus compréhensive des Japonais pendant l'ensemble de l'année était « récompensée » par les Américains, qui acceptaient le 31 octobre un accord bilatéral de stabilisation de la parité dollar-yen en échange d'une nouvelle baisse d'un demi-point du taux d'escompte japonais.

Ces fortes fluctuations de change ont affecté très inégalement les exportateurs européens et japonais

L'impact de la baisse du dollar sur les exportateurs des autres pays industrialisés a été extrêmement différencié, en raison bien sûr de l'inégale amplitude des mouvements d'appréciation des autres devises et des conditions différentes de rentabilité selon les pays, mais aussi et surtout en raison du poids très inégal du marché américain et plus généralement de la zone dollar dans les exportations des pays. Les entreprises japonaises, dont les trois quarts des exportations sont écoulées sur les marchés américains, asiatiques et du Pacifique, ont dû consentir des efforts considérables sur leurs marges pour demeurer compétitives sur ces marchés. Les entreprises européennes (allemandes, françaises, italiennes), beaucoup plus tournées vers les marchés européens et méditerranéens, n'ont pas eu à baisser autant leurs prix à l'exportation en monnaies nationales.

12. Les prix du commerce de produits manufacturés en monnaies nationales

Variations en pour-cent

		Etats-Unis	RFA	Japon	Royaume-Uni	Italie	France
Prix à l'exportation	T4 1985/T2 1985 .	- 0,8	- 1,1	- 9,2	- 1,4	+ 4,1	- 1,4
	T2 1986/T4 1985 .	+ 2,4	- 1,8	- 8,4	+ 2,8	- 3,1	- 2,9
	T4 1986/T2 1986 .	+ 2,4	- 1,1	- 3,5	+ 3,3	- 0,9	0
	T4 1986/T2 1985 .	+ 4,0	- 4,0	- 19,7	+ 4,7	- 0,3	- 4,2
Dépréciation du dollar	T4 1986/T2 1985 .	—	- 34,7	- 36,3	- 12	- 29,4	- 30,2
Prix à l'importation	T4 1985/T2 1985 .	+ 1,9	- 2,7	- 12,4	- 4,2	- 3,7	- 1,9
	T2 1986/T4 1985 .	+ 2,9	- 2,9	- 20,0	+ 2,2	+ 1,0	- 2,3
	T4 1986/T2 1986 .	+ 6,5	- 3,0	- 0,3	+ 6,3	+ 2,0	- 0,4
	T4 1986/T2 1985 .	+ 11,6	- 8,4	- 30,1	+ 4,1	- 0,8	- 4,6

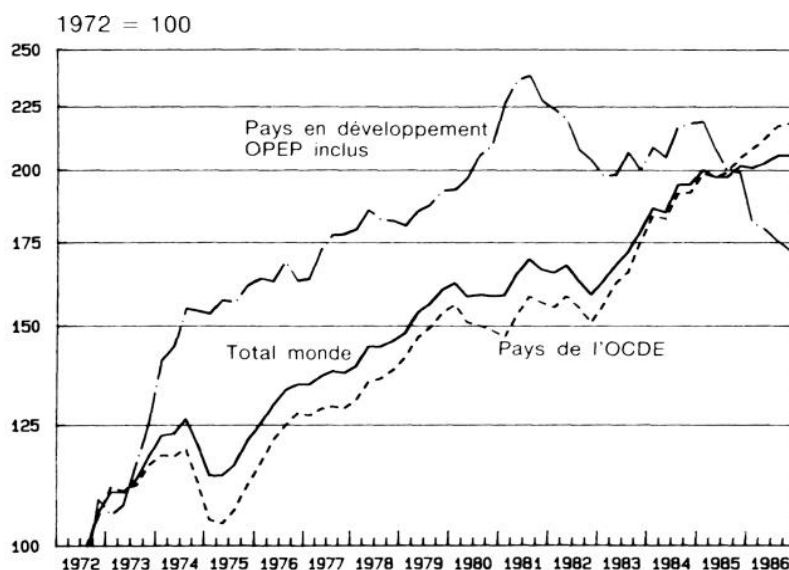
Sources : Séries nationales et OCDE, Statistiques mensuelles du Commerce extérieur, série A, calculs OFCE.

Cette plus grande vulnérabilité de l'économie japonaise au déclin de la monnaie américaine explique en bonne partie la plus grande compréhension dont a fait preuve Tokyo vis-à-vis de Washington : en réduisant leur taux d'intérêt et en tentant de stimuler davantage leur demande

intérieure, les autorités japonaises se soucient autant des demandes américaines que du sort de leur propre industrie, de plus en plus en difficulté sur les marchés étrangers. Cette convergence apparente connaît toutefois deux limites majeures. La stimulation de la demande intérieure n'a de sens pour les Japonais que dans la mesure où elle fournit un second souffle à leur industrie, non si elle doit profiter aux entreprises américaines. En outre la baisse des taux d'intérêt, utile à la stabilisation du yen, n'a d'effet durable sur les parités que si elle n'est pas compensée par une réduction équivalente des taux américains. La situation de la RFA est un peu moins inconfortable, ou en tout cas paraissait l'être jusqu'aux derniers mois de 1986. Avec une demande intérieure en forte croissance (cf. supra) et un retrait seulement modeste de ses exportations de produits manufacturés en volume, la RFA avait nettement moins de raisons de prendre des mesures supplémentaires de relance. La situation s'est toutefois modifiée en fin d'année avec l'annonce de mauvais indices de production industrielle et d'un tassement de la consommation des ménages ⁽¹⁷⁾.

Les pertes de parts de marché en volume de l'Europe et du Japon ont surtout profité aux NPI asiatiques

Malgré la forte croissance des importations de la Communauté européenne (+ 9 % en volume) et du Japon (+ 12 % en volume si l'on exclut l'or industriel importé massivement l'an passé), la demande mondiale de produits manufacturés n'a progressé que très modestement en 1986 (+ 2,3 % en volume) poursuivant ainsi le mouvement de décélération amorcé en 1985. La forte contraction des importations des PED est, nous l'avons vu, pour beaucoup dans ce résultat.



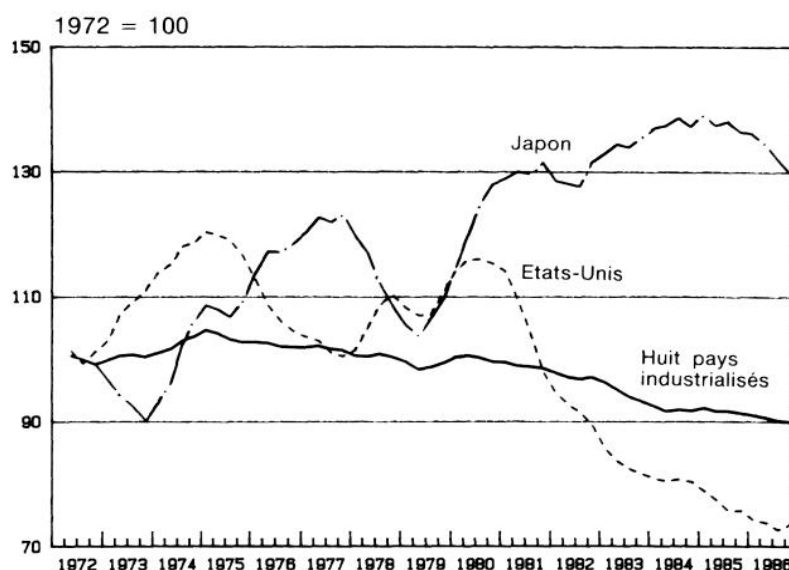
9. Les importations mondiales de produits manufacturés en volume

Sources : OCDE Série A, calculs et estimations OFCE.

(17) L'indice de la production industrielle ouest-allemande a diminué de 0,6 % au dernier trimestre 1986, après + 1,2 % au deuxième et + 1 % au troisième trimestres.

Dans le même temps le volume des exportations de produits manufacturés des huit grands pays de l'OCDE ⁽¹⁸⁾ n'a augmenté que de 0,8 % en moyenne pendant l'année 1986. Compte tenu du poids de ces huit pays dans les exportations mondiales de produits manufacturés (62,5 % en 1985), cela signifie que la croissance des exportations du reste du monde a été l'an passé de près de 5 % en volume. Ce phénomène de pertes de parts de marché des principaux pays industrialisés pris globalement n'est pas nouveau. Le graphique 14 montre que cette tendance a commencé à se manifester sérieusement à partir de 1975.

10. Parts de marché en volume ^(a)



Sources : OCDE Série A, calculs et estimations OFCE.

(a) Rapport des exportations en volume des pays ou groupes de pays aux importations mondiales de produits manufacturés en volume.

Deux périodes doivent être distinguées, tant du point de vue de la redistribution des parts de marché entre grands pays industrialisés que de leur performance globale vis-à-vis des autres zones. Entre 1973 et 1979 la redistribution interne aux grands pays s'effectue principalement au détriment des économies européennes. Le Japon progresse rapidement jusqu'en 1977, mais résiste difficilement à l'appréciation de sa monnaie en 1978. A l'inverse les Etats-Unis réagissent plutôt bien à la dépréciation du dollar de 1978-1979, rattrapant une bonne partie du terrain perdu entre 1975 et 1978. A partir de 1980, à l'inverse, l'économie japonaise profite pleinement de l'appréciation du dollar et du dynamisme de la zone Pacifique : ses parts de marché progressent de près de 40 % en volume en cinq ans et se stabilisent à un niveau élevé en 1984-1985. L'Europe dans le même temps parvient à peine à enrayer le déclin de ses parts de marché : l'orientation géographique de ses exportations ne joue guère, il est vrai, en sa faveur (cf. supra). Quant aux Etats-Unis, subissant les effets catastrophiques de la hausse du dollar et de la crise financière des pays latino-américains, ils perdent 40 % de parts de marché en volume en cinq ans.

(18) Hors Canada. Ces huit pays sont les Etats-Unis, le Japon, la RFA, la France, l'Italie, le Royaume-Uni, les Pays-Bas et la Belgique.

Au delà de cette redistribution interne aux huit grands pays il importe de souligner l'accélération de l'érosion de leurs parts de marché dans le reste du monde au cours des années quatre-vingt. Le tableau 13 permet de resituer ce phénomène.

13. Exportations et parts de marché en volume
des grandes régions du monde : produits manufacturés

Milliards de dollars et 1973 = 100

	Valeurs ^(a)				Valeurs unitaires			
	1973	1979	1985	1986	1973	1979	1985	1986
Huit pays industrialisés ..	236	634	748	904	100	199	194	233
Autres pays industrialisés	53	143	195	243	100	199	194	233
Pays en développement	24	86	149	180	100	170	165	175
Pays de l'Est	35	83	105	112	100	170	165	175
Monde	348	946	1 197	1 439	100	194	188	221

	Volumes				Parts de marché			
	1973	1979	1985	1986	1973	1979	1985	1986
Huit pays industrialisés ..	100	135	164	165	100	96,5	90	88
Autres pays industrialisés	100	135	189	196	100	96,5	103	105
Pays en développement	100	211	376	429	100	151	206	229
Pays de l'Est	100	139	182	183	100	99	98	98
Monde	100	140	183	187	100	100	100	100

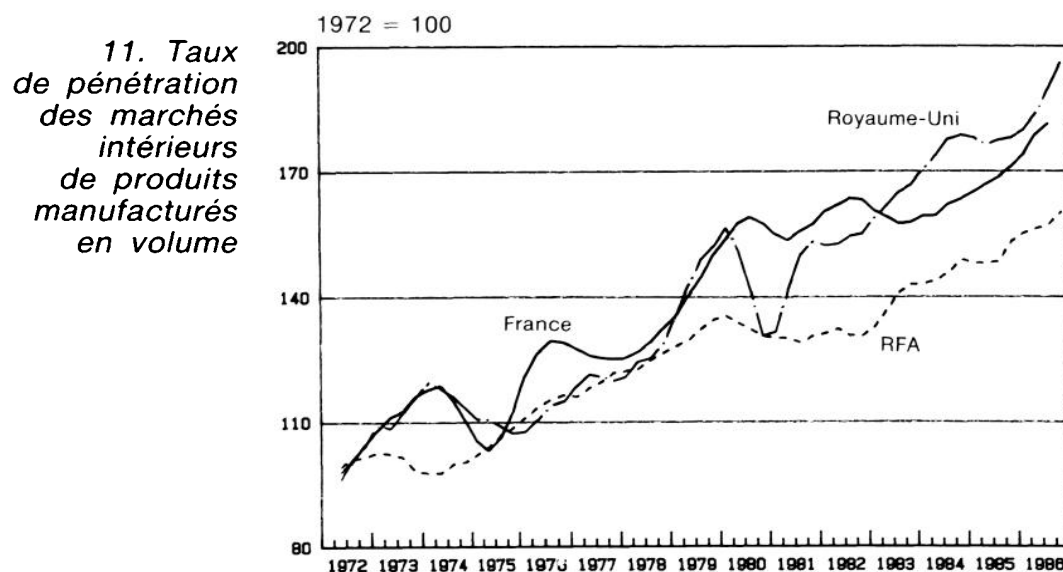
Sources : OCDE série A ; ONU, Bulletin mensuel de statistiques ; GATT, rapport annuel ; calculs et estimations OFCE.

(a) Valeurs exportées en milliards de dollars.

En sept ans (1979-1986) les huit pays en question ont perdu 8 à 9 points de parts de marché, au bénéfice principalement des pays en développement exportateurs de produits manufacturés et des autres pays industrialisés (parmi lesquels on trouve notamment le Canada, l'Espagne et l'Australie). Jusqu'en 1979 ces derniers pays perdaient du terrain à peu près au même rythme que les grands pays de l'OCDE. Depuis le début de la décennie ils se joignent au Tiers Monde en voie d'industrialisation pour grignoter des parts aux plus grands. L'explosion des parts de marché des PED et notamment des nouveaux pays industrialisés est tout à fait remarquable : en treize ans ces pays ont pu multiplier par trois le volume de leurs exportations et plus que doubler leur part dans les exportations mondiales de produits manufacturés. Ce phénomène s'est accentué en 1986 en raison de la surcompétitivité donnée aux pays d'Asie de l'Est et du Sud-Est par l'appréciation rapide du yen. Les exportations de Taïwan et de la Corée du Sud ont ainsi progressé l'an passé de 25 % et 18 % en volume.

Extrêmement mobiles sur le plan géographique, les exportateurs de ces pays ont su tirer pleinement parti de l'accélération des importations européennes tout en s'appropriant sur le marché américain une part substantielle des pertes de parts de marché des producteurs japonais. Il

n'est guère surprenant dans ces conditions que la croissance économique soit restée aussi modeste en Europe l'an passé : le redressement de la demande intérieure n'a profité que modérément aux producteurs nationaux, alors même que les parts de marché à l'exportation s'effritaient pour presque tous les pays à l'exception de l'Italie et du Royaume-Uni. A parts de marché constantes en volume par rapport à 1985, les exportations de produits manufacturés des pays en développement auraient été en 1986, toutes choses égales d'ailleurs, inférieures de 18 milliards de dollars aux estimations que l'on peut faire compte tenu des informations disponibles (tableau 13). Cela représente un quart environ des gains de terme à l'échange de l'OCDE provenant de la baisse du prix de pétrole. La concurrence s'est bien trouvée sur le chemin de la croissance ⁽¹⁹⁾.



Sources : OCDE Série A et Comptes nationaux, calculs et estimations OFCE.

Le déficit commercial des Etats-Unis s'est encore creusé en 1986

L'ample dépréciation du dollar intervenue depuis mars 1985 et la baisse du prix du pétrole avaient fait naître chez de nombreux observateurs l'espoir d'un redressement de la balance commerciale des Etats-Unis en 1986. Il n'en a rien été : l'an passé, le déficit s'est accru de 30 milliards de dollars, atteignant 173 milliards, soit 4 % du PIB. Si un début d'amélioration a pu être observé en fin d'année, les statistiques sont encore trop incertaines pour que des conclusions puissent en être tirées quant à l'analyse conjoncturelle ⁽²⁰⁾. Sur l'ensemble de l'année, l'amélioration de la facture énergétique n'a pas compensé la nouvelle détérioration du solde des échanges de produits manufacturés, qui a atteint un déficit de 133 milliards, au lieu de 102 en 1985.

(19) Cf. P. Sigogne, « L'Europe achète étranger », Lettre de l'OFCE n° 39, novembre 1986.

(20) Le déficit serait revenu de 15 milliards en novembre à 12,7 milliards en décembre 1986 : il s'agit toutefois de chiffres qui peuvent être révisés de façon conséquente en raison des défaillances de l'appareil statistique américain : près de 5 milliards de correction avaient été apportés aux estimations pour le mois de novembre.

Plusieurs facteurs expliquent cette évolution. En premier lieu, le dollar ne s'est fortement déprécié en 1986 que vis-à-vis des monnaies de certains pays industrialisés. De décembre 1985 à décembre 1986 il ne s'est que peu déprécié vis-à-vis des monnaies du Canada (– 1,5 %) de la Corée du Sud (– 3,3 %) et de Taïwan (– 10 %) ; il est resté stable vis-à-vis du dollar de Hong-Kong et s'est apprécié vis-à-vis des monnaies de pays tels que Singapour (+ 3,8 %), l'Australie (+ 2,9 %), le Brésil (+ 42 %) et le Mexique (+ 150 %). Or, cet ensemble de pays, si on y ajoute les autres pays latino-américains ⁽²¹⁾, avait fourni la moitié des importations totales des Etats-Unis en 1985. L'augmentation du volume de leurs exportations, tant sur le marché américain que sur les marchés tiers, a littéralement bloqué la reconquête de leurs parts de marché par les entreprises situées sur le territoire américain. Les fortes compressions des marges des exportateurs européens et surtout japonais sur le marché américain ont joué dans le même sens. En moyenne annuelle les prix à l'importation de l'ensemble des produits manufacturés n'ont ainsi augmenté que de 5,5 %, chiffre extrêmement modeste si on le rapporte aux variations des parités dollar-mark et dollar-yen sur la période.

Toutefois les hausses de prix sont beaucoup plus importantes pour les biens d'importations peu substituables par l'offre américaine ou par des concurrents du pays traditionnellement fournisseur. C'est ainsi que les prix à l'importation des matériels audio-visuels (Haute-Fidélité, photographie, vidéo...) et d'autres biens de consommation provenant principalement du Japon ont augmenté de 15 à 20 % en moyenne annuelle entre 1985 et 1986. Au cours de la même période les prix des biens d'équipement importés se sont accrus de 12 %, avec des hausses dépassant 20 % pour les machines textiles, les machines d'emballages et certaines machines de bureau, alors qu'elles n'atteignaient que 3,5 % pour les équipements de télécommunication et 6 % pour les gammes de matériels d'équipement électrique dans lesquelles sont spécialisés les industriels américains. Enfin l'indice des prix à l'importation des produits manufacturés est tiré vers le bas par les prix des produits chimiques et des biens intermédiaires en raison de la baisse des cours des matières premières et de l'énergie.

Par ailleurs les exportations de produits manufacturés des Etats-Unis ont encore diminué en volume en 1986, subissant notamment le contrecoup d'une orientation géographique défavorable (cf. infra).

Au delà des effets-prix, dont on conçoit aisément qu'ils jouent plus ou moins bien en fonction des spécialisations sectorielles et géographiques, le dynamisme persistant de la demande intérieure hors stocks a empêché la formation d'un écart conjoncturel avec les autres pays industrialisés suffisant pour peser sur les volumes importés. Ceux des seuls produits manufacturés ont encore progressé de 7 % en 1986, ce qui constitue, certes, une nette décélération par rapport au rythme atteint en 1984 (+ 31 %), mais ne s'écarte pas de la moyenne de l'OCDE. A termes de l'échange industriels constants, les exportations

(21) Ces évolutions nominales des parités décrivent correctement les mouvements réels des taux de change pour les pays asiatiques, le Canada et l'Australie, mais non pour les pays latino-américains, où les variations des prix à la consommation ne sont pas toujours compensées par la dépréciation des monnaies.

14. Le commerce extérieur des Etats-Unis

			1984		1985		1986		1984	1985	1986
			S1	S2	S1	S2	S1	S2 ⁽¹⁾			
Commerce de produits manufacturés	Variations ⁽²⁾ des prix (en pour-cent)	Exportations ...	+ 2,0	+ 0,4	+ 2,5	- 0,4	+ 1,6	+ 2,8	+ 1,6	+ 2,5	+ 2,8
		Importations ...	+ 2,5	+ 1,5	- 2,8	+ 1,4	+ 1,4	+ 6,6	+ 3,5	- 1,4	+ 5,5
	Variations ⁽²⁾ des volumes (en pour-cent)	Exportations ...	+ 3,2	+ 5,5	- 1,5	- 3,1	- 0,3	+ 0,4	+ 8,1	- 0,4	- 1,7
		Importations ...	+ 18,9	+ 6,7	+ 8,1	+ 2,8	+ 6,2	- 1,2	+ 30,5	+ 13,1	+ 7,0
Principaux soldes du commerce de marchandises (FOB-FOB) en milliards de dollars	Energie		- 26,9	- 24,8	- 22,2	- 21,7	- 17,6	- 12,6	- 51,7	- 43,9	- 30,2
	Produits manufacturés		- 36,7	- 41,4	- 46,7	- 54,9	- 63,9	- 70,4	- 78,1	- 101,6	- 134,3
	Autres		+ 10,9	+ 11,0	+ 6,4	+ 6,3	+ 6,7	+ 5,3	+ 21,9	+ 12,7	+ 12,0
	Total		- 52,7	- 55,2	- 62,5	- 70,3	- 74,8	- 77,7	- 107,9	- 132,8	- 152,5

Sources : US Department of Commerce, OCDE, estimations OFCE.

(1) Estimations OFCE.

(2) Par rapport à la période précédente.

devraient augmenter deux fois plus vite en volume que les importations pour que le taux de couverture des échanges industriels en valeur, tombé à 50 %, commence à se redresser. En dégradant les termes de l'échange sur les produits manufacturés, sans pour autant entraîner un redressement des volumes exportés, la dépréciation du dollar a logiquement conduit à une nouvelle détérioration du solde des échanges de produits manufacturés en 1986.

A cela s'ajoutent les résultats médiocres obtenus sur les échanges de produits primaires hors énergie, dont l'excédent s'était réduit de moitié entre 1984 et 1985. La progression des volumes exportés et la baisse des valeurs unitaires à l'importation ont en effet été compensées par une forte hausse des volumes importés (+ 25 % en 1986) liée notamment aux comportements de stockage spéculatif en période de prix bas.

En 1987 et 1988 les déséquilibres non résorbés pèseront de tout leur poids sur l'économie mondiale

La conjoncture internationale sera dominée en 1987 par le ralentissement, puis la contraction de l'activité aux Etats-Unis. L'essoufflement de la demande intérieure, perceptible dès la fin de l'année 1986, et l'orientation nettement restrictive de la politique budgétaire pèseront fortement sur l'activité malgré la reprise attendue des exportations et la contraction des importations en volume. La détérioration des termes de l'échange des produits manufacturés se poursuivra néanmoins et freinera l'amélioration du solde commercial en valeur de sorte que les pressions à la baisse du dollar resteront vives. Les risques de montée du protectionnisme ne sont pas écartés. Malgré la stabilisation probable du prix du pétrole à 18 dollars le baril, la demande des pays en développement demeurera déprimée et les pressions pour une révision des conditions de remboursement de la dette du Tiers Monde s'accroîtront. Dans un contexte de concurrence internationale accrue et de progression modérée de la demande mondiale les économies européennes et japonaises seront de plus en plus sensibles à la dégradation de leur compétitivité résultant de l'appréciation de leurs monnaies.

L'économie américaine entrera en récession à la fin de 1987

L'année 1986 s'est terminée pour l'économie américaine sur un double constat. En premier lieu la croissance économique, dont beaucoup attendaient un redémarrage⁽²²⁾ sous les effets conjugués de la

(22) Les prévisions des instituts de conjoncture américains s'échelonnaient entre + 3 et + 4 % de PNB en début d'année 1986. La prévision de l'OFCE était de 3 % en début d'année (chronique d'avril 1986) et de 2,4 % à l'automne (chronique d'octobre 1986).

baisse du dollar et du prix du pétrole, s'est encore ralentie l'an passé. En rythme annuel la croissance du PNB, qui atteignait encore 3,2 % au second semestre 1985, est tombée à 2,5 % au premier semestre 1986, puis à 1,9 % au second semestre. L'évolution de la production industrielle et de la production manufacturière n'est guère plus encourageante.

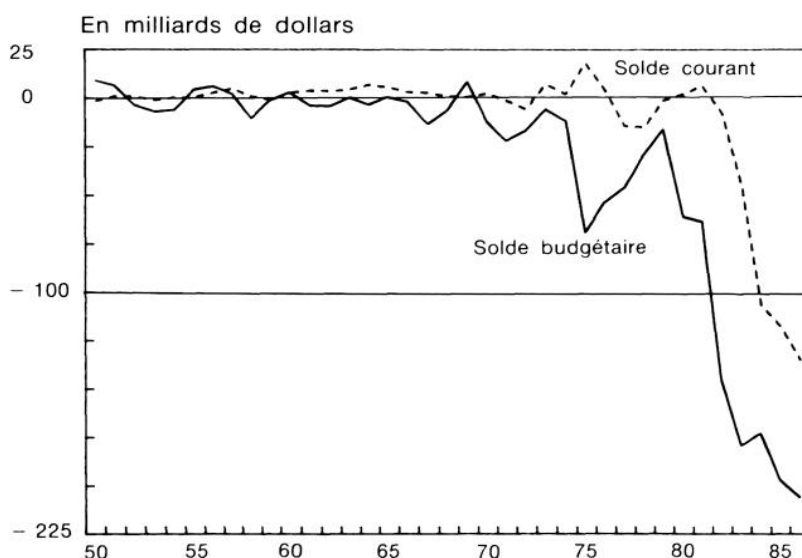
En second lieu les déséquilibres inquiétants accumulés depuis le début des années quatre-vingt (déficit budgétaire, déficit extérieur) n'ont pas été réduits en 1986 : le premier a été tout au plus stabilisé, tandis que le second s'est encore accentué l'an passé.

Ce report dans le temps du processus inéluctable de résorption des déséquilibres est profondément malsain. Le coût économique et social de l'ajustement sera en effet d'autant plus élevé que les mesures nécessaires auront tardé à être prises. La poursuite d'une croissance économique modérée n'a été possible en 1986 que grâce à la baisse du prix du pétrole qui a, provisoirement, fourni de nouvelles marges de manœuvre à la politique économique. Ces conditions particulières ne seront plus réunies en 1987.

La politique budgétaire sera plus restrictive en 1987, tandis que la politique monétaire tentera d'empêcher le ralentissement de l'activité

La baisse du prix du pétrole avait donné des marges de manœuvre supplémentaires à la politique conjoncturelle en 1986. La politique budgétaire a pu ainsi cesser d'être stimulante sans que la demande intérieure ne diminue, grâce au surcroît de pouvoir d'achat transféré aux ménages. La politique monétaire a pu s'assouplir et, notamment, autoriser une forte dépréciation du dollar sans que les tensions inflationnistes ne s'avivent, grâce à la baisse du prix de l'énergie. Il ne s'agissait là toutefois que d'un répit. Déficit budgétaire et déficit extérieur continuent à appeler des corrections qui ne pourront être indéfiniment reportées dans le temps.

12. Etats-Unis : déficit du budget fédéral et solde de la balance des paiements courants



Sources : CBO, US Department of Commerce.

En 1987 l'impact de la politique budgétaire sur l'activité sera franchement restrictif tant sous l'effet des mesures délibérées de réduction du déficit ⁽²³⁾ que de la réforme fiscale. Rappelons que celle-ci consiste en une simplification du système d'imposition directe aboutissant à moyen terme à un alourdissement de la fiscalité frappant les entreprises et à un allègement de celle pesant sur les ménages, avec un solde nul pour les finances publiques. Mais dans un premier temps le calendrier de la réforme est tel que les impôts s'accroîtront pour ces deux catégories d'agents, la suppression des déductions et avantages existant jusqu'alors intervenant en effet avant l'abaissement des taux d'imposition.

Dans son scénario de base le Congressional Budget Office prévoit que le déficit budgétaire reviendra à 174 milliards de dollars en 1987 et 169 en 1988 ⁽²⁴⁾. Dans les hypothèses macroéconomiques utilisées pour ces projections le PNB croîtrait respectivement de 2,8 et 3 %. On peut estimer que tout point de croissance en moins diminue les recettes de 7,5 milliards en 1987 et 10 milliards en 1988, et entraîne une hausse des dépenses de 3 milliards par an. C'est pourquoi, avec le ralentissement de l'activité économique, on envisage que cette année les recettes du budget fédéral s'accroîtraient de 6 % en termes réels, après 2 % en 1986, tandis que la progression des dépenses hors versements nets d'intérêt sur la dette fédérale serait ramenée en deçà de 1 %.

La diminution du déficit fédéral hors intérêts de la dette qui en résultera — 30 milliards de dollars environ — sera toutefois compensée à hauteur d'un tiers par l'augmentation de la charge des intérêts qui s'élèvera cette année à 145 milliards de dollars. Le déficit fédéral total

15. Principales composantes de la politique économique américaine

		1985	1986	1987	1988
Taux d'intérêt nominal à court terme, %		8,1	6,8	6,4	5,0
Taux d'intérêt apparent de la dette fédérale, % ⁽¹⁾		8,2	7,4	6,6	6,3
Variation annuelle des prix à la consommation, %		+ 3,6	+ 1,8	+ 3,3	+ 3,5
Taux d'intérêt réel apparent, % ⁽²⁾		+ 4,5	+ 5,0	+ 3,1	+ 1,5
Budget fédéral ⁽³⁾	Recettes	734	769	850	880
	Dépenses hors intérêts nets	817	854	890	955
	Intérêts nets	129	136	140	145
	Solde	- 212	- 221	- 180	- 220
	Stock de la dette au 30 septembre	1 827	2 130	2 130	2 530
	Variations année/année précédente en termes réels (déflateur du PNB)				
	Recettes	+ 6,6	+ 2,0	+ 6,6	0
	Dépenses hors intérêts nets	+ 6,8	+ 1,7	+ 0,7	+ 2,6

Sources : US Department of Commerce, CBO, estimations et prévisions OFCE.

(1) Intérêts de la dette en t/stock de la dette en t-1.

(2) Taux d'intérêt nominal/variation annuelle des prix à la consommation.

(3) Année fiscale se terminant au 30 septembre de l'année considérée.

(23) Cf. P. Sigogne et P. Aroyo, « Etats-Unis : la courte échelle », Revue de l'OFCE n° 16, juillet 1986.

(24) Cf. Congressional Budget Office, « The Economic and Budget Outlook : Fiscal Years 1988-1992 », janvier 1987.

atteindra donc encore quelques 180 à 185 milliards de dollars durant l'exercice fiscal 1987. Ce chiffre reste très supérieur aux objectifs fixés par la loi Gramm-Rudman-Hollings qui, pour être atteints, supposent que le déficit hors intérêts de la dette soit entièrement résorbé dès 1987.

La politique budgétaire ne sera pas aussi restrictive en 1988. Les choix faits pour l'année fiscale 1987-1988 consisteront certes à mettre en œuvre des mesures d'assainissement, mais qui, en cette période pré-électorale, ne permettront pas de se conformer aux objectifs de la loi Gramm-Rudman-Hollings (- 108 milliards de dollars). Qui plus est, en période de contraction de l'activité, la tendance spontanée des recettes réelles risque d'être à la stagnation, celle des dépenses réelles hors intérêts de la dette à l'augmentation. La charge des intérêts de la dette bénéficiera certes de l'assouplissement de la politique monétaire (cf. infra), mais au total le déficit fédéral s'établirait entre 215 et 225 milliards de dollars.

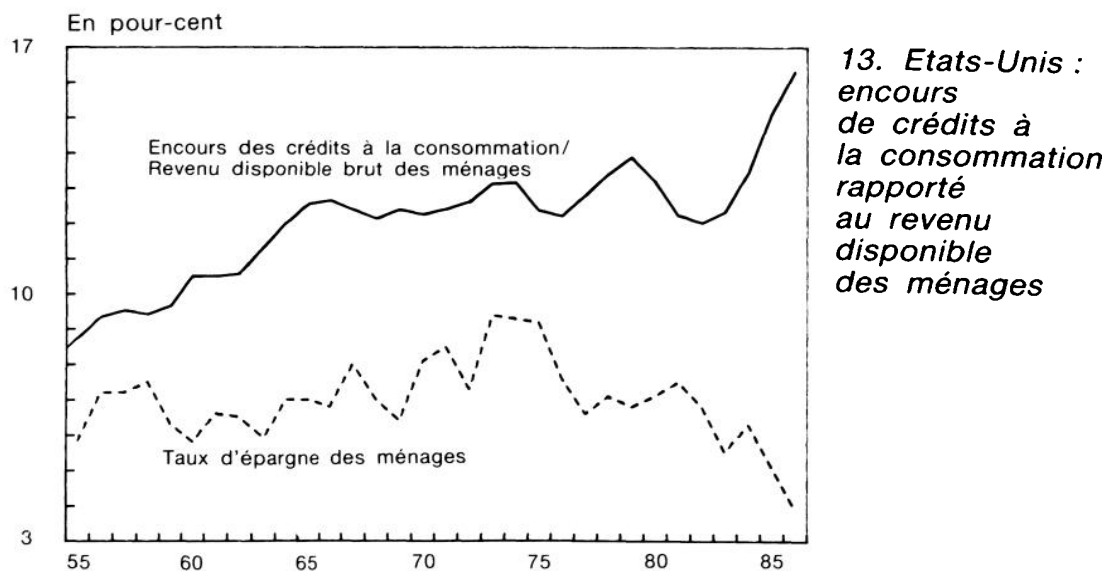
A l'inverse de la configuration observée dans la première moitié des années quatre-vingt, la politique monétaire américaine cherchera cette année, ainsi qu'en 1988, à compenser la rigueur récemment introduite dans la gestion des finances publiques par une nouvelle détente des taux d'intérêt nominaux. Elle sera contrainte de ce point de vue en début d'année par l'évolution des prix à la consommation, qui subissent le contrecoup de la remontée du prix du pétrole. Les taux d'intérêt nominaux à court terme, qui se sont retendus dans les derniers mois de 1986, revenant d'un point bas de 5,5 % en octobre à 7 % en décembre 1986, resteraient stables aux alentours de 6,5 % en moyenne au premier semestre 1987. L'évolution des prix à la consommation sera plus favorable au second semestre. L'absence de tension sur les capacités de production et la relative stabilité du prix de l'énergie (cf. infra) pourraient ramener le rythme d'inflation de 4 % au premier semestre 1987 à 3,5 % dans la seconde partie de l'année. En dépit de tensions persistantes sur les taux de change sur lesquelles nous reviendrons plus loin, l'augmentation des prix à l'importation de produits manufacturés (+ 13 % en 1987 en moyenne annuelle) n'aura en effet qu'une incidence limitée sur le rythme d'inflation. L'atonie de la demande intérieure et notamment de la demande de biens d'équipement et de biens durables de consommation, dont les prix augmentent le plus à l'importation, empêchera les mécanismes de propagation de l'inflation importée de jouer pleinement. Dans ces conditions la politique monétaire pourrait s'assouplir à partir du second semestre 1987, les taux d'intérêt nominaux à court terme fléchissant progressivement jusqu'à 6 % en fin d'année et 5,5 % à la mi-1988. En supposant qu'aucune nouvelle baisse concertée des taux d'intérêt n'intervienne, la FED pourrait entériner cette évolution en baissant à nouveau son taux d'es-compte.

Cette inflexion des taux nominaux, rendue nécessaire par le ralentissement de l'activité et possible par l'absence de pressions inflationnistes fortes, permettra une diminution sensible des taux d'intérêt réels à court terme qui, mesurés *ex-post*, reviendraient à 2,5 % à la fin de 1987 et à 2 % en début de 1988.

Il n'est toutefois pas sûr que cette nouvelle dégrue des taux courts soit suivie d'une baisse parallèle des taux à long terme. La déconnexion croissante entre les sphères réelle et financière des économies, manifeste en 1986, pourrait se poursuivre cette année. Les perspectives de plus-value boursière alimentées par la baisse des taux nominaux continueraient à favoriser la demande de crédit à long terme. Celle-ci tend à s'orienter davantage vers le financement de l'achat de valeurs mobilières que de la formation de capital productif. Les taux longs resteraient donc élevés en termes réels et la hiérarchie des rendements d'actifs resterait favorable aux placements financiers au détriment de l'investissement physique.

La demande intérieure privée cessera de tirer la croissance américaine en 1987

La consommation des ménages a connu une croissance très rapide entre 1983 et 1986, de l'ordre de 4 % par an en moyenne, centrée sur un nouveau cycle d'achat de biens durables largement fondé sur le recours au crédit. L'encours des crédits à la consommation a ainsi dépassé 600 milliards de dollars à la fin de 1986, soit un peu plus de 17 % du revenu disponible brut des ménages, après 15 % en 1985, 14 % en 1984 et 12 % en 1982. L'endettement des ménages a donc progressé beaucoup plus au cours du cycle actuel que par le passé ⁽²⁵⁾.

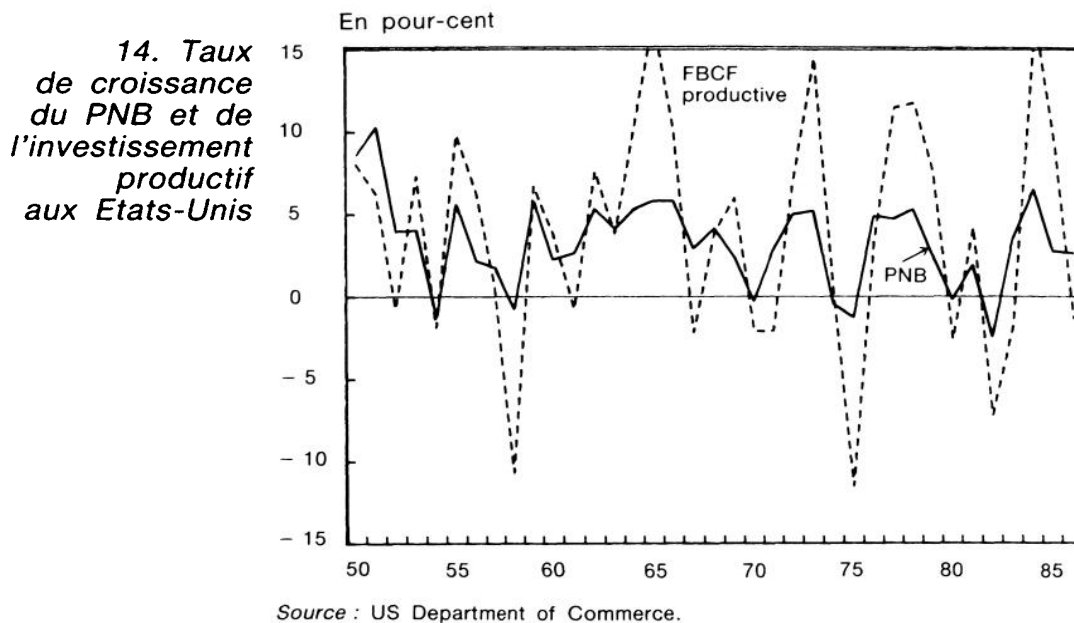


Source : US Department of Commerce.

En 1987 les consommateurs seront doublement freinés dans leurs intentions d'achat, par la moindre progression du pouvoir d'achat de leur revenu disponible (+ 1,6 % après + 3,4 % en 1986) et par la difficulté de réduire davantage leur taux d'épargne tombé, comme on l'a vu, à un niveau exceptionnellement bas à la fin de 1986. La consommation ne

(25) Cf. P. Sigogne et P. Aroyo (1986), op. cité.

progresserait en volume que de 2 % en 1987, en dépit d'une hypothèse de remontée très modeste, puis de stabilisation du taux d'épargne des ménages à 3,5 % à partir de la mi-1987. L'investissement productif des entreprises, au caractère cyclique traditionnellement très accusé, a entamé en 1986 un mouvement de baisse qui se poursuivra, voire s'accélérera, en 1987 et 1988.



Plusieurs facteurs justifient ce retournement du cycle d'investissement en dépit de l'atténuation des pressions de la concurrence étrangère. En premier lieu les capacités de production inutilisées par l'industrie sont suffisamment importantes (20 % environ) pour que le surcroît d'offre qui pourrait résulter d'un redressement des parts de marché (cf. infra) puisse être obtenu sans investissements supplémentaires de capacité. Le faible dynamisme de la demande intérieure finale et des marchés extérieurs traditionnellement fournis par les Etats-Unis limitera en outre la progression du volume de l'offre effective. La réforme fiscale aura des effets très différenciés selon les entreprises et les branches d'activité, mais globalement elle jouera plutôt dans un sens restrictif. L'investissement pétrolier, qui représente le cinquième des investissements de l'industrie manufacturière, restera enfin très déprimé, la remontée des cours du brut étant insuffisante pour relancer cette activité. L'investissement en logement cessera d'augmenter en 1987 après les acquisitions massives intervenues en 1986. L'arrêt de la baisse des taux d'intérêt sur le marché hypothécaire contribuera à freiner l'investissement dans ce secteur, dont on sait par ailleurs qu'il sera l'un des plus affecté par les nouvelles dispositions fiscales.

Au total le PNB américain augmentera encore de 2 % en 1987 en moyenne annuelle, mais connaîtrait ses premières variations négatives en volume dès la fin de 1987 et ce malgré un redressement des exportations et une contraction des importations en volume sur l'ensemble de l'année.

L'amélioration du solde de la balance commerciale américaine en valeur sera extrêmement limitée en 1987

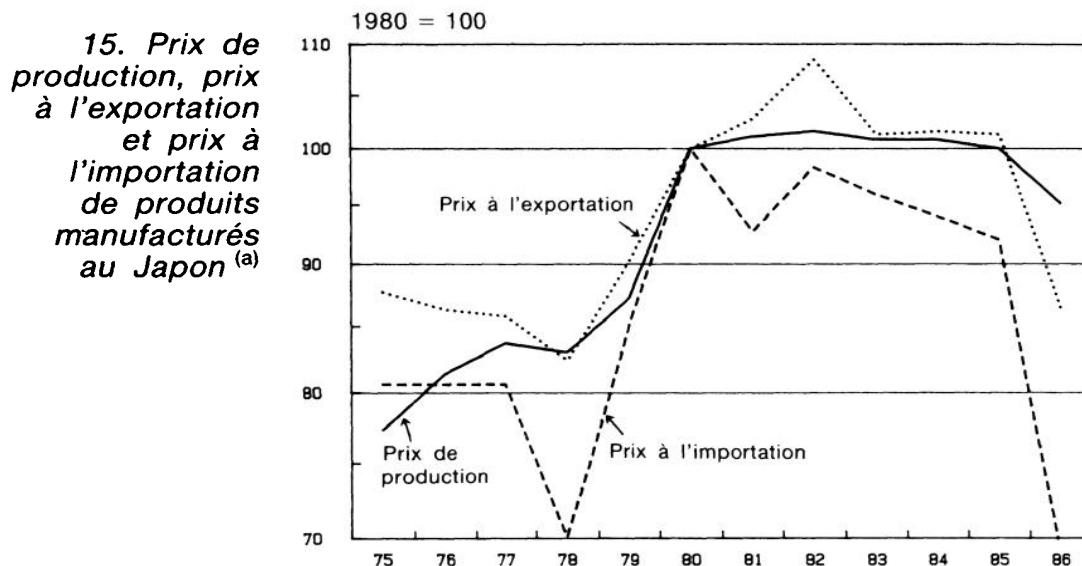
L'extrême lenteur de la réaction du solde commercial américain aux amples mouvements de changes intervenus depuis maintenant deux ans a suscité un certain nombre d'interrogations quant au fonctionnement de la courbe en J dans le cas des Etats-Unis ⁽²⁶⁾. Pour certains la nouvelle détérioration des échanges observée en 1986 correspond simplement à la première phase de la courbe en J, les effets prix (négatifs) l'emportant encore sur les effets volumes (positifs). Pour d'autres l'impact de la baisse du dollar sur le solde commercial est négatif en raison du caractère permanent de la baisse : à la différence d'une dévaluation, où les effets prix sont acquis une fois pour toute, le mouvement de dépréciation du dollar fait que les effets prix ne cessent de compenser les effets volumes au fur et à mesure que ceux-ci se manifestent. Autrement dit nous aurions à faire à une courbe en J glissante, la détérioration continue des termes de l'échange (au moins sur les produits manufacturés) bloquant la sortie de la première phase de la courbe. Ces deux analyses ne nous paraissent que très partiellement pertinentes.

On peut observer tout d'abord que le mouvement supposé d'amélioration des échanges de produits manufacturés en volume — qui serait « recouvert » par les effets-prix — commencerait seulement à se produire actuellement, puisqu'il aura fallu attendre la fin de l'année 1986 pour voir les importations de produits manufacturés se contracter légèrement en volume, tandis qu'aucune amélioration certaine n'a encore été enregistrée sur le volume des exportations. Ce « retard » des effets-volumes n'a rien de surprenant. Il est clair en effet qu'une dépréciation du change n'est susceptible d'influencer de façon significative les volumes échangés que si elle est accompagnée de mesures visant à établir un différentiel de croissance entre la demande intérieure et la demande étrangère adressée au pays. Jusqu'à présent ce différentiel de croissance de la demande ne s'est pas manifesté entre les Etats-Unis et le reste du monde industrialisé. Il n'en sera pas de même en 1987 et 1988.

Mais il importe, avant d'intégrer ces effets (élasticité-revenu) de revenir sur le jeu des élasticités-prix. Nous avons déjà noté que les variations de prix sur les échanges de produits manufacturés des grands pays industrialisés sont restées modestes en 1986 au regard de l'ampleur des mouvements de change. Du côté des importations américaines l'effet de la baisse du dollar sur les prix à l'importation a été amorti par les comportements de marges des exportateurs japonais et européens et par les politiques de change des NPI et des autres pays industrialisés. Le premier de ces deux amortisseurs des fluctuations de change disparaîtra en 1987. Les informations disponibles montrent que

(26) Cette courbe théorique retrace l'évolution attendue du solde commercial en valeur à la suite d'une dévaluation. Dans un premier temps le jeu immédiat des effets prix provoque une détérioration des termes de l'échange et une dégradation du solde commercial. Dans un second temps l'amélioration des échanges en volume, en réaction aux effets prix, autorise un redressement du solde en valeur, qui repasse au-dessus de son niveau initial et devient excédentaire. Le temps à partir duquel les effets volumes compensent les effets prix est généralement estimé à dix-huit mois.

le mouvement de compression de marges des exportateurs japonais a atteint ses limites au dernier trimestre 1986 : les prix à l'exportation en yen, qui étaient tombés à leur plus bas niveau depuis la fin de 1978 (précédent sommet du yen), se sont en effet redressés de 2,5 % après cinq trimestres de baisse consécutive. Le graphique 15 permet d'apprécier l'ampleur de la prise en charge des mouvements de change par les exportateurs japonais en 1986.



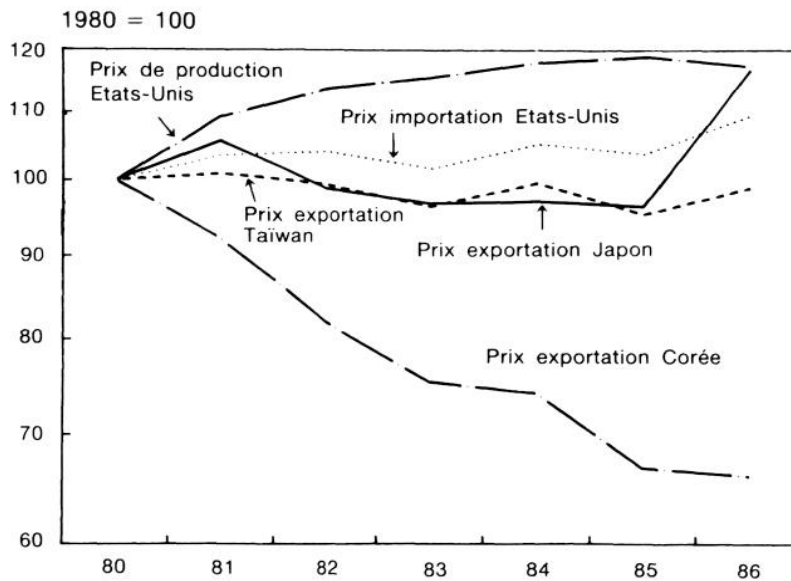
Sources : OCDE, Bank of Japan, calculs OFCE.

(a) L'évolution des marges réalisées par les entreprises sur les marchés extérieurs est reflétée par le différentiel de croissance entre la courbe des prix de production et celle des prix à l'exportation en monnaie nationale.

L'écart entre les prix de production de l'industrie américaine et les prix à l'exportation japonais exprimés en dollars, qui s'était creusé de 25 % entre 1980 et la mi-1985, a été résorbé en l'espace d'un an et demi (deuxième trimestre 1985-quatrième trimestre 1986). Dorénavant les exportateurs nippons n'auront d'autre choix que de relever davantage leurs prix à l'exportation en yen, ce qui affectera fortement leur compétitivité dans de nombreux secteurs et les incitera à intensifier leurs efforts de redéploiement géographique de leurs exportations de la zone dollar vers l'Europe.

En revanche les autres pays de l'OCDE n'avaient pas consommé en 1986 l'intégralité de l'avantage de prix accumulés entre 1980 et 1985 vis-à-vis de l'industrie américaine. Il ne s'agit là toutefois que de moyennes annuelles. La nouvelle vague d'appréciation du mark allemand au second semestre 1986 a encore réduit l'écart entre les prix en dollars des exportations européennes et les prix de production américains. Pour l'Europe aussi le point limite semble en passe d'être atteint en ce début d'année 1987 en ce qui concerne la compression des marges à l'exportation sur la zone dollar.

Première conséquence majeure pour la balance commerciale américaine : la progression des prix à l'importation de produits manufacturés en provenance des pays industrialisés sera beaucoup plus rapide en



16. Evolution des prix en dollars des concurrents des Etats-Unis^(a) par rapport aux prix de production de l'industrie américaine

Sources : OCDE, Federal Reserve Board, calculs OFCE.

(a) Prix à l'exportation de produits manufacturés en dollars.

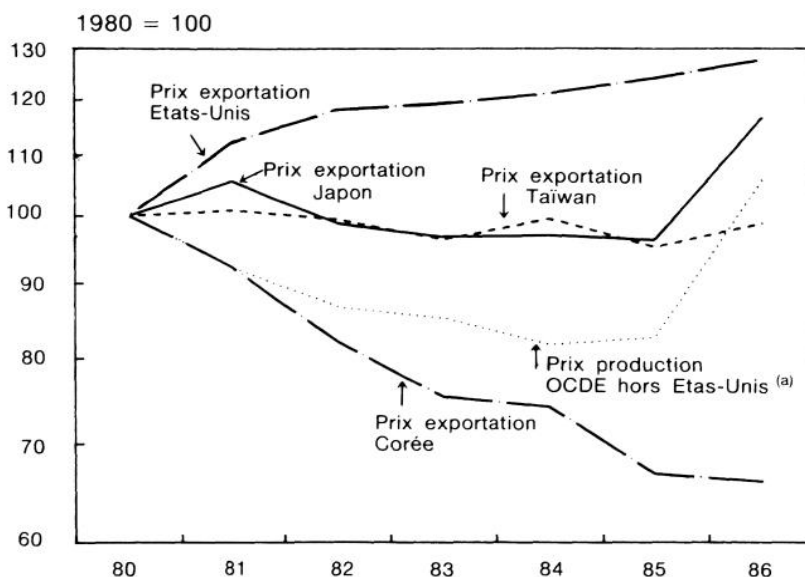
1987 qu'en 1986. Les effets-prix de la fameuse courbe en J ne prendront toute leur ampleur que cette année, contrairement à ce que laissaient entendre les analyses évoquées plus haut.

Il en résultera, pour la première fois depuis 1975, une contraction du volume des importations américaines de produits manufacturés, dont l'ampleur dépendra de trois facteurs : le rythme du ralentissement de la demande intérieure, dont on a indiqué qu'il pourrait s'accélérer au second semestre ; la capacité de réaction de l'industrie américaine, la destruction d'une partie du tissu industriel entre 1980 et 1984 sous l'effet de la hausse du dollar entraînant la poursuite de certains flux d'importations, quel que soit le prix de celles-ci ; l'attitude plus ou moins protectionniste du Congrès vis-à-vis des NPI asiatiques dont les prix, même en cas de réévaluation de 10 % de leurs monnaies vis-à-vis du dollar, resteraient très en dessous des prix de production américains (graphique 16). Une fraction des parts du marché américain perdues par les exportateurs européens et japonais continuera d'être captée par ces pays en 1987.

Du côté des exportations américaines de produits manufacturés l'effet de la baisse du dollar a été, là encore, amorti jusqu'à présent par l'augmentation des marges des exportateurs américains qui avaient été sévèrement amputées dans les années précédentes, ainsi que par la vigueur de la concurrence des NPI sur les marchés européens et japonais.

En 1986 les prix à l'exportation de l'industrie américaine n'avaient toujours pas éliminé, par rapport à la situation qui prévalait en 1980, leur écart vis-à-vis des prix de production en dollars du reste de l'OCDE. Un pays comme la Corée du Sud, dont les exportateurs ont constamment depuis 1980 reporté sur leurs prix en dollar la dépréciation de leur monnaie vis-à-vis de la devise américaine, dispose encore de très larges marges de manoeuvre, tant vis-à-vis de ses concurrents européens et japonais qu'américains.

17. Evolution des prix à l'exportation américains par rapport aux prix des concurrents des Etats-Unis (produits manufacturés)



Sources : OCDE, Federal Reserve Board, calculs OFCE.

(a) Prix de production de l'industrie manufacturière de l'OCDE hors Etats-Unis en dollars.

Ainsi, malgré une progression substantielle du volume des exportations (+ 6 %) et une contraction du volume des importations (– 5 %), le solde des échanges de produits manufacturés des Etats-Unis ne s'améliorera pas en valeur en 1987 (– 130 milliards de dollars) la détérioration des termes de l'échange industriel (– 7,5 % en 1987 après – 2,5 % en 1986) compensant intégralement les progrès attendus sur les volumes échangés. Le solde énergétique restera déficitaire de 30 milliards de dollars, la réduction des volumes importés étant contrebalancée par le renchérissement du coût moyen de l'approvisionnement en pétrole en 1987 (cf. infra). Le déficit de la balance commerciale sera ainsi en 1987 légèrement inférieur à celui de 1986 (– 143 milliards de dollars après – 151 milliards) grâce à une meilleure contribution du solde des échanges agricoles. Une amélioration beaucoup plus nette pourrait intervenir en 1988 sous l'effet de l'inversion du différentiel de croissance de la demande intérieure avec le reste de l'OCDE et des gains de parts de marché de l'industrie américaine tant à l'étranger qu'aux Etats-Unis. Le déficit de la balance des paiements courants, qui a atteint 140 milliards de dollars en 1986, reviendrait à 125 milliards en 1987 et 90 milliards en 1988.

Les relations monétaires, commerciales et financières resteront tendues en 1987

La stabilité des parités des principales monnaies ne pourra être maintenue au delà du premier semestre 1987

Le début de l'année 1987 aura été marqué par la réunion des ministres des Finances de la France, des Etats-Unis, du Japon, de la RFA, du Royaume-Uni et du Canada — l'Italie s'étant retirée — qui s'est tenue à Paris les 21 et 22 février, dans les salons du ministère de

l'Economie et des finances au Palais du Louvre. A l'issue de deux jours de négociations, que précédaient de nombreux contacts bilatéraux, les participants publiaient un communiqué commun dans lequel ils jugent suffisante la dépréciation du dollar et nécessaire sa stabilisation autour des niveaux alors connus. Cet accord fait suite à une nouvelle vague de défiance vis-à-vis du dollar qui avait fait perdre à la devise américaine 10 % de sa valeur contre le DM et 6 % de sa valeur contre le yen entre la mi-décembre 1986 et la fin janvier 1987. L'ampleur des tensions ainsi créées avait provoqué le 12 janvier un réaménagement « à chaud » des parités monétaires au sein du Système monétaire européen, à deux semaines des élections législatives en RFA ⁽²⁷⁾.

Principales dispositions de l'accord du Louvre du 22 février 1987

(extraits)

Point 4 :

« Malgré ces développements positifs, les ministres et gouverneurs reconnaissent que les déséquilibres importants des balances commerciales et des balances des paiements courants de certains pays créent des risques économiques et politiques sérieux. Ils sont convenus que la réduction des insupportables déséquilibres commerciaux est une priorité majeure et que l'obtention d'une croissance globale mieux répartie devrait jouer un rôle central pour parvenir à cette réduction (...). »

Point 7 :

« Les ministres et gouvernements sont convenus d'intensifier leurs efforts de coordination en matière de politique économique afin de promouvoir une croissance globale plus équilibrée et de réduire les déséquilibres actuels. Les pays en excédent se sont engagés à suivre des politiques destinées à renforcer leur demande intérieure et à réduire leurs excédents extérieurs tout en maintenant la stabilité des prix. Les pays en déficit se sont engagés à mener des politiques destinées à encourager une croissance régulière et non inflationniste tout en réduisant leurs déséquilibres intérieurs et leurs déficits extérieurs. A cette fin, chaque pays s'est engagé à prendre les mesures suivantes (...).

Le gouvernement de la *République fédérale d'Allemagne* poursuivra sa politique tendant à réduire davantage la part des dépenses publiques dans l'économie et à diminuer la pression fiscale sur les ménages et les entreprises, grâce à une réforme fiscale d'ensemble visant à encourager l'activité du secteur privé et l'investissement. De plus, le gouvernement proposera d'accroître le montant des allègements fiscaux déjà décidés pour 1988 (...).

Le gouvernement *japonais* poursuivra des politiques monétaire et fiscale qui aideront à accroître la demande intérieure, et contribueront ainsi à la réduction de l'excédent extérieur (...).

(27) Le deutschemark et le florin néerlandais ont été réévalués de 3 % et le franc belgo-luxembourgeois de 2 %.

Le gouvernement des *Etats-Unis* poursuivra sa politique en vue de réduire le déficit budgétaire de l'année fiscale 1988 à 2,3 % du PNB, à partir d'un niveau évalué à 3,9 % pour l'année fiscale 1987. Dans ce but, la croissance des dépenses publiques sera limitée à moins de 1 % pour l'exercice 1988, conformément au programme déjà engagé de réduction de la part de l'Etat dans le PNB à partir de son niveau actuel de 23 % (...). »

Point 8 :

« Les ministres et gouverneurs ont noté qu'un certain nombre de nouvelles économies industrialisées jouaient un rôle de plus en plus important dans le commerce mondial. Ces économies ont connu des croissances soutenues, fondées de façon significative sur l'accès à des marchés extérieurs ouverts et en expansion. Certaines ont accumulé récemment des excédents commerciaux qui ont contribué de façon importante à la configuration insoutenable actuelle de déséquilibres globaux, aggravant ainsi les pressions protectionnistes. Les ministres et gouverneurs considèrent comme important que les nouvelles économies industrialisées assument une responsabilité plus grande dans la préservation d'un système d'échange mondial ouvert, en réduisant les barrières commerciales et en conduisant des politiques qui permettent à leurs monnaies de refléter plus complètement les données économiques fondamentales (...). »

Point 10 :

« Les ministres et gouverneurs ont reconnu que les évolutions substantielles des taux de change intervenues depuis l'accord du Plaza contribueront de façon croissante à la réduction des déséquilibres extérieurs, et ont désormais conduit leurs monnaies dans des bandes de fluctuation globalement compatibles avec les données économiques fondamentales, compte tenu des engagements de politique économique résumés dans cette déclaration. De nouvelles variations substantielles de leurs monnaies pourraient compromettre la croissance et les perspectives d'ajustement dans leurs pays. C'est pourquoi ils sont convenus, dans les circonstances présentes, de coopérer étroitement pour promouvoir la stabilité des taux de change autour des niveaux actuels. »

L'accord du Louvre apparaît de prime abord comme un nouveau pas franchi en direction d'une plus grande concertation et coopération internationale en matière de politique économique. Aux engagements plus ou moins prononcés du Japon et de la RFA de stimuler davantage leurs demandes intérieures répond la promesse américaine d'une réduction significative du déficit budgétaire pour l'année fiscale 1988. L'enjeu, évident, est la réduction du déficit commercial américain par des moyens autres que la poursuite de la dépréciation compétitive du dollar et la montée du protectionnisme au Congrès. Ce résultat conditionne très largement la possibilité d'une stabilisation effective des taux de change aux niveaux atteints à la fin février, soit environ 1,80 DM et 150 yen pour un dollar.

La référence à « des bandes de fluctuation globalement compatibles avec les données économiques fondamentales » est, en soi, peu pertinente. Ainsi que nous le suggérons dans une hypothèse de déprécia-

tion rapide présentée dans notre chronique d'avril 1986, le dollar a bien rejoint dès la fin de 1986 sa tendance de moyen terme compte tenu de l'évolution sur longue période du différentiel de prix avec la RFA et le Japon, de la surévaluation initiale du dollar et de l'appréciation du mark et du yen liée au mûrissement économique de la RFA et du Japon. Il est cependant vain d'espérer de ce retour aux tendances de moyen terme des taux de change un rétablissement rapide de l'équilibre en valeur des balances commerciales des trois grands pays concernés. Tout au plus peut-on en attendre une stabilisation dans un premier temps, et, dans un second temps un redressement progressif des parts de marchés en volume des Etats-Unis. Nous l'avons vu, ce redressement sera d'autant plus rapide que le différentiel de croissance entre la demande intérieure des Etats-Unis et celle du reste du monde industrialisé deviendra négatif. On peut douter (cf. infra) que les mesures de relance acceptées par la RFA et le Japon conduisent à ce résultat avant la fin de 1987, voire la mi-1988.

Il convient en outre de ne pas exagérer l'impact potentiel d'une relance de ces deux économies sur les exportations américaines : en 1985 le Japon et la RFA n'absorbaient que 15 % des exportations totales des Etats-Unis, autrement dit ni plus ni moins que l'Amérique Latine. La détérioration des termes de l'échange industriels des Etats-Unis freinera considérablement l'amélioration du solde des échanges en valeur en 1987. Dans ces conditions les pressions à la baisse du dollar reprendront au fur et à mesure que s'accumuleront les mauvais résultats de la balance commerciale américaine. Le fait que les niveaux des parités susceptibles de conduire à un rééquilibrage à moyen terme des balances courantes soit clairement inférieurs aux estimations, toujours aléatoires, des taux de change assurant la parité des pouvoirs d'achat ne doit pas surprendre : de même qu'une forte appréciation réelle du dollar, accompagnée d'une forte stimulation de la demande intérieure aux Etats-Unis, a conduit aux déséquilibres actuels, l'amenuisement du déficit manufacturier suppose nécessairement que le dollar repasse sensiblement en dessous de sa tendance de moyen terme et que cette dépréciation réelle aille de pair avec un ralentissement substantiel de l'absorption interne aux Etats-Unis. Ces conditions ne seront remplies qu'à partir de 1988. La réduction du déficit commercial en valeur ne commencera à intervenir qu'alors. La résorption du déficit courant sera plus longue à cause de la charge cumulative des intérêts correspondant à la dette extérieure ⁽²⁸⁾.

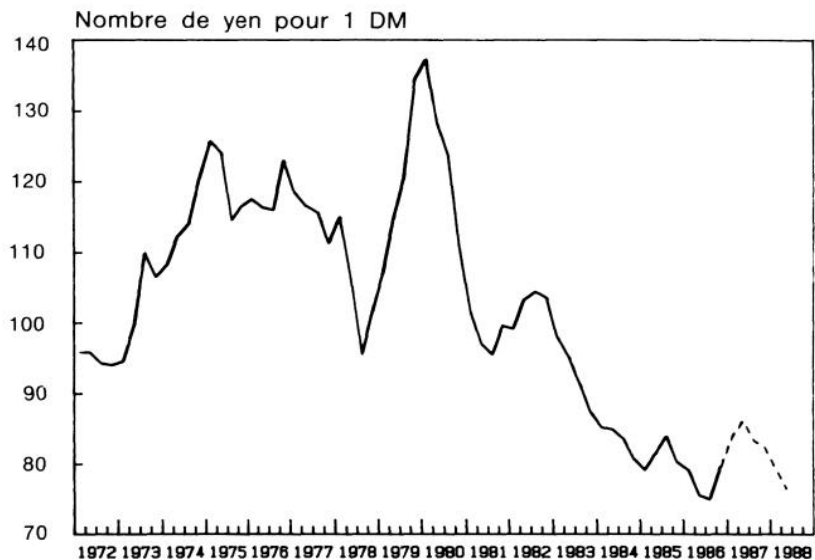
Il est peu probable toutefois que la « surréaction » à la baisse du taux de change du dollar par rapport à sa tendance de moyen terme soit d'ampleur comparable à la « surréaction » à la hausse observée entre 1981 et 1984. Néanmoins dans l'immédiat la baisse des taux d'intérêt attendue aux Etats-Unis à partir du second semestre 1987 en raison du ralentissement de l'activité favorisera la reprise des anticipa-

(28) Selon un rapport établi par le professeur Allan Meltzer pour le Sénat américain la dette extérieure des Etats-Unis, actuellement de 250 milliards de dollars, sera probablement comprise entre 600 et 900 milliards de dollars en 1990 et le service de la dette atteindra 50 à 70 milliards de dollars par an. Une stabilisation de l'encours de la dette extérieure des Etats-Unis dans les années quatre-vingt-dix suppose une amélioration du solde commercial par rapport à la situation actuelle de 200 milliards de dollars, soit 4,5 % du PNB (*Financial Times* du 26 février 1987).

tions à la baisse du dollar, de sorte que celui-ci pourrait tomber à 1,7 DM et 140 yen à la fin de 1987. Un nouveau réaménagement des parités monétaires au sein du SME pourrait, à l'automne, résulter de ces nouvelles pressions à la hausse du DM.

L'accord de New York du 22 septembre 1985 avait été un succès. L'accélération de la baisse du dollar avait été obtenue d'autant plus facilement par les banques centrales que ce mouvement avait déjà été amorcé six mois plus tôt : tant les gouvernements que les opérateurs privés estimaient alors que le dollar devait baisser davantage. L'accord du Louvre est beaucoup plus fragile. Il n'est pas sûr qu'un dispositif d'action concertée puisse s'opposer aux forces du marché au cas où la spéculation à la baisse reprendrait. Par ailleurs les engagements budgétaires des Etats-Unis ne pourront être tenus en 1988 (cf. supra) et, en tout état de cause, leur inscription dans la loi de finances pour 1988 suppose l'approbation du congrès, qui n'est pas acquise d'avance. Pour l'Europe, l'évolution de la parité yen-mark risque fort de devenir décisive, tant il est certain que les efforts de redéploiement des exportations japonaises vers la Communauté européenne se poursuivront et même s'intensifieront cette année et l'année prochaine.

18. Parité yen-mark ^(a)



Source : Cotations officielles sur le marché des changes.

(a) Une diminution traduit une dépréciation du DM par rapport au yen.

Les tensions commerciales persisteront, bien que plus sélectives

La victoire des démocrates aux élections au Congrès américain en novembre 1986 a alimenté les craintes d'un renforcement des dispositions protectionnistes aux Etats-Unis. L'offensive commerciale entreprise par le gouvernement américain en ce début d'année 1987 vis-à-vis de la CEE (marchés céréaliers ibériques, Airbus) semble marquer en outre un durcissement des autorités, soucieuses d'obtenir des résultats rapides en matière de commerce extérieur. Elle fait suite aux accords d'auto-limitation imposés par les Etats-Unis au Japon et à Taïwan dans

le secteur de la machine-outil, deux mois seulement après la conférence ministérielle du GATT qui s'est tenue à Punta del Este en septembre 1986.

La réforme de la législation commerciale (*Trade and Tariff Act*), qui pourrait être votée à l'automne 1987, est traditionnellement précédée aux Etats-Unis d'un activisme beaucoup plus prononcé des *lobbies* protectionnistes. Cet activisme sert naturellement de moyen de pression à l'exécutif dans les négociations commerciales et aussi monétaires menées avec les pays étrangers. Il est donc probable que l'offensive commerciale des Etats-Unis se poursuivra dans les mois à venir et ce d'autant plus que les résultats tarderont à s'améliorer au niveau du commerce extérieur.

Le *Trade Act* ne constituera cependant pas, d'après les informations disponibles, une législation exagérément protectionniste. De nouvelles armes anti-dumping et de rétorsion commerciale pourraient être mises à la disposition du président dans trois domaines clés : l'agriculture, les services et produits de haute technologie et la propriété intellectuelle. Les dispositions très restrictives existant sur les échanges Est-Ouest seront très probablement assouplies. Par ailleurs les autorités américaines pourront se montrer plus menaçantes encore à l'égard des NPI asiatiques, dont près de 40 % des exportations étaient réalisées sur le marché américain en 1986 et qui à eux quatre, ont dégagé un excédent commercial de 30 milliards de dollars vis-à-vis des Etats-Unis l'an passé ⁽²⁹⁾.

Les pressions exercées par les Etats-Unis à la fin de 1986 ont déjà produit certains résultats : entre le dernier trimestre 1986 et janvier 1987, le won sud-coréen s'est apprécié de 3,5 % vis-à-vis du dollar (après six années de dépréciation continue) ; le dollar de Taïwan a gagné 15 % par rapport à la devise américaine depuis septembre 1985. Ces variations de change demeurent toutefois limitées au regard de l'avantage de compétitivité-prix dont bénéficient ces pays sur le marché américain (graphique 16). Il est par ailleurs peu probable que les mesures d'assouplissement de leurs régimes d'importation prises récemment aient un impact significatif sur les exportations américaines. La tentation d'une action plus tranchée sur leur accès au marché américain sera donc très forte en 1987 et 1988.

Le prix du pétrole restera stable autour de 18 dollars le baril

L'accord signé le 20 décembre par les pays de l'OPEP porte sur trois points essentiels : à l'exclusion de l'Irak, les pays membres ont accepté une nouvelle réduction de 5 % de leur quotas de production ⁽³⁰⁾ de sorte que le plafond de production de l'organisation diminue de 0,7 mbj au premier semestre 1987 par rapport au niveau établi en octobre 1986 (14,3 mbj au lieu de 15 mbj) ; en second lieu le retour à compter

(29) A titre de comparaison, le Japon et la CEE n'ont absorbé respectivement que 10 % et 13 % des exportations des NPI asiatiques en 1986. Le solde commercial des quatre pays était excédentaire de 3 milliards de dollars vis-à-vis de la CEE et déficitaire de 18 milliards vis-à-vis du Japon (cf. *World Financial Markets* : « The Asian NICs and US Trade », janvier 1987).

(30) La réduction des quotas est uniforme pour les douze pays (- 5 %) sauf pour l'Iran, qui a obtenu une baisse de 2,7 % seulement.

du 1^{er} janvier 1987 à un système de prix fixes a été décidé et les tarifs officiels sont désormais calculés par rapport à un prix de référence de 18 dollars par baril en appliquant des différentiels de qualité pour chaque brut ; le prix de référence est lui même calculé sur la base d'un panier de sept bruts comprenant une qualité d'un pays non membre de l'organisation, le Mexique ; enfin un comité a été créé afin de réviser régulièrement les prix en fonction de l'état du marché et des besoins éventuels des pays membres. L'Iran n'est pas présent dans ce comité, qui comprend les quatre Etats du Golfe, la Libye, l'Algérie et le Nigéria.

Contrairement à ce qui en a été souvent dit cet accord ne signifie pas que l'Arabie Saoudite ait renoncé à ses objectifs de reprise en main du marché à moyen terme. A la première phase, plus longue que prévue, de guerre des prix (décembre 1985-août 1986) succède une phase de stabilisation du marché dans des conditions compatibles avec les intérêts des producteurs du Golfe à moyen terme. Ces intérêts peuvent être résumés en deux points : stabilisation de la part du pétrole dans l'approvisionnement énergétique mondial (ce qui correspond également à l'intérêt des compagnies pétrolières) ; réduction en valeur absolue de l'offre de pétrole non-OPEP et tout particulièrement de la production pétrolière de l'OCDE (Etats-Unis, mer du Nord). La condition nécessaire pour que ces objectifs soient atteints est que le prix du pétrole demeure inférieur au prix qui assure l'équilibre entre l'offre et la demande mondiale à moyen terme. Un prix de 18 dollars le baril satisfait cette condition.

Ce qui est abandonné en revanche, c'est l'espoir que la baisse du prix du pétrole permettrait à elle seule une reprise forte de la consommation mondiale de brut. Nous avons vu que cette reprise est intervenue en 1986, mais qu'elle est restée très modeste. Certes l'élasticité-prix de la demande de pétrole n'est pas nulle à court terme, mais son impact est considérablement réduit par la poursuite d'un flux important d'économies d'énergie. Celles-ci résultent à la fois des efforts de substitution réalisés à la suite des deux chocs pétroliers au profit d'énergies nouvelles et de l'ampleur des mutations industrielles intervenues depuis dix ans au profit des branches, des équipements et des produits à faible consommation énergétique. De plus en 1987 et 1988 la consommation mondiale de brut sera affectée par le ralentissement marqué de l'activité dans les pays de l'OCDE. La conjugaison de ces trois effets (élasticité-prix, économies d'énergie, élasticité-revenu) nous conduit à retenir une progression de la consommation de pétrole de l'OCDE de 1 % seulement cette année et de 0,6 % l'an prochain.

Du côté de l'offre le déclin de la production de l'OCDE s'ajoutera à la baisse de la production de l'OPEP et aux engagements d'un certain nombre d'autres producteurs (producteurs africains, Norvège, URSS, Oman, Mexique) de réduire leur rythme d'extraction de 5 à 10 % selon les cas, de sorte que la production mondiale baissera fortement au premier semestre 1987 (- 2,5 mbj par rapport au second semestre 1986, soit - 5 %). Les compagnies seront donc contraintes de réduire de façon substantielle les importants stocks accumulés en 1986. Purgé de ses stocks excédentaires, le marché s'équilibrerait ensuite dans des conditions autorisant une augmentation progressive du plafond de production de l'OPEP, qui pourrait être relevé de près de 2 mbj d'ici la fin de 1988.

16. Répartition de la production de l'OPEP

En millions de barils par jour

	Quotas d'octobre 1984 repris en août 1986 ^(a)	Quotas décidés en octobre 1986 ^(b)	Quotas décidés en décembre 1986 ^(c)	Production au quatrième trimestre 1986
Arabie Saoudite	4,353	4,353	4,133	5,24
Koweït	0,900	0,999	0,948	1,24
Emirats Arabes Unis	0,950	0,950	0,902	1,23
Qatar	0,280	0,300	0,285	0,30
Irak ^(d)	1,200	1,200	1,466	1,63
Iran	2,300	2,317	2,255	1,65
Algérie	0,663	0,669	0,635	0,60
Libye	0,990	0,999	0,948	1,00
Nigéria	1,300	1,304	1,238	1,30
Gabon	0,137	0,160	0,152	0,16
Indonésie	1,189	1,193	1,133	1,32
Venezuela	1,555	1,574	1,495	1,73
Equateur	0,183	0,221	0,210	0,24
Total OPEP hors Irak	14,800	15,039	14,334	16,07

Source : Petroleum Economist.

(a) Pour la période de septembre-octobre 1986.

(b) Pour la période de novembre-décembre 1986.

(c) Pour le premier semestre 1987.

(d) Quotas non acceptés par ce pays, depuis août 1986.

Dans ces conditions, sous réserve que l'accord de décembre dernier soit respecté ⁽³¹⁾, le prix du baril oscillerait en 1987 autour d'une moyenne de 17,5 dollars et s'approcherait progressivement des 20 dollars en 1988.

17. Prévisions d'équilibre du marché pétrolier et de prix de pétrole en 1987 et 1988

En millions de barils par jour

	1987		1988		1986	1987	1988
	S1	S2	S1	S2			
Consommation OCDE	35,2	35,2	35,5	35,3	34,8	35,2	35,4
Production OCDE	16,8	16,7	16,3	16,1	17,0	16,7	16,2
Variation de stocks OCDE	- 0,3	0,3	- 0,3	0,3	0,4	0	0
Gains de transformation	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Importations nettes OCDE	17,1	17,8	17,9	18,5	17,2	17,5	18,2
Exportations nettes OPEP	14,6	15,4	16,2	17,0	16,0	15,0	16,6
Exportations nettes PEC	1,5	2,0	1,6	2,1	1,9	1,7	1,8
Importations nettes PED	0,0	0,1	0,0	- 0,2	0	0	- 0,1
Résidu ^(a)	- 1,0	- 0,5	- 0,1	0,8	0,7	- 0,8	0,3
Prix du baril en dollar	17,2	17,8	18,5	19,5	14,4	17,5	19,0

Source : Prévisions OFCE.

(a) Solde de l'offre et de la demande mondiale de pétrole brut non compris les variations de stocks hors OCDE et en mer ; un signe négatif correspond à un excès de demande pouvant être compensé par une diminution des stocks non détenus dans les pays de l'OCDE.

(31) Des dépassements de quotas, dus notamment aux Emirats arabes unis, ont été enregistrés au mois de février 1987, provoquant une érosion du prix, qui est revenu un temps à 16 dollars le baril. Les pressions de l'Arabie Saoudite ont, semble-t-il, permis de mettre, à la fin de février, un terme à cette situation.

Une nouvelle phase dans la crise de la dette du Tiers Monde ?

La décision prise le 20 février 1987 par le Brésil de suspendre pour une durée indéterminée le paiement des intérêts sur sa dette à moyen et long terme marque sans doute un tournant dans l'évolution de la crise de la dette des pays en développement.

On peut distinguer trois phases dans la gestion de cette crise depuis cinq ans. L'effondrement financier du Mexique en août 1982 avait ouvert une première phase caractérisée par l'adoption de mesures à court terme visant à préserver la stabilité immédiate du système : rééchelonnements des échéances proches sur des périodes relativement courtes assortis de conditions financières dures⁽³²⁾ et conditionnés par des politiques d'ajustement privilégiant l'équilibre extérieur au détriment du développement de l'économie. La seconde phase commence en 1984 avec la négociation d'accords de rééchelonnement pluri-annuels qui permettent de véritables restructurations de la dette sur des périodes plus longues (14 ans dans le cas de l'accord signé par le Mexique en 1985) en évitant la concentration des remboursements importants sur certaines années. L'annonce en octobre 1985 du plan Baker semblait indiquer l'entrée dans une troisième phase, la priorité étant désormais donnée à la croissance des économies débitrices grâce à l'injection de nouveaux crédits.

L'initiative Baker ayant échoué (cf. supra), la décision brésilienne repose dans toute sa brutalité le problème de l'incompatibilité entre la restauration d'une croissance économique durable dans les pays débiteurs et le maintien d'un transfert de ressources considérables de ces pays vers les nations créditrices. Rappelons que, sur les quatre dernières années, les transferts nets — différence entre les nouveaux crédits obtenus et le service de la dette payé — des seuls pays retenus par le plan Baker ont été négatifs de 82 milliards de dollars, en ne prenant en compte que les flux portant sur la dette à moyen et long terme. Cela représente un quart de l'ensemble de leurs importations de biens et services au cours de la période 1983-1986.

Le cas brésilien est certes spécifique. Il y a un an le lancement du plan « cruzado » faisait naître l'espoir d'une maîtrise du processus hyper-inflationniste, alors même que la baisse du prix du pétrole et des taux d'intérêt laissait entrevoir la possibilité d'assouplir la contrainte extérieure.

L'explosion de la demande intérieure provoquée par le gel des prix et l'évolution défavorable des cours des matières premières ont anéanti ces espoirs. La réduction de la facture pétrolière, de l'ordre de 2,5 milliards de dollars en 1986, a été entièrement absorbée par un surcroît d'importations de produits manufacturés, tout particulièrement de biens d'équipement. Dans le même temps les exportations diminuaient de 2

(32) A titre d'exemple, le Mexique avait obtenu en 1983 le rééchelonnement sur huit ans des échéances de sa dette publique tombant entre août 1982 et décembre 1984, soit 23 milliards de dollars au taux interbancaire sur la place de Londres (Libor) augmenté d'une marge (*spread*) de 1 7/8. Un nouveau crédit de 5 milliards de dollars était également consenti par les banques sur six ans assorti d'un *spread* de 2 1/4.

milliards de dollars, en raison notamment d'un manque à gagner considérable sur les exportations de café et de soja. La quasi disparition de l'excédent commercial à partir de novembre 1986 a provoqué un effondrement des réserves de changes, qui sont tombées en dessous de 4 milliards de dollars à la fin de février 1987, au lieu de 10 milliards à la fin de 1985. La décision des autorités brésiliennes résulte logiquement de cette détérioration accélérée des comptes extérieurs du pays en même temps qu'elle contribue à rétablir la popularité du gouvernement Sarney, fortement affectée par l'échec du plan « cruzado ». Elle n'en est pas moins révélatrice d'un durcissement progressif de l'attitude des principaux débiteurs du Tiers Monde depuis quelques mois.

Les premiers signes d'une modification du rapport de forces entre créanciers et débiteurs sont apparus avec la conclusion de l'accord mexicain avec le FMI en juillet 1986. Outre une souplesse inhabituelle du Fonds quant aux engagements de politique économique du Mexique, cet accord instaurait un mécanisme de compensation financière du manque à gagner sur les recettes d'exportation du pays au cas où le prix du baril de pétrole tomberait en dessous de 9 dollars. Trois mois plus tard, en octobre 1986, les banques commerciales acceptaient une marge de 13/16 « seulement » au dessus du Libor pour les 52 milliards de dollars d'échéances nouvellement rééchelonnées et les 7,7 milliards d'argent frais qu'elles s'engageaient à apporter.

En novembre le gouvernement philippin exigeait à son tour des banques commerciales des conditions aussi favorables que celles obtenues par le Mexique. Le refus des banques provoquait la rupture des négociations, qui devaient reprendre en mars 1987. En janvier 1987 le Brésil devenait le premier pays à obtenir du Club de Paris un rééchelonnement de sa dette publique envers les gouvernements étrangers sans accord préalable passé avec le FMI sur la conduite de sa politique économique ⁽³³⁾. Après l'annonce du moratoire partiel sur la dette brésilienne à long terme (68 milliards de dollars) en février, l'Argentine, le Venezuela, les Philippines, l'Equateur ⁽³⁴⁾ et le Pérou faisaient savoir qu'ils approuvaient la décision brésilienne et qu'ils réviseraient en conséquence leur position sur la renégociation de leur propre dette.

Ce changement d'attitude se produit alors que la position des banques commerciales n'est plus aussi homogène que par le passé. Les grandes banques américaines qui détiennent un tiers des créances sur les plus grands débiteurs latino-américains, n'ont provisionné celles-ci qu'à hauteur de 5 %. Les banques européennes auraient provisionné quant à elles entre 15 % et 30 % selon les pays de leurs créances sur l'ensemble des PED et entre un tiers et la moitié de leurs créances sur les grands débiteurs latino-américains.

Ces différences s'expliquent pour partie par une plus grande libéralité de la réglementation bancaire américaine. Elles résultent surtout de

(33) Ce rééchelonnement a été obtenu après que le Brésil ait menacé de rompre les négociations si mention était faite d'un accord avec le FMI sur la conduite de la politique économique.

(34) L'Equateur a annoncé le 24 février 1987 qu'il réduirait de moitié les versements dus au titre du service de la dette en 1987. Ceux-ci (0,35 milliard de dollars au lieu de 0,7) seront en outre versés en une seule fois et non en quatre échéances trimestrielles. Le Pérou confirmait par ailleurs le 22 février qu'il ne rembourserait pas 200 millions de dollars d'arriérés dus au FMI.

la plus grande masse de créances douteuses accumulée par les banques américaines, qui ont jusqu'ici surtout provisionné leurs créances sur les secteurs américains en difficulté, tout particulièrement l'énergie et l'agriculture. La concentration des risques bancaires est en outre extrêmement grande outre-Atlantique. A la mi-1986 les deux tiers des créances des banques américaines sur le Mexique, le Brésil, l'Argentine et le Venezuela étaient détenues par quatre banques : Citicorp, Bank of America, Manufacturer Hanover, Chase Manhattan. En janvier 1987 ces créances s'échangeaient à 67 % seulement de leur valeur faciale sur le marché secondaire des créances sur les PED.

Durcissement des débiteurs, fissuration du front des créanciers, l'année 1987 pourrait s'avérer décisive pour la gestion d'une crise qui dure depuis maintenant cinq ans. L'enjeu en est clair : c'est la réduction du transfert net des pays débiteurs vers les nations créditrices. Celui-ci peut être obtenu soit par reprise des financements bancaires, ce qui a échoué jusqu'ici, soit par la diminution des paiements au titre du service de la dette.

En 1986 les versements d'intérêts sur la seule dette à long terme des quinze pays retenus par le plan Baker se sont élevés à 31 milliards de dollars, soit un taux d'intérêt apparent de 8 %. Un tel taux n'est évidemment pas supportable par des pays dont la croissance du PNB en dollars atteint difficilement 4 % par an. La réduction de moitié des versements au titre des intérêts de la dette appliquée aux quinze pays en question, leur aurait procuré en 1986 une capacité d'importation supplémentaire de 15 milliards de dollars, soit encore 1 % du commerce mondial de produits manufacturés réalisé l'an passé. Il est à craindre que, si la réduction nécessaire des taux d'intérêt n'est pas négociée rapidement, les décisions unilatérales de suspension ou de limitation des paiements ne se multiplient.

Les importations de produits manufacturés des pays en développement se stabiliseront à un niveau très bas en 1987 et 1988

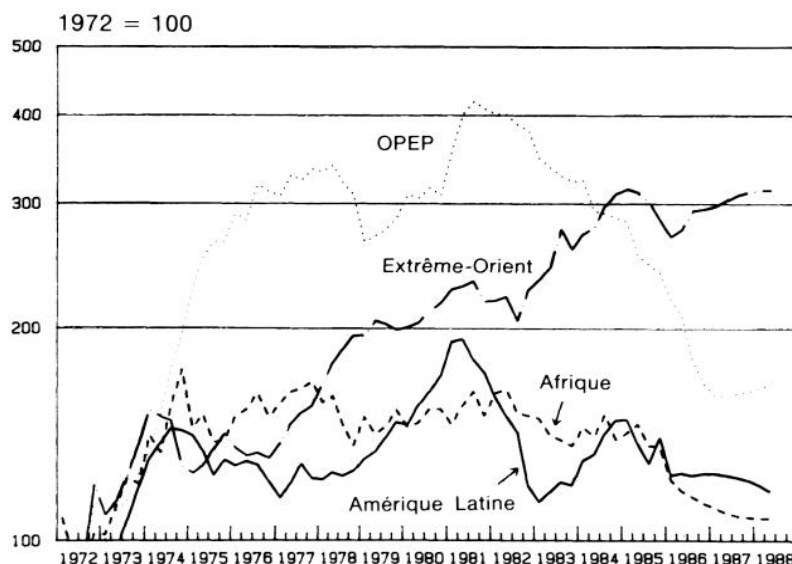
Le redressement du prix du pétrole depuis août 1986 et sa stabilisation autour de 18 dollars attendue en 1987 ne permettra d'enrayer la baisse du volume des importations de l'OPEP qu'à partir du second semestre 1987. Le pouvoir d'achat des exportations pétrolières, bien plus sensible aux variations du prix du pétrole qu'à celles des quantités exportées, continuera toutefois d'être affecté par la dépréciation du dollar. Les contraintes de balance des paiements restant fortes pour les pays à grande capacité d'absorption (Indonésie, Nigéria, Venezuela, Algérie), une véritable reprise des importations en volume est exclue avant la fin de 1988.

Les importations de l'Afrique et de l'Amérique Latine hors OPEP resteront contraintes par l'évolution des prix des produits primaires et des ressources financières privées ou publiques qui seront mises à la disposition de ces pays. Seul exportateur important de produits manu-

facturés, le Brésil n'échappera pas à la nécessité de limiter une nouvelle fois ses importations, processus déjà engagé depuis deux mois ⁽³⁵⁾. L'excès d'offre persistant sur la plupart des marchés et le ralentissement prévu de l'activité industrielle entraîneront une poursuite de la détérioration des prix des matières premières non énergétiques qui pourraient baisser de 2 % en 1987 en moyenne annuelle. Sauf reprise des flux d'aide officielle, les importations africaines continueront donc à baisser en volume, tandis que celles de l'Amérique Latine reviendront à leur point bas de la fin de 1982 ou encore de la fin de 1976 (graphique 20).

Parmi les régions en développement seul l'Extrême-Orient connaîtra en 1987 une progression importante (+ 8 %) du volume de ses importations de produits manufacturés. Bien qu'une partie des pays de cette région (Chine populaire, Inde, Malaisie, Thaïlande, Philippines) continue à subir de fortes contraintes de balance des paiements, les importations de la zone seront tirées par la forte demande en provenance des NPI à l'exception de Singapour dont l'économie tarde à se rétablir. Cependant à partir du second semestre 1987 cette tendance s'atténuera en raison de la contraction en volume des importations américaines et de ses effets négatifs sur l'activité des NPI.

Au total la demande d'importation de produits manufacturés par les pays en développement cesserait de se contracter à partir du second semestre 1987 et elle resterait stable ensuite, les évolutions contradictoires de ses différentes composantes se compensant.



19. Les importations de produits manufacturés en volume des régions en développement

Sources : OCDE Série A, calculs, estimations et prévisions OFCE.

(35) Les autorités brésiliennes ont décidé à la fin de janvier 1987 de suspendre pour une durée indéterminée les importations de 2 200 produits manufacturés et de certaines matières premières. Seuls les produits considérés comme indispensables à la croissance économique continueront à être importés (*Agéfi* du 26 janvier 1987).

L'activité restera modérée en Europe et au Japon

Au Japon les effets négatifs de l'appréciation du yen sur l'activité seront difficilement compensés par la stimulation de la demande intérieure

L'activité économique, très soutenue au Japon entre 1983 et le milieu de 1985, a depuis lors perdu son dynamisme et connu un certain tassement en 1986 en raison des conséquences de l'appréciation du yen sur les échanges de biens et services. Les hypothèses d'environnement international du Japon, non plus que le énième engagement de son gouvernement de mener une politique stimulant la demande intérieure, ne permettent pas d'envisager une accélération significative de la croissance économique d'ici à la mi-1988. La politique monétaire restera plutôt accommodante, voire légèrement expansive à partir du second semestre 1987 si l'on se réfère à un indicateur de taux d'intérêt réel. Il est probable en effet que même si les autorités monétaires n'abaissent plus leur taux d'escompte, revenu de 3 % à 2,5 % le 23 février 1987 en gage de bonne foi à l'accord de stabilisation des taux de change, elles hésiteront à le relever tant est fort le souci de stopper l'appréciation du yen. Or, dans le même temps, l'indice des prix à la consommation cessant de baisser, le taux d'inflation redeviendra légèrement positif. La politique budgétaire sera plus favorable à l'activité qu'en 1986, mais n'aura pas le caractère expansionniste que veulent laisser entendre les autorités japonaises. Le ministre des Finances a d'ailleurs pris des précautions dans la déclaration commune du 22 février : « un programme économique d'ensemble sera préparé après l'approbation du budget 1987 par la Diète (le parlement japonais), de façon à stimuler la demande intérieure, *tout en prenant dûment en compte la situation qui prévaudra alors* ». En tout état de cause, et quelle que soit l'ampleur de ces mesures, les effets sur l'activité n'interviendront qu'après le premier semestre 1988, c'est-à-dire au delà du champ couvert dans la présente chronique. Par ailleurs la réforme fiscale actuellement soumise au parlement prévoit, selon le modèle américain, des réductions des taux d'imposition des ménages et des entreprises. En contrepartie un nouveau type de taxe indirecte sur les ventes (semblable à la TVA) serait instauré et le système d'exemption fiscale pour les comptes d'épargne serait aboli.

Selon le Nomura Research Institute ⁽³⁶⁾ la mise en place de cette réforme se traduira dans le meilleur des cas par une hausse de 0,3 % du PNB (par rapport à ce qu'il aurait été à situation fiscale inchangée) au cours de l'année fiscale 1987, si bien qu'il est tentant de parler de simulation plutôt que de stimulation. Les mesures de relance annoncées en septembre 1986 dans le budget additionnel approuvé mi-novembre pourraient cependant renforcer l'impact de cette réforme. Les commen-

(36) Quarterly Economic Review, février 1987.

taires officiels font état d'une augmentation des dépenses de 3 600 milliards de yen, dont l'impact sur le PNB serait de l'ordre de 1,5 %. Toutefois, abstraction faite des transferts entre secteurs de l'administration centrale, les dépenses nettes n'augmenteront que de 350 milliards de yen par rapport aux crédits initialement inscrits au budget de l'exercice 1986.

La faiblesse de ces mesures de relance sera néanmoins masquée, tout comme en 1986, par la frappe et l'émission de nouvelles pièces d'or commémoratives, qui auront pour effet de gonfler artificiellement la demande intérieure et les importations. Dans un premier temps l'importation d'or industriel entraîne une augmentation des stocks du secteur public. Dans un deuxième temps la fabrication des pièces d'or se traduit par un déstockage public et une augmentation de la consommation publique correspondant aux coûts de fabrication et à la valeur du métal utilisé. Par la suite l'effet sur la demande intérieure est fonction du comportement d'épargne des agents se portant acquéreurs. Dans le meilleur des cas la baisse du taux d'épargne des ménages permettra le maintien du volume de la consommation privée, médailles exclues, et l'effet net sur la demande intérieure sera égale à la valeur marchande des médailles. En revanche si le taux d'épargne reste stable la demande adressée aux autres secteurs baissera d'autant.

En matière de commerce extérieur la poursuite de l'amélioration des termes de l'échange sous l'effet d'une dépréciation poursuivie du dollar compensera la détérioration du volume des échanges, de sorte que l'excédent commercial restera proche de 85 milliards de dollars, après 93 en 1986 et 56 en 1985. Le solde des échanges de produits manufacturés en valeur ne diminuera que très modérément, l'essentiel de la variation du solde global provenant de l'accroissement du déficit énergétique. Le solde courant reviendra donc aux environs de 75 milliards de dollars, après 86 milliards en 1986. En revanche le déficit de la balance de base continuera à se creuser en raison de la poursuite du mouvement d'internationalisation du yen, mouvement favorisé par l'appréciation de cette monnaie ⁽³⁷⁾.

La consommation des ménages, stimulée par les gains de termes de l'échange, continuera à soutenir l'activité en 1987. Les négociations salariales de printemps semblent s'orienter vers une hausse des salaires nominaux de 2,7 % en 1987, après 4,5 % en 1986 et 5 % en 1985. La baisse du taux d'épargne des ménages, que favorisera la réforme fiscale, permettra de maintenir un rythme de croissance de la consommation de 4 % sur l'année malgré une moindre progression de pouvoir d'achat.

L'investissement privé en équipement se ralentira fortement après la chute impressionnante des bénéfices des sociétés en 1986 ⁽³⁸⁾. En

(37) Les sorties nettes de capitaux à long terme du Japon ont atteint 64 milliards de dollars en 1985 et 132 milliards en 1986. Le déficit de la balance de base japonaise est passé de 15 milliards de dollars en 1985 à 46 milliards en 1986.

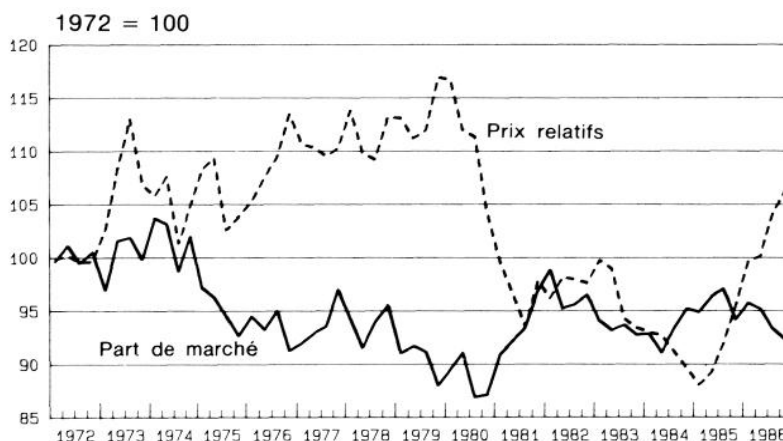
(38) Les bénéfices avant impôt des grandes entreprises du secteur industriel auraient baissé de 17 % en 1986 selon une enquête de Daiwa Securities auprès de 391 sociétés inscrites à la Bourse de Tokyo.

revanche l'investissement en logement et l'investissement public resteront soutenus. Au total, la croissance ne s'accélérera pas en 1987, le PNB augmentant de 2,5 % comme en 1986.

La croissance économique ne dépasserait pas 2 % en RFA en 1987

Les derniers mois de 1986 ont été marqués par un recul de l'activité en RFA : baisse du PNB de 0,4 % au quatrième trimestre, retrait de la production manufacturière particulièrement sensible dans les secteurs des biens intermédiaires et des biens d'équipement. L'intensification de la concurrence, tant sur les marchés intérieur qu'extérieur, explique pour partie ces évolutions. La RFA a continué de perdre au dernier trimestre 1986 des parts de marché à l'exportation vis-à-vis de ses principaux concurrents de l'OCDE. La contraction de la demande des Etats-Unis et de l'OPEP est une autre cause importante de tassement des ventes.

20. RFA : prix relatifs et parts de marché à l'exportation (a) en volume sur les produits manufacturés



Sources : Bundesbank, OCDE Série A, calculs OFCE.

(a) Les prix relatifs à l'exportation sont calculés par le rapport des prix à l'exportation de la RFA en dollars aux prix à l'exportation en dollars des sept autres grands pays de l'OCDE. Les parts de marché en volume sont calculées par rapport à la demande adressée à la RFA.

Sur le marché intérieur le mouvement de pénétration des produits étrangers s'est accentué en fin d'année, les importations de produits manufacturés progressant de 3 % en volume alors que le PNB se contractait. L'extérieur a donc eu un impact fortement négatif sur l'activité au dernier trimestre 1986. Les intentions d'investissement en ont été promptement affectées et dans l'industrie le climat des affaires s'est sensiblement détérioré au second semestre 1986, tandis que l'utilisation des capacités de production devenait moins intense en fin d'année après les hauts niveaux enregistrés en septembre. Le ralentissement de l'activité au dernier trimestre a pesé sur les revenus distribués aux ménages. La progression de l'emploi s'est ralentie et celle du pouvoir d'achat du revenu disponible brut a été d'autant plus faible que les prix ne baissaient plus en fin d'année. La diminution mal anticipée de la demande au dernier trimestre a provoqué une formation croissante de stocks (non désirée, comme en témoignent les enquêtes) qui a néan-

moins permis de limiter la baisse de l'activité. Il est à craindre cependant qu'une compensation ne s'observe au début de 1987, pesant ainsi en sens inverse sur l'évolution du PNB, déjà fortement hypothéquée.

En 1987 la politique économique ne sera que très modérément expansive. La Banque centrale tentera d'éviter un nouveau dérapage des agrégats monétaires. La fourchette de progression a été fixée à 3-6 % pour la quantité de monnaie Banque centrale. Cette volonté a été réaffirmée par les mesures de réduction de la liquidité bancaire (baisse des plafonds de réescompte et augmentation des coefficients des réserves obligatoires) qui ont accompagné la réduction des taux de l'escompte et du Lombard d'1/2 point le 22 janvier 1987. On peut néanmoins s'attendre à une légère décrue du taux d'intérêt à court terme qui passerait de 4,5 % à la fin de 1986 à 4,2 % à la fin de 1987 et à 4 % à la mi-1988 en ligne avec les baisses initiées aux Etats-Unis.

Après la pause observée en 1986 la politique d'assainissement des finances publiques se poursuivra en 1987. Les dépenses fédérales augmenteront de 2 % en volume par rapport à 1986. Le déficit de l'Etat central serait limité à 22,7 milliards de DM, après 23,5 milliards en 1986. La question reste néanmoins posée de savoir dans quelle mesure le gouvernement acceptera d'infléchir sa politique financière en cours d'année. Début mars, préoccupé par la baisse continue des commandes adressées à l'industrie, le gouvernement décidait d'augmenter de moitié les allègements d'impôts sur le revenu prévus pour le 1^{er} janvier 1988. Ces allègements seront ainsi portés à 14 milliards de DM, ce qui va dans le sens des engagements pris par la RFA lors de la réunion du Louvre le 22 février. Ils n'ont toutefois pas été avancés de six mois, comme le réclament les instituts de conjoncture et la fédération des banquiers. On ne peut donc en attendre un effet sur l'activité qu'au deuxième trimestre 1988, au plus tôt.

L'issue des *négociations sur la durée du travail* et la revalorisation des salaires pourrait se solder par une réduction modérée de la durée hebdomadaire et par une hausse des salaires nominaux de l'ordre de 3 %. La croissance de la production autorisera la création d'environ 180 000 emplois, au lieu de 260 000 en 1986. Les prix à la consommation n'augmenteront que faiblement, en moyenne annuelle de + 0,7 %, après - 0,2 % en 1986.

Ainsi la masse salariale progressera à prix constants de 2,8 % pendant l'année 1987. Les transferts augmenteront sous l'impulsion des prestations maladies et de la revalorisation des prestations vieillesse de 3,7 % au 1^{er} juillet, malgré la réduction des allocations aux chômeurs de longue durée. En raison de la progressivité de l'impôt sur le revenu dont les tranches ne sont pas indexées, le taux d'imposition augmentera à nouveau en 1987, mais déclinera au premier semestre 1988, du fait de la réforme fiscale. Au total le revenu disponible des ménages augmentera de 2,7 % en 1987. La consommation pourrait progresser au même rythme (2,8 %), le taux d'épargne se stabilisant un peu au dessus de 13 %.

En matière d'investissement l'augmentation des dépenses d'équipement sera, selon les enquêtes les plus récentes, du même ordre qu'en

1986 (+ 5 %). Les motifs de rationalisation et de modernisation de l'appareil productif existant priment celui d'extension de capacité, alors qu'ils faisaient jeu égal dans les intentions d'investissement déclarées en automne dernier. L'appréciation du DM et les révisions des prévisions de croissance expliquent pour l'essentiel ce renversement. L'investissement en bâtiment bénéficiera de la très légère reprise de l'investissement logement des ménages, de la progression continue de la demande publique de construction et de la prospérité des secteurs des services et des commerces enregistrée en 1986.

Sur les marchés étrangers l'arrêt de la baisse des prix à l'exportation en monnaie nationale entraînera une détérioration de la compétitivité des entreprises allemandes, qui continueront à perdre des parts de marché. Au total le PNB n'augmenterait que de 2 % en 1987, après 2,5 % en 1985 et 1986, soit un chiffre légèrement inférieur aux objectifs gouvernementaux, mais conforme aux prévisions de la plupart des instituts de conjoncture ouest-allemands.

Les perspectives sont en revanche plus favorables au Royaume-Uni

La poursuite d'une croissance soutenue de la demande intérieure, combinée à un renforcement de la position compétitive de l'industrie britannique, s'est traduite par une amélioration sensible des résultats économiques ces derniers mois. Après une période d'attentisme suscitée principalement par l'incertitude liée aux fluctuations de la livre, la reprise amorcée à la fin de 1986 devrait se confirmer cette année et sera facilitée par les modifications récentes de la politique gouvernementale.

Depuis le mois de juillet 1985, période à partir de laquelle la livre sterling a commencé à se déprécier, jusqu'au mois de décembre 1986 le taux de change effectif de la livre a perdu 18 %. La livre s'est dépréciée de 29 % vis-à-vis du DM et de 23 % vis-à-vis du franc. Cette évolution illustre la fin de la stratégie monétaire adoptée par le gouvernement de Margaret Thatcher depuis 1979. Elle a été accompagnée par l'abandon de l'indicateur M3 comme agrégat de contrôle de la masse monétaire en faveur d'une mesure beaucoup plus étroite ne comprenant que les billets et les pièces de monnaie en circulation (MO).

Ce changement d'attitude, très net depuis l'échec des tentatives de soutien de la monnaie par relèvement des taux d'intérêt du début de 1986, se traduira en 1987 par d'importantes baisses des taux nominaux à court terme, qui pourraient revenir de 10,7 % au dernier trimestre 1986 à 8 % à la fin de 1987. L'approche des élections législatives, prévues normalement au début de 1988, favorisera ce mouvement. La reprise de l'inflation sera limitée de même que dans les autres pays européens. L'augmentation des prix à la consommation pourrait dépasser légèrement 4,5 %, après 3,4 % en 1986. Les taux d'intérêt réels qui, mesurés *ex-post*, sont actuellement les plus élevés parmi les grands pays industrialisés, baisseraient donc fortement en 1987.

Revendication de longue date des industriels britanniques, la dépréciation de la livre a permis de conforter la situation des producteurs, notamment dans l'industrie manufacturière. La détente attendue sur les taux d'intérêt permettra une reprise de l'investissement industriel devenu indispensable au maintien de l'activité compte tenu de la saturation des capacités de production.

La politique monétaire orientée vers le soutien de l'activité s'accompagnera en 1987 d'une politique budgétaire résolument expansive. Les changements observés lors de la présentation pré-budgétaire du mois de novembre se sont précisés ces derniers mois. Il apparaît dès lors que l'élément considéré depuis 1979 comme indispensable à l'assainissement financier par les conservateurs, à savoir la réduction des dépenses publiques, est dans l'immédiat écarté pour des considérations pré-électorales⁽³⁹⁾. La présentation le 17 mars dernier du budget pour l'année fiscale 1987-1988 a confirmé cette tendance avec l'annonce d'une augmentation des dépenses publiques, de 1,5 % en volume et d'une réduction de deux points des taux d'imposition sur le revenu des ménages et sur les bénéficiaires des petites entreprises.

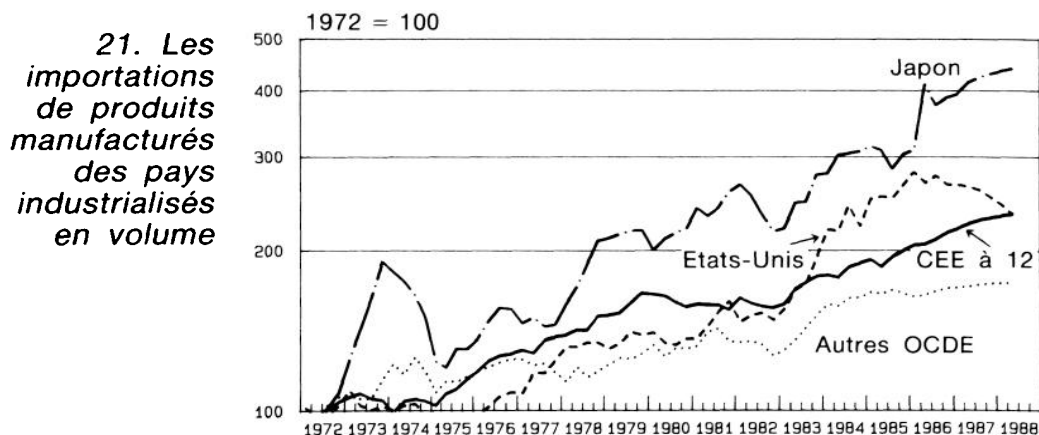
L'évolution des salaires sera à peine plus modérée qu'au cours des deux dernières années. Les chiffres publiés par le ministère de l'Emploi laissent envisager une progression de l'ordre de 7 % en 1987, après 8 % en 1986. L'amélioration enregistrée en matière d'emploi depuis août 1986 se poursuivra en 1987. Les mesures engagées par le gouvernement autoriseront une nouvelle résorption du nombre de chômeurs dans les prochains mois. Par ailleurs les pertes d'emplois dans l'industrie manufacturière sont en sensible décélération. Le nombre de travailleurs indépendants, ainsi que le nombre d'employés dans le secteur des services continueront à progresser rapidement. Globalement, au cours de l'année 1987, l'emploi salarié pourrait s'accroître de près de 200 000 personnes, soit + 1 % par rapport à 1986. Ces évolutions permettront une nouvelle augmentation substantielle (+ 3,5 %) du revenu disponible brut des ménages en termes réels. La consommation des ménages, très dynamique en 1986, restera donc soutenue en 1987 (+ 4 %) malgré un ralentissement en fin d'année. En dépit d'une remontée importante des exportations de biens et services, le solde courant restera déficitaire en 1987 à cause d'une augmentation rapide des importations. La reprise des exportations amorcée, à la fin de 1986, se poursuivra durant l'année 1987 et bénéficiera au secteur manufacturier. Cette reprise s'essouffera cependant en fin d'année et au premier semestre 1988, du fait de la contraction des importations américaines. Globalement toutefois, les exportations de biens et services s'accroîtront en 1987 à un rythme supérieur à 4,5 % en volume. Les importations de biens et services augmenteront encore fortement cette année (+ 6 % après + 5,4 % en 1986) et porteront tant sur les biens de consommation que sur les biens d'équipement. Le déficit commercial dépasserait 10 milliards de livres en 1987 en raison d'un gonflement du déficit manufacturier et le déficit courant atteindrait 3 milliards de livres après un milliard en 1986.

(39) V. Riches, « Royaume-Uni : des difficultés structurelles », Revue de l'OFCE, n° 18, janvier 1987.

Les résultats escomptés pour les trimestres à venir apparaissent en définitive plus satisfaisants que ceux observés au cours des dix-huit derniers mois : le taux de croissance du produit intérieur brut pourrait atteindre 3 %, après 2,6 % en 1986.

Le commerce mondial de produits manufacturés restera peu dynamique en 1987

De même qu'en 1986, le rythme de croissance du commerce mondial de produits manufacturés sera limité en 1987 par la contraction, puis la stagnation du volume des importations des pays en développement (graphiques 9 et 19). Nous avons vu qu'une reprise de la demande d'importation de ces pays considérés globalement n'est guère susceptible d'intervenir avant la fin de 1988. Au sein de la zone OCDE les Etats-Unis ont abandonné depuis le début de l'année 1986 leur rôle de locomotive de la demande mondiale au profit de la CEE et du Japon.



Sources : OCDE Série A, calculs et prévisions OFCE.

A la mi-1988 l'Europe des douze aura ainsi rattrapé le retard pris entre 1983 et 1985 sur les Etats-Unis en matière d'importation de produits manufacturés. Cette redistribution géographique des importations mondiales au profit de la zone CEE est favorable à la France. La progression en volume de la demande adressée à la France sera donc plus importante que celle de la demande mondiale en 1987, comme en 1986 (+ 3,1 % après + 3,2 %) malgré l'orientation défavorable de nos ventes sur les marchés du Tiers Monde. De même qu'en 1986 la capacité de notre industrie à soutenir la concurrence étrangère et notamment celle des pays asiatiques sur des marchés proches déterminera dans une très large mesure ses perspectives de croissance.

Achévé de rédiger le 9 mars 1987

18. Etats-Unis

Equilibre des biens et services en volume (aux prix de 1982)	Niveau en 1985	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent										
	Unité : milliards de dollars 1982	1985		1986		1987		1988	1984	1985	1986	1987
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1				
Consommation des ménages	2 324,5	1,8	1,9	1,9	2,4	0,5	0,6	- 0,1	4,7	3,5	4,1	2,0
Consommation publique	721,2	2,3	5,5	- 0,9	3,8	- 0,1	0,7	0,0	4,0	6,8	3,7	2,2
FBCF totale privée	638,7	3,2	3,9	- 0,6	1,0	- 0,8	- 2,7	- 3,9	16,1	7,7	1,8	- 1,6
dont : — productive	461,4	3,5	3,8	- 2,7	- 0,8	- 1,3	- 1,7	- 2,8	16,9	9,3	- 1,3	- 2,5
— logement	177,3	2,4	4,0	4,8	5,2	0,5	- 4,8	- 6,5	14,3	3,9	9,7	0,5
Exportations	362,3	- 2,7	- 1,6	1,4	3,3	4,3	2,7	1,2	6,2	- 2,0	2,3	7,5
Importations	470,5	- 1,2	5,1	4,6	5,9	- 0,7	- 4,3	- 4,6	23,2	3,8	10,4	0
Variations des stocks en milliards de dollars 1982	+ 9,0	+ 20,3	- 2,3	+ 27,5	- 12,4	+ 9,3	- 5,3	- 17,5	+ 59,2	+ 9,0	+ 7,6	+ 2,0
PNB	3 585,2	1,2	1,6	1,3	0,9	1,3	0,6	- 0,3	6,4	2,7	2,5	2,0
Prix à la consommation		1,8	1,6	0,7	0,7	2,0	1,8	1,7	4,2	3,6	1,8	3,3
Solde courant en % du PNB		- 2,8	- 3,1	- 3,3	- 3,4	- 3,2	- 2,5	- 2,1	- 2,8	- 2,9	- 3,4	- 2,8

Sources : Department of Commerce, prévisions OFCE.

19. RFA

Equilibre des biens et services en volume (aux prix de 1980)	Niveau en 1985	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent										
	Unité : milliards de DM 1980	1985		1986		1987		1988	1984	1985	1986	1987
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1				
Consommation des ménages	866,9	0,4	2,4	1,6	2,2	1,0	1,2	1,2	1,5	1,8	3,9	2,8
Consommation publique	315,5	- 0,2	2,9	- 0,7	3,2	0,2	1,0	0,8	2,5	2,1	2,3	2,3
FBCF totale	313,8	- 4,8	5,8	- 2,0	5,4	1,6	1,7	1,9	0,8	- 0,3	3,5	5,1
dont : — équipement	130,5	1,9	3,9	3,5	- 0,9	4,0	3,0	3,3	- 0,4	9,3	5,0	5,0
— bâtiment	183,3	- 9,1	7,1	- 5,8	10,2	- 0,1	0,7	0,8	1,5	- 6,2	2,4	5,1
Exportations de biens et services	545,7	4,4	1,1	- 0,8	- 0,2	0,3	1,7	1,9	8,5	7,3	- 0,4	1,0
Importations de biens et services	466,8	3,6	1,2	1,9	1,8	2,3	2,3	2,5	5,4	4,7	3,4	4,4
Variations des stocks en milliards de DM 1980	5,7	5,9	- 0,2	6,0	5,0	4,0	6,0	7,0	4,1	5,7	11	10
PNB	1 580,8	0,6	2,2	0,3	2,2	0,3	1,3	1,3	3,0	2,5	2,5	2,0
Prix à la consommation		1,5	0,5	- 0,2	- 0,7	0,5	1,0	1,0	2,4	2,2	- 0,2	0,7
Solde courant en % du PNB		1,8	2,5	3,8	4,3	3,7	3,2	3,1	1,2	2,1	4,1	3,5

Sources : Bundesbank, prévisions OFCE.

20. Royaume-Uni

Equilibre des biens et services en volume (aux prix de 1980)	Niveau en 1985	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent										
	Unité : millions de livres 1980	1985		1986		1987		1988	1984	1985	1986	1987
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1				
Consommation des ménages	151 977	2,0	2,6	2,0	3,0	1,9	1,1	0,7	2,1	3,6	4,9	4,0
Consommation publique	50 938	0,0	- 0,6	0,6	0,8	0,6	0,5	0,5	0,7	0,1	1,7	1,3
FBCF totale	46 357	1,5	- 1,8	0,8	2,1	2,1	2,0	1,7	9,1	1,9	1,2	4,1
dont : — logement	8 409	- 5,2	1,7	1,3	11,3	2,1	2,0	1,6	3,7	- 5,1	7,9	8,7
— productive	37 948	3,0	- 2,5	0,8	0,0	2,2	2,0	1,7	10,4	3,6	- 0,6	3,2
Exportations de biens et services	73 126	4,0	- 1,1	0,6	5,2	1,7	1,1	1,2	6,7	5,9	2,7	4,8
Importations de biens et services	70 603	- 0,5	0,7	1,3	7,3	1,9	1,0	0,9	9,2	3,0	5,4	6,0
Variations des stocks en millions de livres 1980	681	492	189	517	- 346	150	100	100	- 50	681	171	250
PNB	252 476	3,0	0,3	1,8	1,2	2,0	1,2	0,9	2,1	3,7	2,6	3,1
Prix à la consommation		3,7	2,2	1,6	1,4	2,4	3,0	3,5	5,0	6,1	3,4	4,7
Solde courant en % du PNB		0,9	1,1	0,4	- 0,7	- 0,6	- 0,7	- 0,6	0,4	1,0	- 0,2	- 0,6

Sources : CSO, prévisions OFCE.

La conjoncture française

A l'automne dernier les industriels français se montraient optimistes ; une reprise d'activité pouvait être escomptée grâce à la hausse de la demande tant interne qu'externe et à la réduction, en proportion de l'activité, du niveau des stocks de matières premières et de produits finis. Alors qu'en début d'année 1986, la transmission de la demande interne à la production avait été freinée, on pouvait alors espérer qu'un retournement se produirait.

La production s'est effectivement élevée après l'été, mais cette reprise s'est vite interrompue (planche I)⁽⁴⁰⁾. Une surestimation de la demande et une sous-estimation de la compétition internationale ont conduit à un nouveau gonflement des stocks en fin d'année, que le recul de la production, accentué par les grèves, n'a pas encore suffi à résorber. L'exacerbation de la concurrence internationale a fait que, malgré la reprise du commerce mondial, les exportations françaises ont peu progressé : 1,7 % en glissement au second semestre et 0,5 % en moyenne annuelle pour les produits manufacturés. L'orientation géographique défavorable de nos ventes, davantage tournées vers les pays en développement que celles de certains de nos partenaires, a accentué ces mauvaises performances. La demande extérieure a bel et bien progressé, mais les exportateurs français en ont peu profité, perdant environ 2 points de parts de marché. La croissance de la demande intérieure a déçu aussi, par sa faible ampleur et surtout en raison du peu de capacité de l'offre française à y répondre. La consommation des ménages en produits industriels a reculé en fin d'année (- 0,6 % au quatrième trimestre). Ce recul a été faible au regard de l'évolution des revenus et des anticipations des ménages quant à leur niveau de vie, mais il est intervenu alors même que les intentions de commandes des détaillants s'élevaient. L'investissement des entreprises a momentanément stagné au second semestre ; cela ne met pas en cause la reprise de leur effort d'équipement, mais a dans l'immédiat alourdi les stocks de biens d'équipement. La pénétration accrue des importations sur le marché intérieur a contribué à comprimer la production, les achats à l'étranger de biens d'équipement par exemple n'ayant pas fléchi en fin d'année 1986. La concurrence des pays asiatiques a joué simultanément sur nos ventes, en limitant nos débouchés potentiels, et sur notre marché intérieur, en pénalisant l'offre française.

(40) Ces chiffres romains renvoient aux planches du cahier de graphiques situé en fin de revue.

Au début de 1987 la production a été médiocre. Les stocks, accumulés involontairement en fin d'année passée, ont commencé à être réduits tandis que les contraintes de la concurrence demeurent. Une consommation accrue au détriment de l'épargne, un investissement qui a recommencé à progresser ne suffisent pas à redresser les perspectives de production des industriels, en repli depuis novembre dernier. Les soldes extérieurs se creusent. En 1986 l'équilibre global avait été atteint grâce à la réduction de moitié de la facture énergétique, qui avait plus que compensé le repli de l'excédent industriel ; en janvier-février le renchérissement du pétrole a immédiatement pesé sur notre balance commerciale, déficitaire de 2,9 milliards (planche VIII).

Au premier trimestre le produit intérieur brut aura sans doute reculé, malgré la hausse de la demande interne hors stocks. L'an dernier il s'était accru d'un peu plus de 2 % malgré la stagnation de la production agricole, mais les stockages y avaient contribué pour près de 1 %. Le chômage continue donc de s'amplifier. En l'absence de créations d'emplois (celles des services compensent la réduction des effectifs industriels, à nouveau forte), l'accroissement naturel de la population active ne peut du fait des contraintes budgétaires être compensé totalement par le traitement social du chômage.

Le ralentissement de l'inflation s'est interrompu au début de 1987 (planche III). Au cours des douze derniers mois (février 1986 à février 1987), les prix de détail se sont élevés de 3,4 %, après 2,1 % en 1986, en raison du mauvais résultat de janvier. La libération des prix des services privés et l'augmentation des prix des produits pétroliers expliquent ce dérapage, qui plutôt qu'à une reprise de l'inflation, conduit à un ralentissement de la désinflation, dont les fondements demeurent.

Lors de la précédente chronique de conjoncture compétitivité externe et chômage apparaissaient comme les deux problèmes majeurs de l'économie française. Il faut désormais considérer le risque d'une faible croissance de la production industrielle et du produit intérieur brut ; la progression de la demande intérieure continuera à bénéficier davantage aux fournisseurs étrangers.

1986 : reprise de la demande intérieure et mauvaise compétitivité externe

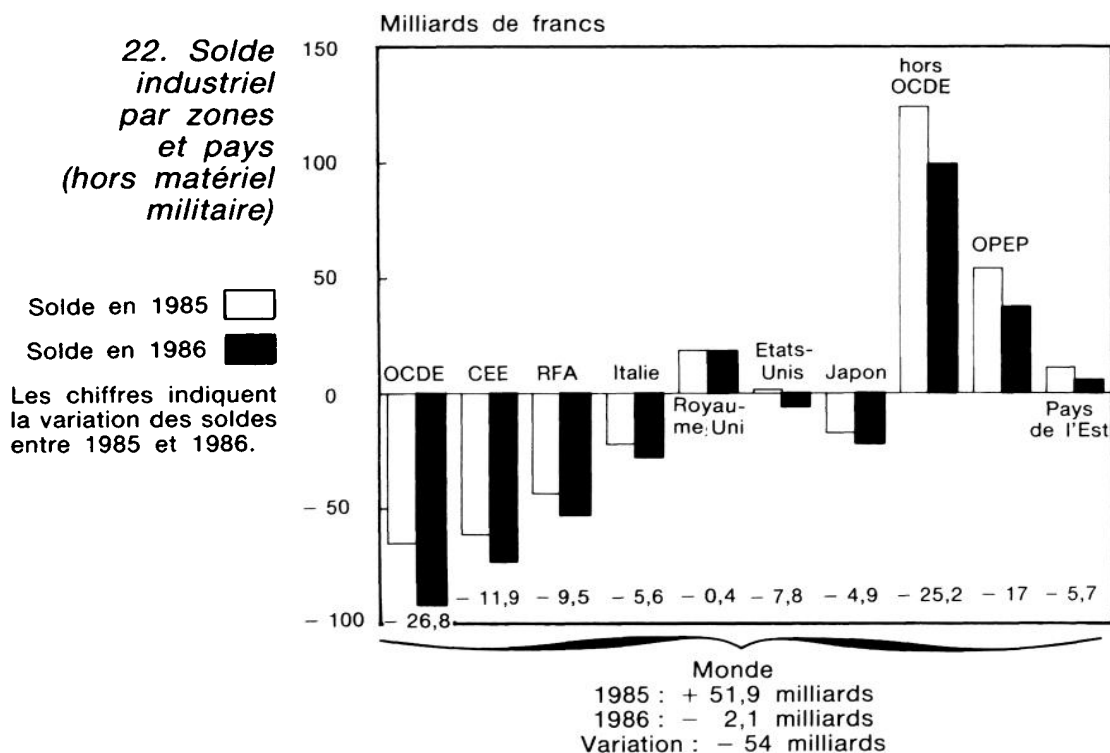
Seulement un quasi équilibre du solde des marchandises l'an passé

L'équilibre commercial a été tout juste atteint en 1986. Après la forte dégradation de nos résultats en valeur au deuxième trimestre, une lente amélioration est intervenue au second semestre, fondée surtout sur la contraction du déficit énergétique. Au cours des deux premiers mois de 1987, un déficit est à nouveau apparu, à cause d'une facture énergétique plus lourde et d'un excédent industriel en repli.

Le résultat de l'an passé mérite qu'on s'y attarde. En progrès par rapport à 1985 (le déficit FAB/FAB avait alors atteint 30 milliards de francs), il a permis que la balance des paiements devienne franchement excédentaire. C'est pourtant un résultat décevant. Il y a un an tous les prévisionnistes escomptaient un excédent commercial de 30 à 40 milliards de francs, grâce au repli de la facture énergétique. Celle-ci s'est effectivement produite (- 180 milliards en 1985 ; - 89,6 milliards en 1986). Mais la contraction de 4 milliards de l'excédent agro-alimentaire (26,8 milliards l'an passé) et surtout celle de l'excédent industriel ont limité en France, plus qu'ailleurs, les effets bénéfiques de la baisse du prix du pétrole.

Le repli de l'excédent industriel n'est pas seulement dû à la baisse de la demande des pays pétroliers

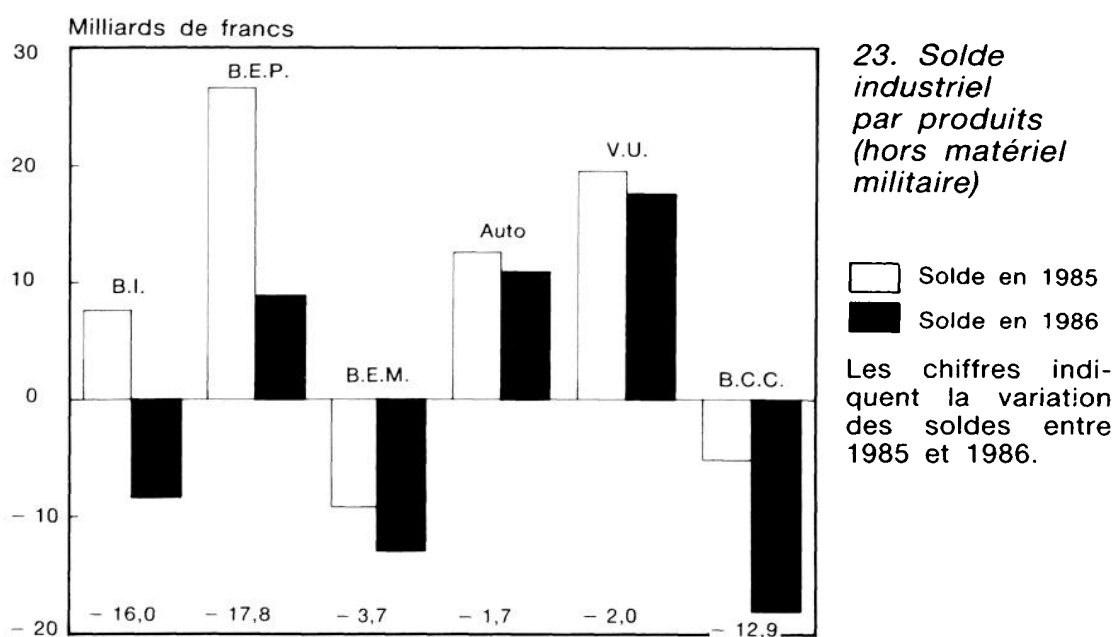
Le solde industriel n'a atteint que 35,1 milliards en 1986, contre 89 en 1985. A la réduction de moitié du déficit énergétique a ainsi correspondu une baisse de 60 % de l'excédent des produits manufacturés. Et si finalement l'une était la réciproque de l'autre ? Ce n'est que partiellement vrai. D'abord parce que nos ventes d'armes ont encore progressé (38,6 milliards, contre 35,5 en 1985) ⁽⁴¹⁾. Or elles sont pour l'essentiel destinées aux pays en développement. Et surtout parce que, hors matériel militaire, notre solde s'est dégradé à peu près d'autant vis-à-vis des pays de l'OCDE que des pays en développement (graphique 22). Le déficit envers l'OCDE s'est en effet accru ; d'abord envers la RFA (de 10 milliards environ), puis les Etats-Unis où l'excédent exceptionnel



(41) Le solde a atteint 34 milliards en 1986, après 30,7 en 1985.

de 1985 a de nouveau laissé place à un déficit, l'Italie et le Japon. En revanche envers le Royaume-Uni l'excédent s'est stabilisé. Avec le reste du monde l'excédent s'est amenuisé, du fait surtout de l'OPEP et des pays en développement non pétroliers, mais aussi des pays de l'Est et des nouveaux pays industrialisés.

La dégradation est générale quels que soient les produits (graphique 23). Elle fut la plus forte pour les biens d'équipement professionnel (- 17,8 milliards de francs), les biens de consommation courante et les biens intermédiaires (un déficit est de nouveau apparu dans ce secteur après les excédents engrangés depuis 1983). Bien que de moindre ampleur, les replis des excédents dégagés par l'automobile⁽⁴²⁾ et l'extension du déficit des biens d'équipement ménager ont pesé dans le même sens.



	B.I.	B.E.P.	B.E.M.	AUTO	V.U.	B.C.C.
OCDE	- 7,8	- 8,8	- 3,1	- 0,3	1,5	- 8,3
Hors OCDE ..	- 6,7	- 9,3	- 0,6	- 0,9	- 3,4	- 4,4
Exportations ..	- 18,8	- 8,9	1,6	3,1	2,5	- 2,1
Importations ..	- 2,8	8,9	5,3	4,8	4,4	10,8

Sources : Douanes, DREE.

B.I. : biens intermédiaires - B.E.P. : biens d'équipement professionnel - B.E.M. : biens d'équipement ménager - V.U. : véhicules utilitaires - B.C.C. : biens de consommation courante.

Des facteurs spécifiques sont intervenus : montée des achats de métaux précieux et de matières nucléaires en provenance des Etats-Unis, recul des ventes d'aéronautique. En particulier le recul de 8,9 milliards des exportations de biens d'équipement s'explique pour l'essentiel par de moindres recettes venant des ventes d'Airbus (- 7,9

(42) Les exportations de l'industrie automobile se sont accrues vers la CEE grâce aux bonnes performances réalisées en RFA (voir sur ce point la Lettre de l'OFCE de janvier 1987). En revanche, elles se sont réduites vers les autres zones.

milliards) en raison de la baisse des livraisons (29 appareils, contre 40 en 1985) et de celle du dollar, monnaie de facturation. Mais lorsque tous les produits, sauf les armes, concourent à dégrader les soldes vers toutes les zones géographiques, les cas particuliers ne font qu'accentuer une tendance plus générale, résultant de la combinaison d'une hausse de 5 % des importations en valeur et d'un recul de 3,3 % des exportations.

L'érosion des parts de marché à l'exportation n'a pas été spécifique à la France...

Le recul des ventes industrielles en valeur a surtout été dû aux pays en développement. Hors OCDE, les exportations ont reculé de 14 %, soit 26 milliards de francs, dont 17 vers l'OPEP. Davantage orientées vers les pays en développement, nos ventes ont plus pâti du recul des importations de ceux-ci que celles de certains de nos partenaires (par exemple la RFA). Vers les marchés de l'OCDE nos exportations ont progressé de 1 % (soit 5 milliards), dont + 4,6 % vers la CEE et - 18,4 % vers les Etats-Unis (tandis que le dollar baissait de 23 %). Vers cette zone l'amélioration des résultats des produits élaborés (+ 11 milliards) a été amputée par le recul des ventes de biens intermédiaires (- 6 milliards), soumises à la baisse des prix internationaux.

Toutes zones réunies la baisse des prix de vente des produits manufacturés a été imposée aux producteurs français par les pays dont les coûts de production ont été comprimés davantage et par la baisse du dollar. D'environ 3 %, cette baisse des prix de vente a fait suite à une hausse de près de 6 % en 1985. Si bien que les performances en volume ont été du même ordre en 1985 (+ 0,4 %) et en 1986 (+ 0,2 %). Après un mauvais premier semestre 1986 (- 1,6 % en glissement), une reprise est intervenue au second semestre (+ 1,7 % en glissement) ⁽⁴³⁾.

La reprise des exportations françaises de produits manufacturés en volume, fondée sur celle du commerce mondial, s'est faite avec retard et a été d'une ampleur bien moindre puisque les importations mondiales se sont accrues l'an passé de 2,3 %. La perte de parts de marché, d'environ 2 % en moyenne annuelle, est importante ; mais il est vrai que, dans le même temps, la part des huit grands pays de l'OCDE ⁽⁴⁴⁾ dans le commerce mondial reculait de 1,2 %. La concurrence des nouveaux pays industrialisés n'a donc pas pénalisé que la France ; elle a réduit les possibilités d'exportation par une pénétration accrue des marchés intérieurs des pays occidentaux, plus particulièrement en Europe au cours des trimestres récents, le marché américain se révélant moins porteur.

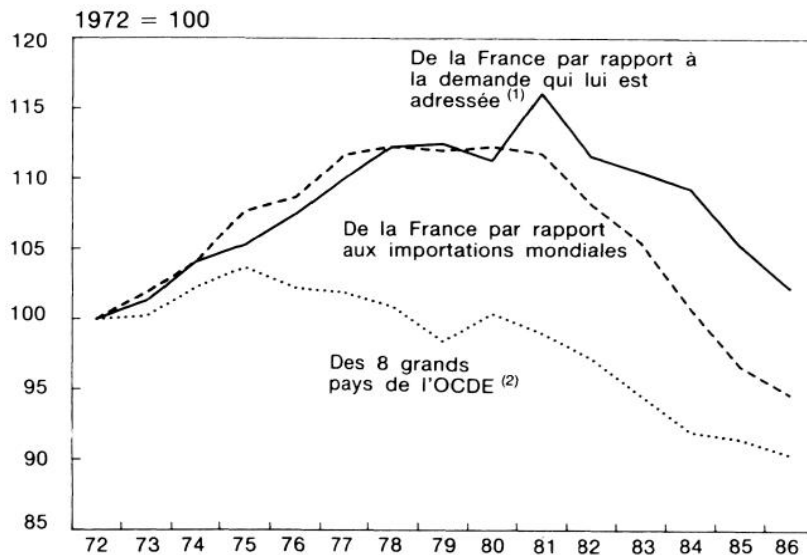
(43) Les statistiques concernant les volumes et les prix sont les séries conjoncturelles diffusées par l'INSEE. Différentes de celles des comptes nationaux (par exemple le volume d'exportation était estimé à 1,4 % en 1985 par ceux-ci) elles ont l'avantage d'abord de fournir des estimations plus récentes (à la fin de 1986, au lieu du second trimestre) et d'évaluer des répartitions par zones.

(44) Etats-Unis, Japon, RFA, Italie, Royaume-Uni, Belgique, Pays-Bas, France.

... mais a été accentuée par l'orientation géographique de nos ventes...

La contre-performance française ne date pas de 1986. Depuis plusieurs années déjà nos exportations progressaient moins que nos marchés extérieurs. C'est depuis 1981 que nos parts de marché ont reculé davantage que celle des huit grands pays de l'OCDE (graphique 24 et tableau 21).

Alors que de 1972 à 1975 les parts de marché de la France ont crû à peu près comme celles de l'OCDE, l'année 1975 a introduit une inflexion : tandis que la place des huit grands pays industrialisés dans le commerce mondial a commencé alors à fléchir au rythme de 0,8 % par an, celle de la France a continué de s'accroître jusqu'à la fin des années soixante-dix. L'effort porté vers les marchés de l'OPEP et de l'Afrique a permis d'améliorer nos performances quand ces marchés se



24. Parts de marché pour les produits manufacturés, en volume

Source : OFCE.

(1) Importations mondiales pondérées par la structure géographique des exportations françaises.

(2) USA, Japon, RFA, France, Italie, Royaume-Uni, Belgique, Pays-Bas.

21. Parts de marché

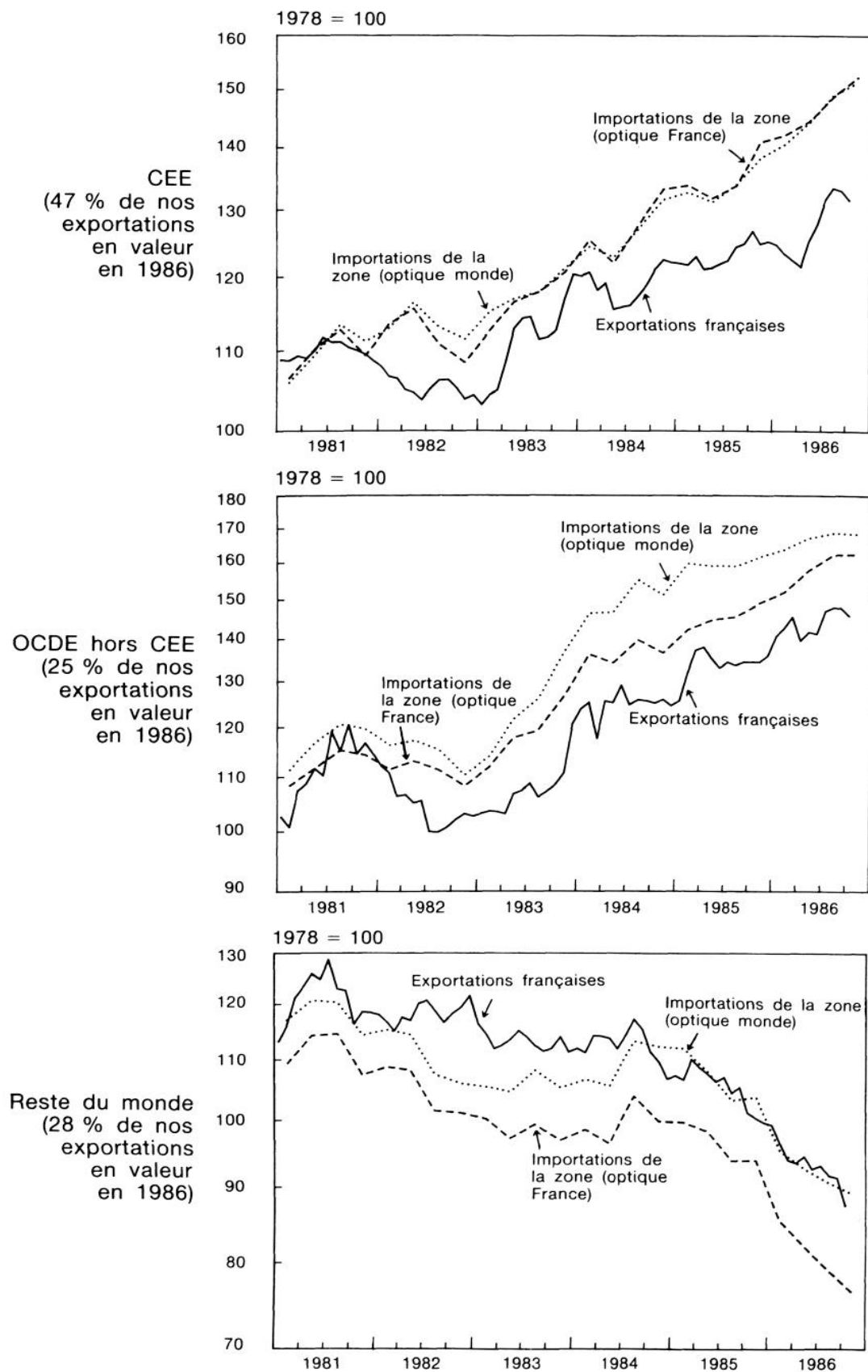
	Taux de croissance annuels moyens			
	1972 à 1975	1975 à 1981	1981 à 1986	1975 à 1986
Des 8 grands pays ⁽¹⁾	1,2 %	- 0,8 %	- 1,8 %	- 1,2 %
De la France par rapport aux importations mondiales	2,5 %	0,6 %	- 3,3 %	- 1,2 %
De la France par rapport à demande qui lui est adressée ⁽²⁾	1,7 %	1,6 %	- 2,5 %	- 0,3 %

Source : OFCE.

(1) USA, Japon, RFA, France, Italie, Royaume-Uni, Belgique, Pays-Bas.

(2) Importations mondiales pondérées par la structure géographique des exportations françaises.

25. Performances françaises à l'exportation pour les produits manufacturés, en volume



Sources : INSEE, OFCE.

développaient. A partir de 1981, dès lors qu'ils fléchissaient, l'inverse est survenu ; nos parts de marché ont reculé davantage que celles de nos concurrents, qui ont mieux profité de la forte croissance des achats de l'OCDE. Chaque année de 1981 à 1986, la place des huit grands pays a reculé en moyenne de 1,8 % dans le commerce mondial, celle de la France de 3,3 % (de 2,5 % par rapport aux importations de nos clients habituels).

Le résultat de 1986 s'est donc situé dans la tendance des années quatre-vingt, c'est à dire une perte de part de marché de la France supérieure d'environ un point à celle de nos concurrents.

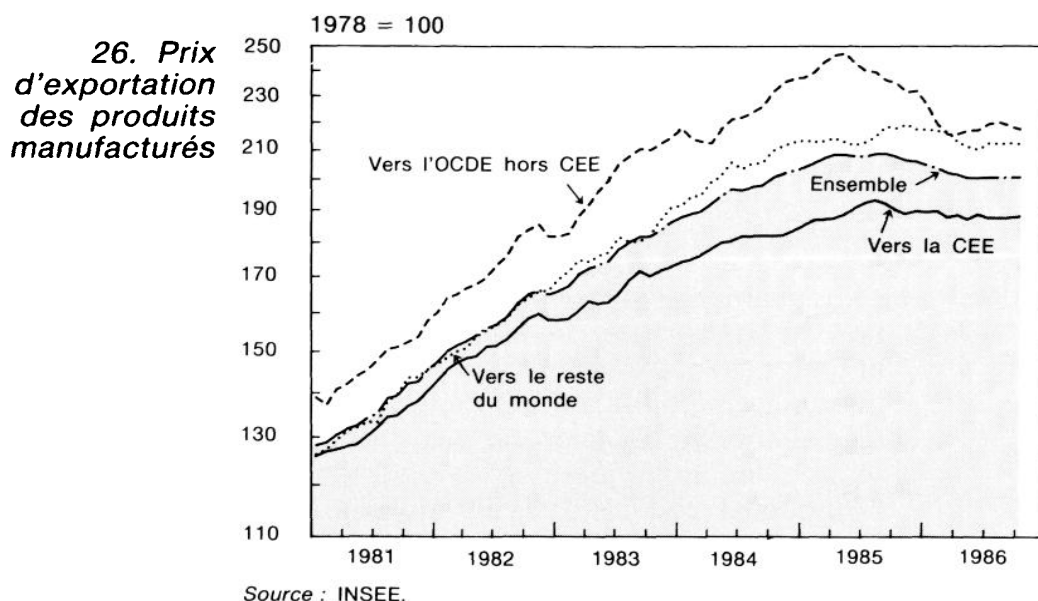
L'examen des performances par zones illustre le coût d'une orientation géographique devenue inadéquate (graphique 25). Vers les pays autres que ceux de l'OCDE nos ventes ont, en moyenne depuis 1981, fluctué comme les achats de la zone. Nos performances se sont améliorées jusqu'en 1984, grâce aux grands contrats, puis se sont stabilisées et ont même légèrement reculé en 1986. Le repli des marchés de l'Afrique et de l'OPEP ayant été plus fort que celui de l'Amérique Latine et de l'Asie, où la France est peu présente, nos marchés potentiels se sont plus contractés.

Vers les pays de l'OCDE nos exportations ont progressé moins vite que les importations de la zone. A la grande exportation (hors CEE) le recul de nos performances s'explique par notre faiblesse sur le marché américain (qui représente près de la moitié de nos ventes en valeur vers cette zone). Sur le marché européen les pertes de parts de marché, plus tardives que vers les autres pays industrialisés, ont aussi été de plus grande ampleur : du début de 1984 à la fin de 1986 nos ventes ont progressé de 7,5 % en volume et les importations européennes de 20 %. La forte croissance de nos exportations amorcée en mai 1986 n'a donc pas suffi à combler le retard. Ici ce n'est plus l'inadéquation de l'orientation géographique qui est à l'origine des mauvaises performances, mais l'insuffisante qualité des produits et des prix souvent peu compétitifs qui ont limité nos ventes dans un contexte de concurrence accrue.

... des prix de vente peu compétitifs et des produits mal adaptés à la demande

Les prix à l'exportation ont baissé d'environ 3 % l'an passé en moyenne. Mais la baisse, commencée à la mi-1985, s'est interrompue à l'été 1986 ; depuis les prix de vente ont été stables. Pour nos clients de l'OCDE hors CEE la compression s'était produite en premier et a été la plus forte (graphique 26). Mais depuis le printemps 1986, elle a été stoppée, car après une chute des prix de l'ordre de 13 % du début de 1985 au début de 1986, contrainte par la baisse du dollar qui est la monnaie de facturation principale vers cette zone, l'effort de compression des marges est devenu difficile. La poursuite du repli du billet vert, en favorisant les pays dont les monnaies lui sont attachées, a alors pénalisé le volume des ventes françaises. Vers la CEE la baisse des prix

a été quasiment inexistante en 1986, alors que les prix à l'importation des pays de la communauté ont reculé, même exprimés en francs. Vers le reste du monde, la baisse a été tardive et de courte durée.



Dans l'ensemble les prix à l'exportation ont baissé plus que les prix de production, les taux de change ayant contraint les industriels à comprimer leurs marges, ce qui était facilité par les profits dégagés à l'intérieur. Mais cet effort s'est interrompu à la charnière des années 1986 et 1987. Déjà à l'automne dernier l'opinion qui ressortait des enquêtes auprès des industriels, indiquant une compression des marges due au dollar, pouvait être tempérée au vu des résultats obtenus pour nos échanges extérieurs ; cela a été confirmé par l'enquête de décembre dernier sur la concurrence étrangère : si les prix de revient sont jugés par les entreprises plus compétitifs, les prix de vente le sont moins, les profits à l'étranger s'étant améliorés à nouveau au second semestre 1986 après deux ans de recul. La perte de compétitivité des prix de vente est la plus manifeste pour les biens de consommation courante et l'automobile, malgré des prix de revient dont l'évolution a été proche de celle des concurrents.

Alors que durant la phase de montée du dollar, l'industrie a cédé du terrain sur les marchés étrangers, comment pourrait-elle ne pas en perdre à nouveau quand le dollar baisse ? La compression des coûts de production, due aux prix de l'énergie et à la modération des coûts salariaux a seulement évité que les pertes de marchés s'accroissent, ce qui risquerait de survenir si les exportateurs tentaient de reconstituer leurs marges antérieures.

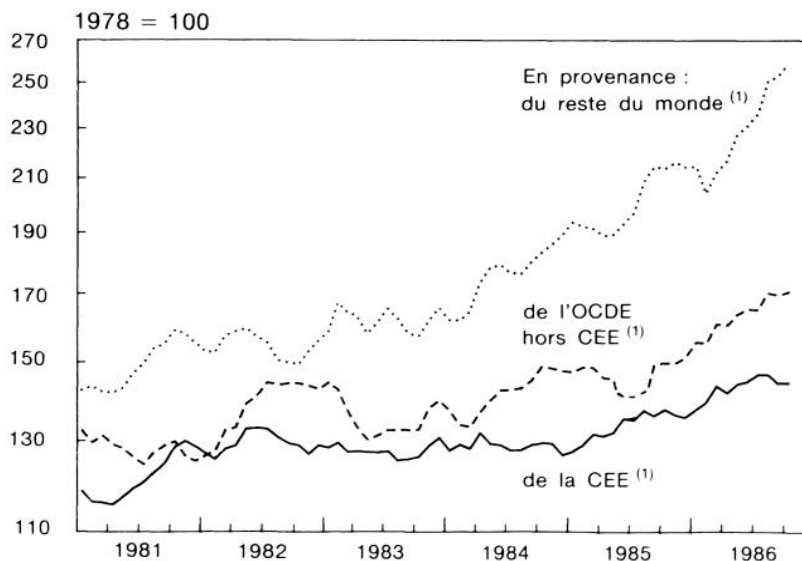
Prix de vente peu compétitifs et produits mal adaptés à la demande vont de pair. Ce n'est pas que la France ait cumulé des retards d'investissement manufacturiers vis-à-vis de ses voisins (graphique 8 dans la chronique de l'environnement international) puisqu'en niveau elle se situe au second rang derrière la RFA. La dégradation de la compétitivité tient à l'existence de capacités encore obsolètes dans certains secteurs, à une orientation sectorielle moins bonne, et à une

insuffisante spécialisation en certains produits. Elle tient aussi à une valorisation insuffisante des compétences existantes, à cause de moindres investissements commerciaux.

Les importations ont été gonflées par la hausse de la demande interne

La progression de la demande des ménages et des entreprises explique la croissance de nos importations en 1986. En début d'année la réduction des stocks a limité la progression des achats à l'étranger (+ 1,3 % en volume) comme elle a limité la remontée de la demande finale à la production. Mais au deuxième trimestre la reconstitution des stocks a accéléré la montée des importations ; et les taux de pénétration s'élevant, la croissance de la demande intérieure ne bénéficia que partiellement aux producteurs nationaux, d'autant que le boom de la consommation des ménages au printemps en téléviseurs et magnétoscopes, importés pour plus de moitié, a gonflé la hausse des achats à l'étranger. Encore forts au troisième trimestre, ils se sont ralentis en fin d'année ; l'arrêt du restockage de demi-produits et le recul de la consommation industrielle y ont concouru.

La hausse des importations en volume a néanmoins atteint en moyenne environ 9 % l'an passé. Elle a concerné toutes les zones géographiques (graphique 27), les pays autres que ceux de l'OCDE en profitant toutefois davantage, avec + 17 % de janvier à novembre, contre 5 % pour les achats en provenance de la CEE et près de 7 % pour ceux en provenance du reste de l'OCDE. Au début de 1987 une nouvelle montée des achats industriels semble s'être produite. La croissance des importations a été particulièrement forte en provenance du Japon et des NPI d'Asie. En valeur elle a atteint en 1986 près de 20 %, contre moins de 6 % pour les achats effectués à l'OCDE (et 7,4 % si l'on excepte les Etats-Unis auprès desquels nos achats ont reculé de 6,6 %). Sauf pour les biens intermédiaires, qui représentent une part mineure de nos



27. Importations de produits manufacturés, en volume

Source : INSEE.

(1) Parts dans nos importations en valeur en 1986 : CEE = 60 % ; OCDE hors CEE = 29 % ; reste du monde = 11 %.

achats à ces pays (10 % dans les deux cas), les croissances furent semblables pour tous les produits, et nettement plus fortes que celles en provenance de l'OCDE pour les biens d'équipement professionnel, du fait de l'informatique, et pour les biens de consommation courante (tableau 22).

22. Importations des produits industriels en francs courants

% d'évolution 1985/1986

En provenance	Total	Biens inter-médiaires	Biens d'équipement professionnel	Biens d'équipement ménager	Auto	Véhicules utilitaires	Biens de consommation courante
Du Japon	19,5	4,6	16,7	33,7	21,8	n.s.	17,7
Des NPI d'Asie	19,7	27,2	16	30	n.s.	n.s.	19,9
De l'OCDE (y compris Japon)	5,8	0,7	5,6	27	12,2	14,7	7,9

Sources : Douanes, DREE.

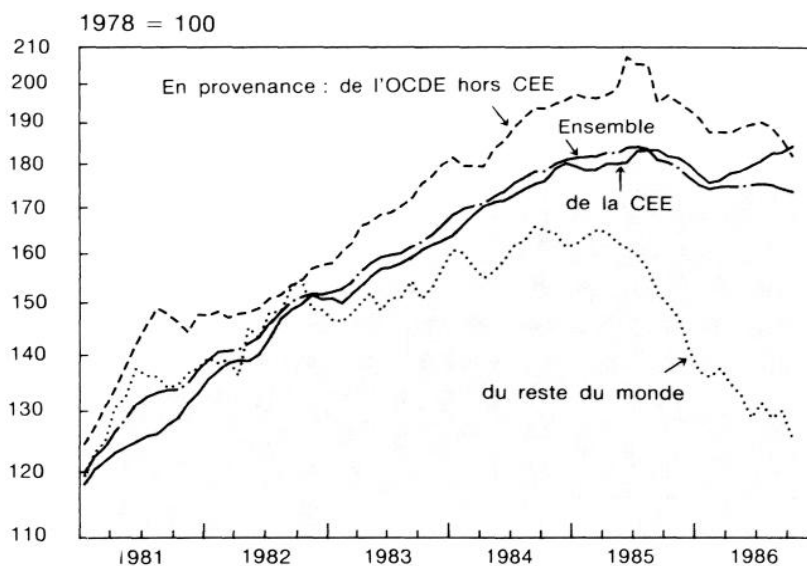
Les évolutions ont été considérées comme non significatives pour les produits qui représentent moins de 10 % de nos achats.

Une estimation des volumes d'achats conduit à envisager une croissance de 15 à 20 % au Japon, et 30 à 40 % aux NPI ⁽⁴⁵⁾. Elle a fait suite à des croissances déjà très fortes en 1985 : de l'ordre de 15 % en provenance des NPI et de 10 à 15 % en provenance du Japon. Cette pénétration des marchandises du Sud-Est asiatique n'a pas été particulière à la France ; elle a concerné l'ensemble des pays européens.

La baisse des prix à l'importation s'est interrompue

En 1986 les prix à l'importation ont en moyenne reculé d'environ 4 %, soit un point de plus que les prix à l'exportation. Mais cette baisse était toute entière acquise en début d'année ; depuis le premier trimestre, ils ont été stables. Cette stabilité recouvre de nettes différences selon les zones (graphique 28). En provenance de la CEE la baisse a fait place à une hausse de près de 7 % de mars à novembre, ce que n'explique qu'en partie la dévaluation d'avril. Peut-être les industriels européens, contraints de baisser leurs prix sur le marché américain, ont-ils compensé cette baisse par une élévation des prix sur les marchés proches. Ce qui expliquerait aussi la faible progression de nos importations en volume en provenance de la CEE, comparée à celle des autres zones. Le recul des prix des achats aux autres pays de l'OCDE, après s'être interrompu en milieu d'année, a repris, mais plus modérément. Les pays qui facturent en dollars ont peut-être voulu reconstituer leurs marges après avoir amélioré leur compétitivité.

(45) Ces calculs ont été effectués en tenant compte dans le cas du Japon d'une stabilité des prix d'exportation en yen, vers la CEE et d'un effet partiel de l'appréciation du yen, une partie seulement de nos achats étant facturés en cette monnaie. Dans le cas des NPI, la baisse du dollar, auquel les monnaies sont accrochées, n'a probablement pas été totalement répercutée sur les prix exprimés en francs, afin de reconstituer des profits comprimés pendant les années de montée du dollar.



28. Prix d'importation des produits manufacturés

Source : INSEE.

Au début de 1987 une reprise de la baisse des prix d'importation est peu probable. La réévaluation du DM vis-à-vis du franc en janvier a renchéri le coût de nos achats en provenance de la CEE et de certains autres pays de l'OCDE qui facturent en DM.

La facture énergétique a été diminuée de moitié

La facture énergétique a été divisée par deux, passant de 180,6 milliards en 1985 à 89,6 l'an passé. La contraction a été régulière, y compris en fin d'année malgré la montée du coût d'achat, en francs, du pétrole brut importé à partir de novembre, car le prix d'achat du gaz a continué à reculer, sa baisse, plus tardive et donc de plus faible ampleur en 1986 que celle du pétrole, s'étant prolongée jusqu'à la fin de l'année. En moyenne le prix d'une tonne de pétrole brut est passé de 1 842 francs en 1985 à 774 francs en 1986, soit une baisse de près de 60 %, tandis que le prix du gaz a baissé d'à peine 30 %. Au quatrième trimestre le coût d'achat du pétrole s'est élevé de 16 %, tandis que celui du gaz a fléchi d'environ 30 %. Au début de 1987 la facture énergétique s'est alourdie à nouveau, s'élevant de 5,4 milliards de francs par mois au quatrième trimestre 1986 à 7,3 milliards par mois en janvier-février. Une reprise probable des volumes d'achats après le recul de la fin de 1986 et une remontée des coûts globaux de l'énergie importée expliquent cette dégradation.

Selon les sources d'énergie des évolutions en volume très contraintes ont eu lieu l'an passé ; elles illustrent un premier bilan, provisoire et partiel, des effets des baisses des coûts des énergies importées sur le volume des achats et des consommations de chacune d'elles. Tandis que les importations de pétrole brut ont en tonnes reculé de 4 %, celles de produits raffinés ont progressé de 25 %. Il est devenu plus rentable d'importer des produits finis que de traiter en France des produits

bruts. Ainsi, malgré une réduction de 12 % des capacités de raffinage en France par fermeture de sites, celles-ci restent largement excédentaires. Du fait des prix pratiqués les achats de pétrole brut ont reculé en provenance de la mer du Nord au bénéfice du Proche-Orient. Les importations de gaz ont progressé (+ 7 %).

La consommation finale d'énergie (hors secteur producteur d'énergie) s'est accrue de 2,5 % l'an passé, après une stagnation en 1985, exceptionnelle. La baisse des prix n'a donc que modérément favorisé la consommation. C'est la consommation d'électricité, celle dont le prix à le moins fléchi, qui a le plus progressé (près de + 5 %), grâce au secteur résidentiel et tertiaire, la tendance à la pénétration croissante de l'électricité s'étant poursuivie. La consommation de produits pétroliers s'est toutefois accrue après plusieurs années de recul, grâce à celle des carburants automobiles (+ 2 %), du gasoil (+ 9 %), du fuel domestique (+ 9 %). Encore faut-il noter que la croissance des consommations dans les transports a probablement été gonflée par les grèves de la SNCF en fin d'année et que celle du fuel domestique s'explique en partie par un stockage chez les particuliers. Dans l'industrie l'utilisation du fuel lourd a continué à régresser, les taxes ayant limité l'effet de la baisse des prix qui n'a pas alors été perçue comme suffisante ou suffisamment durable pour modifier les processus productifs. La consommation finale de gaz a progressé de 1,3 %, la croissance des utilisations des secteurs résidentiel et tertiaire ayant été compensée par un recul dans l'industrie, malgré des baisses de prix plus importantes pour les industriels que pour les ménages. La consommation de charbon a continué à fléchir. D'après une enquête réalisée à la demande de l'Observatoire de l'énergie ⁽⁴⁶⁾ à l'automne dernier 96 % des ménages déclaraient n'avoir rien changé de leurs habitudes antérieures en matière de chauffage et 93 % n'utilisaient pas davantage leurs voitures. Même si les prix à la consommation ont moins baissé que les prix à l'importation, leur recul fut de grande ampleur ; pourtant le changement des comportements reste encore limité.

La consommation d'énergie primaire, qui intègre celle des producteurs d'énergie, a progressé de 1,5 % ⁽⁴⁷⁾. Sa croissance est restée en phase avec celle du PIB, ce que nous prévoyions il y a un an (hors effet-croissance nous estimions à l'époque que la progression de la consommation serait comprise entre 0 et 1 %). Les utilisateurs finaux, surtout les entreprises, ont modéré leurs achats d'énergie importée ; la consommation du secteur énergétique a reculé du fait de la baisse du raffinage de pétrole en France et du recul de la production des centrales électriques au fuel.

Le taux d'indépendance énergétique a atteint 46 % contre 43,9 % en 1985, grâce à la progression de 13 % de la production d'électricité nucléaire (qui représente désormais près de 30 % de l'énergie consommée en France) et à une croissance des importations de 0,7 % seulement pour l'ensemble de l'énergie, dont 0,9 % pour le pétrole (tableau 23).

(46) Ministère de l'Industrie.

(47) Et de 2,1 % si on la corrige des aléas climatiques, l'année 1986 ayant connu un climat plus doux que 1985.

23. Consommation et importations énergétiques

	Ensemble de l'énergie			Dont pétrole		
	1985 Mtep	1986 ⁽¹⁾ Mtep	Croissance en %	1985 Mtep	1986 ⁽¹⁾ Mtep	Croissance en %
1. Production	86,7	92,4	6,7	3,4	3,5	n.s.
2. Importations	127	127,9	0,7	92,2	93	0,9
3. Exportations	19,6	19,3	- 1,5	11,9	11	- 7,6
4. Variation des stocks	- 3,2	+ 0,8		- 2,3	- 1,2	
Consommation primaire 1 + 2 - 3 - 4	197,3	200,2	1,5	86	86,7	0,8
Consommation primaire corrigée du climat	193,6	197,6	2,1	84,3	85,5	1,4
Consommation finale (hors secteur énergétique) corrigée du climat	170,2	174,4	2,5	76,2	78,5	3

Source : Observatoire de l'énergie.

(1) Provisoire.

Les stocks de pétrole furent à la fin de 1986 un peu plus faibles qu'à la fin de 1985 ; le déstockage du début de l'année a été suivi d'une lente reconstitution des stocks tant de pétrole brut que de pétrole raffiné à partir d'avril, puis d'un repli en fin d'année. Cependant, les stocks de gaz et de charbon s'étant accrus, un stockage de 0,8 million de tep a été opéré, après un déstockage de 3,2 l'année précédente.

L'excédent agro-alimentaire s'est contracté

L'excédent agro-alimentaire s'est contracté en 1986 (26,8 milliards de francs, après 31 en 1985). Il est cependant resté élevé, égal à plus des trois quarts de l'excédent industriel. En janvier-février 1987 il a atteint 2,2 milliards par mois, comme en 1986.

L'an passé les importations en valeur ont reculé moins que les exportations (respectivement - 2,9 % et - 4,7 %). Le recul des achats a été obtenu grâce à une baisse des prix de plus de 8 %, principalement du fait de la baisse du dollar, le volume s'étant fortement accru. En revanche le volume de nos ventes s'est réduit à cause de moindres débouchés à la grande exportation, les produits agricoles américains étant plus compétitifs ; la baisse des prix français, imposée de ce fait, n'a pas suffi à redresser les volumes. Les bonnes performances de nos ventes vers la CEE ont partiellement compensé la détérioration sur les marchés tiers (tableau 24).

24. Echanges agro-alimentaires : comparaison 1985-1986

En milliards de francs

	Monde	OCDE	Etats-Unis	Europe	Hors OCDE
Variation des importations	- 3,7	- 1,5	- 1,4	0,1	- 2,4
Variation des exportations	- 7,9	2,7	- 1,3	3,9	- 10,5
Solde niveau 1986	26,7	37,9	2,3	33,2	- 10,5
variation	- 4,1	4,2	0,1	3,7	- 8,2

Sources : Douanes, DREE.

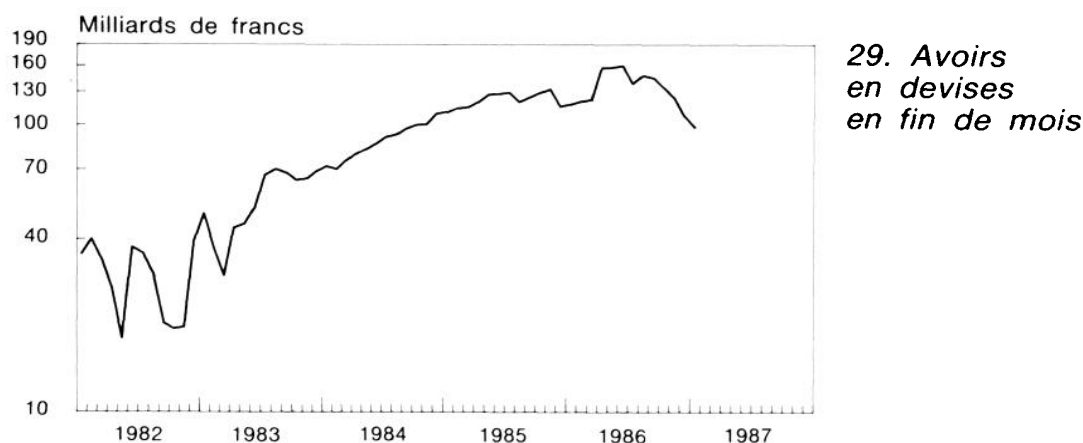
La balance des paiements courants a été excédentaire pour la première fois depuis 1979

La balance des paiements courants a été excédentaire en 1986 de près de 26 milliards, pour la première fois depuis 1979, grâce à l'équilibre du commerce des marchandises de la France métropolitaine. Pourtant l'excédent des invisibles s'est de nouveau contracté (atteignant 10 milliards, contre 15,5 en 1985), car le déficit des transferts unilatéraux s'est approfondi ⁽⁴⁸⁾ et l'excédent des services a été réduit de 2 milliards à cause du repli des recettes touristiques (- 8 milliards) et des recettes liées aux échanges technologiques (- 4 milliards) ; en revanche les remboursements anticipés d'une partie de la dette extérieure à moyen et long terme et la baisse du dollar ont réduit d'environ 7 milliards la charge des intérêts.

L'excédent des paiements courants a permis à la fois un désendettement net à long terme et une reconstitution des réserves de change. Un accroissement de l'endettement bancaire à court terme a contribué à amplifier cette reconstitution. Les emprunts nets à long terme, qui avaient encore atteint 13 milliards de francs en 1985, ont laissé place à des remboursements nets de 46 milliards en 1986. La dette de l'Etat a été réduite de 34,3 milliards. Avec le remboursement en novembre dernier de 1,26 milliard de dollar sur l'emprunt d'octobre 1982 de 4 milliards de dollars, cet emprunt a été entièrement annulé. L'encours de la dette publique s'élève désormais à 1,1 milliard de dollars seulement, reliquat de l'emprunt effectué par la CEE au profit de la France en juin 1983. Les entreprises ne se sont désendettées que de 10 milliards de francs, moins que l'objectif initial annoncé, préférant restructurer leurs dettes à des conditions plus avantageuses (les opérations de refinancement ont atteint 60 milliards l'an passé). Grâce aux remboursements et à la baisse du dollar, la dette totale à long terme de la France, qui était de 469 milliards de francs à la fin de 1985, s'est ainsi trouvée réduite à 396 milliards de francs à la fin de 1986 (selon nos estimations).

(48) Il a été creusé au début de l'année passée par le versement d'une contribution importante au budget des Communautés européennes.

Les réserves de change se sont accrues de 13,5 milliards de francs en 1986 ⁽⁴⁹⁾. C'est au deuxième trimestre qu'elles se sont reconstituées (+ 46 milliards), grâce à l'absence de tensions sur le franc avant la dévaluation d'avril, puis aux très importantes entrées de capitaux qui l'ont suivie (40 milliards en avril, 10 milliards en mai-juin), alors que les remboursements de la dette étaient encore faibles. Depuis lors, les réserves publiques se sont amenuisées ; le remboursement de 26 milliards de la dette publique au second semestre (17 en juillet et 8,9 en novembre) et les tensions apparues sur le franc de septembre à la dévaluation de janvier, ont pesé dans le même sens. La baisse du dollar a accentué le repli de leur expression en francs alors qu'il n'avait que limité leur accroissement au premier semestre. A la fin de 1986 nos réserves de devises étaient ainsi revenues à leur niveau de la fin de 1984 (graphique 29).



Source : Trésor.

La modération des salaires s'est poursuivie en 1986 et au début 1987

La modération des salaires nominaux s'est poursuivie en 1986 et au début de 1987, mais un ralentissement des prix, plus rapide que prévu, a procuré des gains de pouvoir d'achat en début d'année.

Dans la *fonction publique* les traitements ont été gelés en avril 1986. Les seules augmentations ont été dues au rattrapage intervenu en février au titre de 1985 et au reclassement des instituteurs. La croissance nominale de l'indice brut des traitements publics est restée modeste (0,9 % en glissement). A qualification inchangée le pouvoir d'achat des traitements des fonctionnaires s'est dégradé en 1986 (- 1,2 %). Cependant l'effet de report des augmentations de 1985 sur 1986 (2,1 %) auquel s'ajoutent le rattrapage intervenu en février et le « GVT positif » (voir encadré 1) (1,7 %) conduisent en moyenne annuelle à une hausse supérieure à celle des prix. Le traitement brut a été augmenté de 0,6 % le 1^{er} mars 1987.

(49) Au sens de la balance des paiements, c'est-à-dire avec une comptabilisation de l'or et des devises différente de celle des avoirs de change publiés mensuellement.

1. Le glissement vieillesse technicité (GVT) « positif »

Les modalités de gestion du pouvoir d'achat de la masse salariale dans la fonction publique ont beaucoup évolué au cours de ces cinq dernières années. Négocié hors glissement-vieillesse-technicité (GVT) avant 1982, il le fut de 1982 à 1985 y compris « GVT-solde ». Il intégrait ainsi d'une part les « augmentations quasi-automatiques » liées aux promotions à l'ancienneté (vieillesse) et à l'amélioration des qualifications (technicité), et d'autre part les « diminutions » (non moins automatiques) dues au remplacement des départs en retraite par un personnel aux rémunérations moins élevées (glissement), le solde étant fixé forfaitairement à 0,5 % par an. Le maintien du pouvoir d'achat du salaire moyen était ainsi assuré ^(*).

Depuis 1986 il s'effectue en prenant en compte le « GVT-positif », c'est-à-dire les revalorisations dues au « vieillissement » et à la « technicité », estimées à 1,7 %, sans plus déduire l'effet des départs en retraite sur les traitements. On n'assure donc le maintien du salaire réel moyen que des fonctionnaires présents pendant les deux années considérées.

L'intégration, puis le nouveau mode de calcul du GVT inclus dans la progression de la masse salariale négociée sont allés de pair avec le ralentissement des prix, ce qui a considérablement réduit la marge laissée aux augmentations générales sous forme d'un relèvement du salaire de base.

(*) Pour de plus amples détails cf. « Les carrières des fonctionnaires : une approche par le GVT », Jean-Yves Fournier, Economie et Statistique n° 191, septembre 1986, INSEE.

Dans le *secteur privé* le SMIC a augmenté de 3,4 % à la mi-1986 ⁽⁵⁰⁾, soit de 1,2 % en termes réels. Le seuil de déclenchement de 2 % ayant été dépassé en janvier 1987, il a été revalorisé de 2,4 % au 1^{er} mars.

Le salaire horaire nominal ouvrier a crû de 3,2 % en 1986, contre 5,3 % en 1985. Son pouvoir d'achat a augmenté de 1,1 % en 1986, contre 0,5 % en 1985. Ce gain, qui résulte d'une désinflation plus rapide que prévue a, pour l'essentiel, été acquis au cours du premier trimestre 1986.

Elle est cependant moindre dans le secteur privé que ne le laisse supposer l'évolution du salaire ouvrier...

On peut toutefois s'interroger sur la pertinence du taux de salaire horaire ouvrier comme indicateur de la croissance des revenus sala-

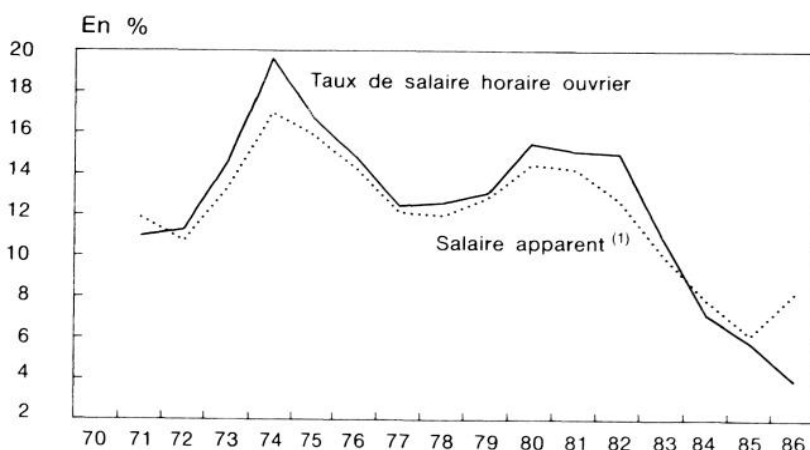
(50) Il a été revalorisé le 1^{er} juin de 2,1 % au titre de son indexation sur les prix et de 1,2 % le 1^{er} juillet au titre de son indexation partielle sur le taux de salaire ouvrier. Cf chronique de conjoncture, Revue n° 17 d'octobre 1986, pages 41-42.

riaux. D'une part il mesure l'augmentation du salaire à qualification inchangée, d'autre part il ne tient compte que des primes à caractère collectif. Sont donc exclues de son champ les primes à caractère individuel (ancienneté, assiduité, etc.) et les majorations pour heures supplémentaires. Or il semble que ces derniers éléments de la rémunération des salariés se soient récemment développés.

Le gain horaire ouvrier moyen ⁽⁵¹⁾, dans la mesure où il comprend les majorations pour heures supplémentaires et les primes à périodicité mensuelle, permet une prise en compte partielle de ce phénomène. Si sur longue période son évolution est proche de celle du taux de salaire horaire ouvrier, il semble que depuis la sortie du blocage des salaires de la mi-1982 il ait eu tendance à augmenter plus rapidement que ce dernier. Le gain horaire n'est d'ailleurs encore qu'un indicateur partiel car il ne comprend pas tous les avantages annexes, notamment 13^e mois, primes de bilan et vacances.

La construction d'un salaire dit apparent (rapport de la masse salariale aux effectifs dans les entreprises du secteur privé) nous renseigne sur l'évolution des rémunérations toutes catégories confondues et toutes primes comprises. Dès 1984 cet indicateur augmente plus rapidement que le salaire horaire ouvrier (graphique 30). Ceci s'explique vraisemblablement pour partie par un élargissement de la hiérarchie des salaires entre ouvriers et autres salariés et par une plus grande individualisation des salaires.

Faute de données complètes sur ce point ⁽⁵²⁾, on ne peut que supposer une évolution du pouvoir d'achat des salaires du secteur privé supérieure en 1986 à ce que donne à penser celle du taux de salaire réel horaire ouvrier.



30. Variation annuelle du « salaire apparent » du secteur privé ⁽¹⁾ et du taux de salaire horaire ouvrier

Sources : Ministère du Travail, INSEE, estimations OFCE.

(1) Masse salariale rapportée aux effectifs dans les sociétés et quasi-sociétés (hors grandes entreprises nationales) et les entreprises individuelles.

(51) Il est calculé en octobre et avril de chaque année en rapportant la masse salariale versée aux ouvriers (qu'ils soient rémunérés à temps partiel ou complet) au nombre d'heures rémunérées dans le mois.

(52) Les derniers travaux du CERC (Les compléments du salaire — documents du Centre d'étude des revenus et des coûts — N° 83 — 4^e trimestre 1986. La Documentation française) s'arrêtent à 1984.

... du fait d'une plus grande individualisation des salaires

L'indexation des salaires sur une hausse anticipée des prix dans un contexte de ralentissement de l'inflation ne laisse qu'une marge de manœuvre étroite en matière de négociation salariale, car une fois retirées les augmentations quasi-automatiques liées à l'ancienneté, il ne reste souvent plus grand chose à distribuer sous forme d'augmentations générales. D'où le développement des augmentations individuelles, qui ont permis d'acquérir une plus grande souplesse dans la gestion salariale.

Ces augmentations individuelles qui sont fonction des performances de l'entreprise, et de celles des salariés concernés, tendent à se fonder sur les progrès de productivité. Le « salaire au mérite », qui n'a pu être appliqué dans le secteur public (SNCF), est d'ores et déjà une réalité tangible dans le secteur privé.

Parler d'un dérapage des salaires et d'un échec de la politique salariale est excessif. Ce n'est guère, semble-t-il, que dans des entreprises performantes que des hausses de salaires supérieures à l'inflation anticipée, mais fonction des progrès de productivité, sont accordées. Dans les autres les salaires se négocient sur la base des augmentations de prix prévues, voir même en dessous. Ceci ne manquera pas d'accentuer à terme les disparités sectorielles de rémunérations.

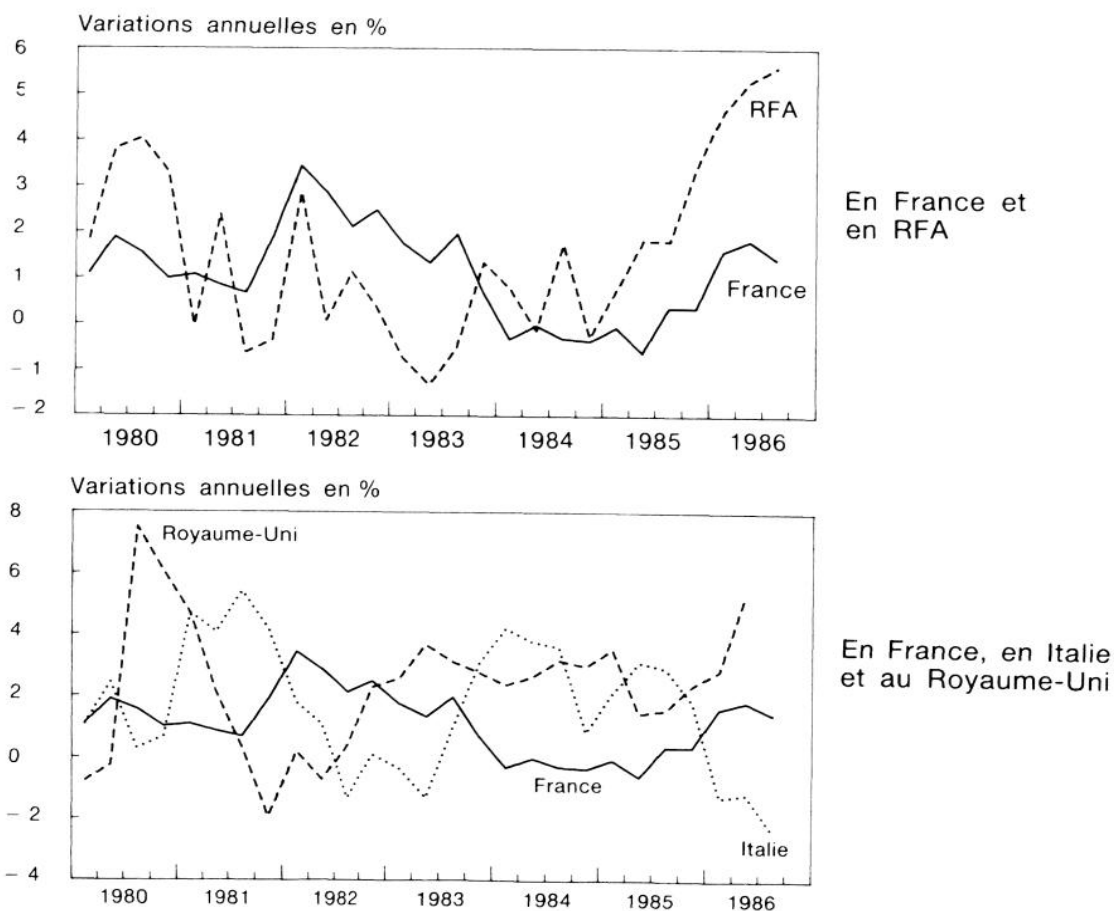
En 1986 les salaires réels de l'industrie ont augmenté plus faiblement en France que chez la plupart de nos partenaires européens

Au regard des gains de pouvoir d'achat du taux de salaire horaire ouvrier dans l'industrie manufacturière chez nos principaux partenaires la politique salariale semble avoir été relativement plus stricte en France en 1986. Du quatrième trimestre 1985 au troisième trimestre 1986 le salaire horaire ouvrier ne s'y est accru en termes réels que de 1,4 %.

L'augmentation du gain horaire ⁽⁵³⁾ réel britannique a été forte cette année (+ 5,6 % du troisième trimestre 1985 au deuxième trimestre 1986) en partie pour des raisons structurelles ⁽⁵⁴⁾ (graphique 31). Outre-Rhin l'évolution du salaire horaire ouvrier a été forte (+ 5,6 % du quatrième trimestre 1985 au troisième trimestre 1986). Les gains de pouvoir d'achat dans l'industrie manufacturière étaient ces dernières années traditionnellement plus élevés au Royaume-Uni qu'en France, mais en RFA ils étaient moindres jusqu'en 1984. Par contre les salaires réels des ouvriers italiens ont baissé (- 2,4 % du quatrième trimestre 1985 au troisième trimestre 1986), ce qui a grandement contribué à réduire le différentiel d'inflation persistant vis-à-vis des partenaires européens de l'Italie.

(53) Nous ne disposons pas pour le Royaume-Uni d'un taux de salaire ouvrier, mais d'un gain horaire ouvrier dans l'industrie manufacturière.

(54) Cf. chronique de l'économie britannique. « Royaume-Uni : des difficultés structurelles », Véronique Riches, *Observations et diagnostics*, Revue n° 18, janvier 1987.

31. Evolution des salaires horaires ouvriers réels ⁽¹⁾

Sources : Ministère du Travail, Bundesbank, Department of Employment, OCDE.

(1) Salaire horaire ouvrier dans l'industrie manufacturière rapporté au glissement des prix.

L'amélioration de la situation financière des entreprises s'est poursuivie

En l'absence de données de comptes trimestriels au delà du deuxième trimestre 1986 l'amélioration de la situation financière des entreprises est délicate à chiffrer. Cependant les données qualitatives sur les trésoreries d'entreprises montrent un redressement sensible dans l'industrie, le bâtiment, le commerce de détail et dans une moindre mesure dans le commerce de gros. Ce redressement a de multiples causes : modération des salaires, baisse des prix de l'énergie, de nombreux biens intermédiaires et d'équipement importés, hausses des produits financiers, tout ceci dans un contexte de forte demande des ménages et de liberté des prix retrouvée. La rigidité des prix de vente a cessé d'être, depuis la fin de 1986, la cause de détérioration des trésoreries la plus citée par les industriels.

Dans l'industrie les trésoreries sont désormais jugées meilleures que celles de 1976 et les résultats d'exploitation plus élevés que ceux de 1979-1980. Le redressement récent des résultats a concerné toutes les

entreprises, quelles que soient leurs tailles ; cependant l'amélioration a été plus franche depuis 1983 dans les grandes entreprises que dans les petites et moyennes, tant quant aux trésoreries qu'aux résultats d'exploitation.

La croissance de l'investissement a été moins forte dans l'industrie que dans le tertiaire

La reprise de l'investissement n'a pas été proportionnelle à la hausse des profits. Elle n'a atteint, en volume que 3 % l'an passé, après 2,2 % en 1985.

Dans l'*industrie* la hausse a été moindre qu'en 1985 (4 % en volume en 1986, contre 6,2 % l'année précédente). Son profil en cours d'année peut être apprécié au travers des déclarations des grossistes concernant le volume des ventes de biens d'équipement destinés à l'industrie : il s'est fortement dégradé au deuxième semestre. Ce sont les petites et moyennes entreprises qui ont le plus accru leurs dépenses d'équipement, bien que le redressement de leurs profits semble le moins vigoureux.

Les capacités de production disponibles ont cessé de se réduire en 1986. Elles se sont même élargies dans le secteur des biens d'équipement professionnel dès janvier 1986. La réduction des capacités disponibles de 1983 à 1985 recouvrait l'élimination d'équipements obsolètes principalement pour la production de biens intermédiaires. L'an passé leur extension a résulté de l'effort d'investissement. Au début de 1987 plus nombreux sont les industriels à les juger excédentaires au regard des médiocres perspectives de production. On est donc loin de la saturation des capacités qui a pu, selon certains, prévaloir. La part dans les investissements prévus de ceux qui sont destinés à accroître la capacité s'est même réduite à la fin de 1986, ce qui constitue un obstacle à une accélération des dépenses en ce début 1987. La forte hausse de nos importations industrielles passée et présente résulte donc moins d'insuffisantes disponibilités de l'appareil de production, que de la faiblesse des marges de capacité rentables.

La reprise des investissements paraît avoir été forte dans les *commerces et services*, selon l'activité des grossistes tournés vers ces secteurs et les données du ministère de l'Équipement indiquant que les mises en chantier de bâtiments commerciaux ont progressé. Selon l'Observatoire immobilier d'entreprise en Ile-de-France les mises en chantier de bureaux auraient pratiquement doublé en 1986 et les permis de construire délivrés se seraient accrus de près de 60 %. Les immatriculations de petits véhicules utilitaires ont aussi progressé. Cette reprise, qui était attendue, a donc vraisemblablement été plus importante que prévue, de l'ordre de 7 à 8 % en volume.

Dans le *bâtiment* et les travaux publics le redressement a aussi été un peu plus fort qu'initialement escompté (3 % en volume). Les immatriculations de véhicules destinées à ce secteur se sont redressées, augmentant de près de 35 % par rapport à 1985.

En revanche l'investissement a continué de reculer dans l'*agriculture* (– 3 % en francs constants). Les immatriculations de tracteurs auraient diminué de près de 15 % et la superficie des bâtiments agricoles commencés en 1986 à légèrement baissé.

De même le repli des investissements des grandes entreprises nationales, imposé par la rigueur budgétaire, s'est poursuivi (– 2 % en volume). Le déclin des programmes des Charbonnages de France, de Gaz de France et la réduction du programme nucléaire ont en effet provoqué une importante réduction des investissements dans le secteur de l'énergie, que n'a pas compensée la hausse des dépenses pour le TGV Atlantique à la SNCF et les programmes d'équipement des PTT.

La croissance des investissements a peu bénéficié à l'offre française de biens d'équipement

Dans le secteur des biens d'équipement professionnel, production et importations ont été soutenues, alors que les exportations se tassaient. Or la formation brute de capital fixe productif ne s'étant accrue en 1986 que d'un point de plus qu'en 1985, il en est résulté un excès d'offre, qui a, semble-t-il, provoqué un important gonflement des stocks, tant au stade de la production que du commerce de gros. Les producteurs ont tardé à s'adapter au recul de la demande intérieure, paraissant plus sensibles aux inflexions de la demande étrangère au cours des six premiers mois de 1986. Les distributeurs, dont les intentions de commandes se sont redressées jusqu'au troisième trimestre 1986, paraissent avoir mal perçu le recul des ventes amorcé en milieu d'année. Leurs stocks se sont donc très nettement accrus à la rentrée. Leur résorption, au début de 1987, impose aux producteurs de réduire leur activité.

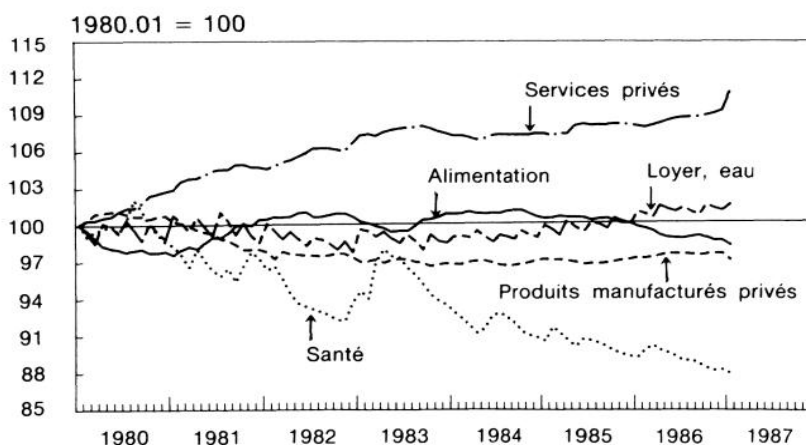
Le ralentissement de l'inflation s'est poursuivi à la fin de 1986 et interrompu au début de 1987

Le ralentissement de l'inflation s'est interrompu au début de 1987, après que les prix de détail n'aient crû que de 2,1 % en 1986 (contre 4,7 % en 1985). De février 1986 à février 1987 ils ont augmenté en glissement de 3,4 % en raison du mauvais résultat de janvier (0,9 %). Le regain d'inflation a une double origine, la libération des prix des services privés, et l'augmentation des prix des produits pétroliers.

Le retour à une liberté quasi-générale ⁽⁵⁵⁾ des prix s'est juridiquement concrétisé par l'ordonnance du 1^{er} décembre 1986 relative à la liberté des prix et de la concurrence (qui abroge celles du 30 juin 1945), et a finalement été mené à son terme le 1^{er} janvier 1987. Ce processus, engagé sous le précédent gouvernement par une libération partielle des produits industriels, s'est intensifié à partir du 16 avril 1986 pour

(55) Seuls restent administrés les prix des livres, des médicaments remboursables, du tabac, des taxis et du papier journal, ainsi que les tarifs du gaz, de l'électricité, des professions de santé ou réglementées et des transports en commun.

s'achever les 2 décembre 1986 et 1^{er} janvier 1987 par la libération des prix des *services privés* les plus sensibles (hôtels, cafés, restaurants, réparation des cycles et automobiles, coiffeurs, etc.). Les services du secteur privé ont augmenté de 5,1 % en 1986 et de 7 % au cours des douze derniers mois (janvier-janvier) soit nettement plus vite que l'ensemble hors tarifs publics (qui a crû de 4 % et 4,4 % au cours des mêmes périodes) (graphique 32). Ils ont augmenté de 2,1 % au cours du seul mois de janvier, où les « dérapages » ont notamment été importants dans les « soins personnels, soins de l'habillement » (+ 2,9 %) et les « services d'utilisation de véhicule privé » (4,8 %). Le calendrier des libérations a rythmé ces hausses (graphique 33). Aux augmentations dues au simple rattrapage qui succède à toute période d'encadrement (et celle-ci fut longue) est sans doute venu s'ajouter, compte tenu des expériences françaises passées en matière de libération de prix, un supplément de hausse visant à se prémunir contre l'éventualité d'un retour au blocage.



32. Prix relatifs ⁽¹⁾

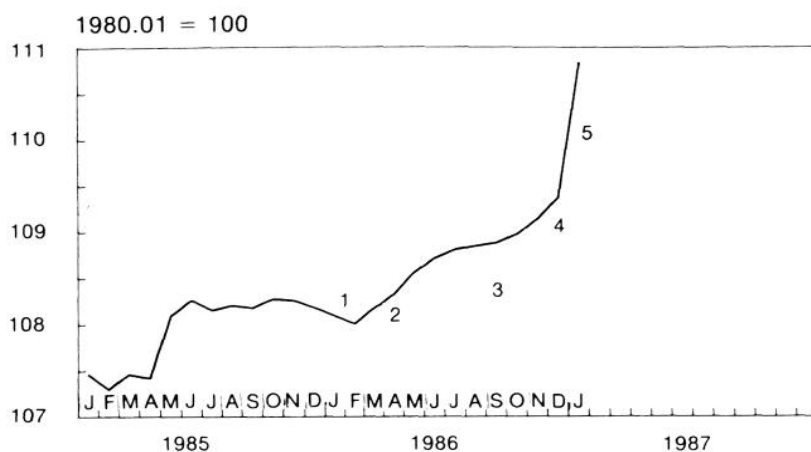
Source : INSEE.

(1) Indice de chaque poste rapporté à l'ensemble des prix hors tarifs publics.

Les prix des *produits manufacturés privés* ont crû de 4,2 % de janvier 1986 à janvier 1987, soit sensiblement au même rythme que l'ensemble hors tarifs publics. Les libérations de prix n'ont pas entraîné d'augmentations plus rapides en raison de leur relatif étalement dans le temps et surtout des baisses de coûts de production et de la concurrence étrangère. Elles ont toutefois facilité la reconstitution des profits.

Les *prix alimentaires* ne se sont accrus que de 2,8 % au cours des douze derniers mois (janvier-janvier), soit sensiblement moins que les prix des biens et services hors énergie. Les prix exprimés en francs des matières premières alimentaires importées par la France ont diminué de 30,2 % de janvier 1986 à janvier 1987 et ceux des produits agricoles à la production de 1,9 % en 1986, permettant ainsi à de nombreux détaillants d'accroître leurs marges récemment libérées sans relever fortement leurs prix de vente ⁽⁵⁶⁾.

(56) Libération des marges des crémiers et partielle des détaillants en fruits et légumes le 25 juin 1986 ; totale des bouchers, des charcutiers, des détaillants en fruits et légumes et des poissonniers en septembre-novembre ; des boulangers-pâtisseries au début de janvier 1987.



33. Les effets de la libération des prix sur les prix relatifs des services privés ⁽¹⁾

1. Libération des tarifs bancaires (à l'exception de ceux relatifs aux chèquiers) le 15 janvier 1986.
2. Libération des marges moyennes des commerçants le 16 avril 1986.
3. Libération de certains services (cordonneries, parking, distributeurs de boissons...) en juillet-août et (camping, spectacles, blanchisserie, déménagement, auto-école, réparation électroménager, petits travaux à domicile, prestations liées aux sports d'hiver) en septembre-novembre 1986.
4. Libération des prix des hôtels, café, restaurants... le 2 décembre 1986.
5. Libération des derniers services encadrés (réparation auto, coiffeurs...) le 1^{er} janvier 1987.

Source : INSEE.

(1) Indice du prix des services privés rapporté à l'ensemble hors tarifs publics.

Le coût de la construction, qui sert de référence au calcul des *loyers* a crû de 2,4 % du quatrième trimestre 1985 au troisième trimestre 1986, soit sensiblement au même rythme que les prix de détail (2,1 % sur la même période). Les loyers ont cependant augmenté plus fortement que l'inflation, de 5 % au cours des douze derniers mois. Au 1^{er} janvier ceux des HLM ont été revalorisés de 3 % en moyenne.

Les services de *santé* ont crû de 2,7 % de janvier 1986 à janvier 1987. Le 19 décembre 1986 le prix des consultations des généralistes a augmenté de 6,7 %, alors que les forfaits hospitaliers ont été majorés de 8,7 % le 1^{er} janvier.

Les prix de l'*énergie* ont largement contribué à la désinflation en 1986 (tableau 25 et graphique 34) en baissant de 14,5 %. A la baisse de l'essence (- 15,7 %) et du fuel (- 36,8 %) sont venues s'ajouter celles du gaz domestique (- 8,7 %) et de l'électricité (- 1 %) (tableau 26). En janvier ils ont augmenté de 3,2 % en raison d'une hausse des produits pétroliers de 8,5 % et malgré de nouvelles réductions du prix du gaz et de l'électricité si bien que sur les douze derniers mois ils n'ont plus diminué que de 9,2 %. Imputable principalement à la remontée dès novembre 1986 des prix, exprimés en francs, du baril de pétrole (+ 9,5 % en janvier et + 24 % de janvier sur octobre), cette augmentation s'explique aussi par le relèvement le 1^{er} janvier de la taxe intérieure sur les produits pétroliers (+ 2,4 %).

Les prix des *tarifs publics hors énergie* ont crû à un rythme plus soutenu que l'inflation, soit 4,5 % au cours des douze derniers mois.

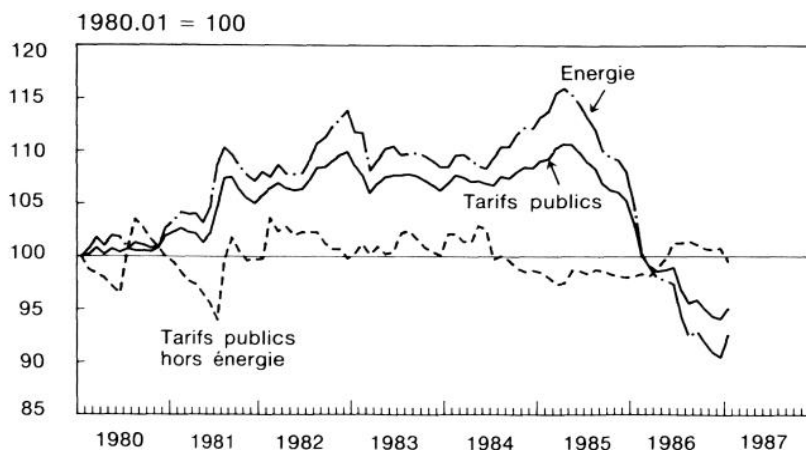
25. Contribution des principaux postes de l'indice à la croissance globale des prix en glissement

En pour-cent

Postes	Années			
	1983	1984	1985	1986
Alimentation	2,1	1,5	1,1	0,8
Produits manufacturés du secteur privé	3,1	2,9	1,0	0,6
Service du secteur privé	1,8	0,7	0,7	1,1
Tarifs publics	1,4	0,6	1,1	- 1,6
dont : - Energie	(0,9)	(0,3)	(0,9)	(- 1,9)
- Hors énergie	(0,5)	(0,3)	(0,2)	(0,3)
Divers et ajustement	0,9	1,0	0,8	1,2
Ensemble	9,3	6,7	4,7	2,1

Sources : INSEE, calculs OFCE.

34. Prix relatifs des tarifs publics ⁽¹⁾



Source : INSEE.

(1) Indice de chaque poste rapporté à l'indice général des prix.

26. Les baisses de prix du gaz domestique et de l'électricité en France en 1986 et au début de 1987

	Gaz domestique en %	Electricité en %
16 avril 1986	- 2	- 1
15 juillet 1986	- 4,5	
16 septembre 1986	- 2,5	
1986	- 8,7 ⁽¹⁾	- 1
1 ^{er} janvier 1987	- 11	
1 ^{er} février 1987		- 0,5
12 février 1987	- 3,2	

Source : OFCE.

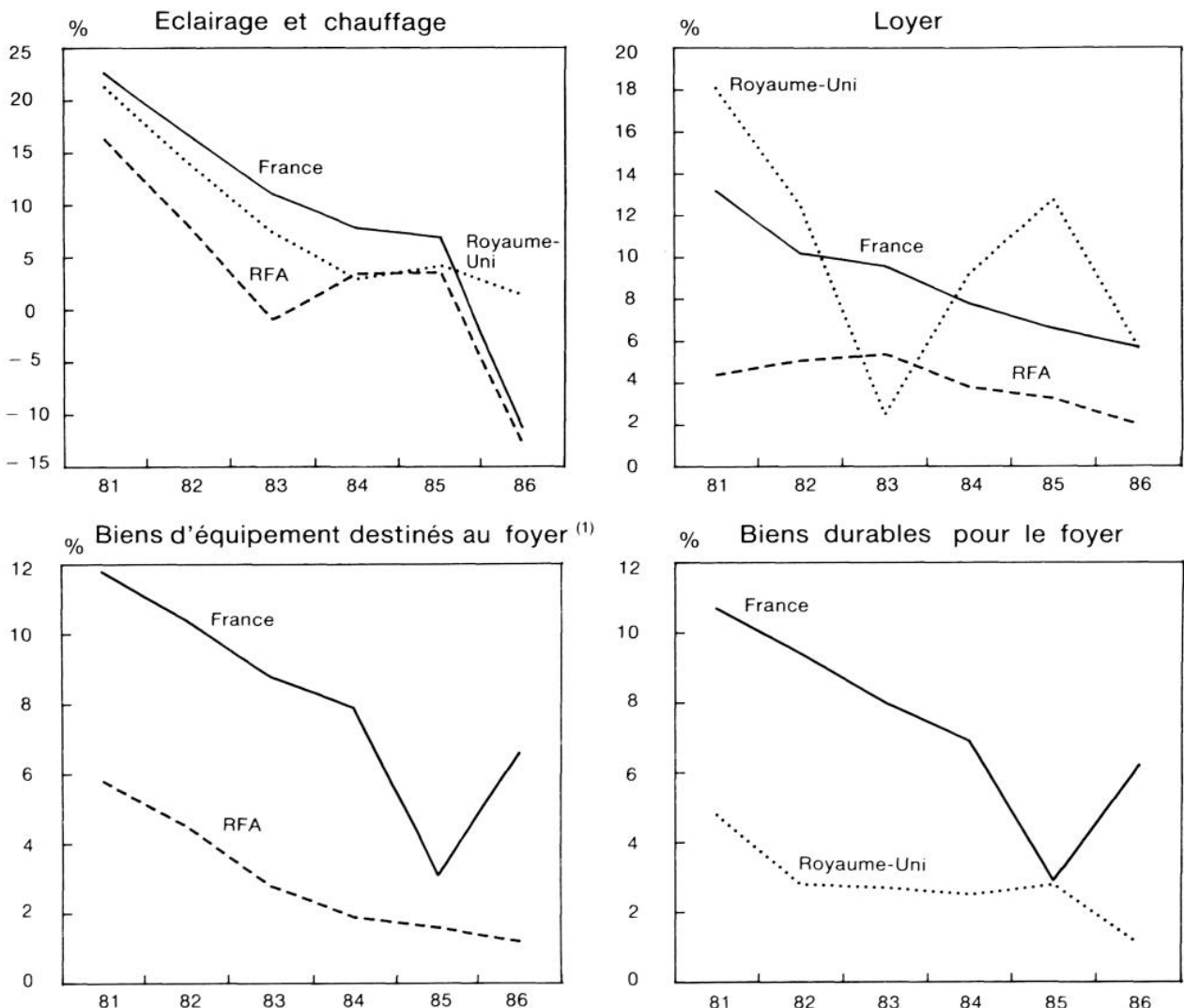
(1) Dans l'indice général le poste « gaz de ville » a baissé de 11,4 % en 1986 en raison d'un reliquat de baisse sur les chauffages collectifs.

Le ralentissement des prix a été plus rapide chez nos partenaires européens

Le ralentissement des prix n'est pas un phénomène propre à la France. Depuis 1983 le différentiel d'inflation entre notre pays et ses principaux partenaires européens avait tendance à se réduire. Cependant en 1986 il s'est à nouveau élargi vis-à-vis de la RFA et nos prix ont cessé de s'accroître moins rapidement qu'en Italie ou au Royaume-Uni.

La comparaison par grands postes de dépense, bien qu'approximative, permet de localiser l'origine de ces écarts. L'évolution récente du différentiel d'inflation entre la France, la RFA et le Royaume-Uni ne peut s'expliquer par la variation des prix de l'énergie. Si l'utilisateur final a en France souvent moins profité de la baisse des prix des produits pétroliers que ses homologues étrangers le consommateur français a cependant bénéficié de réductions importantes des tarifs du gaz domestique, et dans une moindre mesure, de ceux de l'électricité. Ainsi en 1986 la baisse des prix de « l'éclairage et du chauffage » a été quasiment aussi forte dans l'hexagone qu'en Allemagne (respectivement - 11,2 % et - 12,7 % en moyenne) (graphique 35), alors que ceux-ci augmentaient encore en Grande-Bretagne (1,4 %).

35. Evolution des prix de quelques grands postes de dépense en France, au Royaume-Uni et en RFA (en moyenne annuelle)



Sources : INSEE, CSO, Statistisches bundesamt.

(1) A l'exception de ceux relatifs aux loisirs.

Il semble que l'évolution récente du différentiel d'inflation entre notre pays et ses deux voisins trouve principalement son origine dans celle des prix des biens d'équipement. Qu'il s'agisse des biens destinés au foyer (à l'exception de ceux relatifs aux loisirs : TV, HIFI, etc.) dans le cas de la RFA, ou plus largement des biens durables destinés à l'équipement de la maison dans le cas du Royaume-Uni, le ralentissement des prix s'est prolongé en 1986 dans ces deux pays, alors qu'il s'interrompait en France, laissant place à une sensible accélération. L'intensification du processus de libération des prix dans notre pays n'est certainement pas étrangère à ce phénomène.

De même, mais dans une moindre mesure, la décélération des loyers, plus rapide l'an passé outre-Rhin que dans l'hexagone, a aussi contribué à creuser le différentiel d'inflation entre la France et l'Allemagne. Au Royaume-Uni, après deux années de forte hausse, ils sont revenus à une croissance voisine de la nôtre.

Le regain d'inflation enregistré en ce début d'année en France n'est qu'en partie imputable à l'augmentation du prix du pétrole. La hausse du prix des produits pétroliers a été plus forte dans l'hexagone qu'à l'étranger du fait du relèvement de la taxe spécifique en janvier ; mais elle continue d'être compensée, au sein du poste « éclairage et chauffage », par de nouvelles baisses des tarifs du gaz et de l'électricité. En revanche, en raison des dernières libérations, l'augmentation des prix des services privés serait probablement plus forte en France cette année qu'en RFA ou au Royaume-Uni.

La croissance du revenu des ménages s'est ralentie

Le revenu réel des ménages s'est élevé l'an passé de 2,7 %. Après une forte croissance au début de l'année, un repli s'est opéré, laissant place en fin d'année à une légère progression. Au début de 1987 le revenu s'est à nouveau contracté. Ces évolutions heurtées ont eu plus d'effet sur l'épargne des ménages que sur leur consommation, plus inerte. La consommation industrielle ne s'est repliée qu'en fin d'année, et de façon occasionnelle, tandis que l'épargne a subi les à-coups des mesures de politique économique (prélèvements ou remboursements d'impôt).

En 1986 l'excédent brut d'exploitation des ménages (EBE) a fortement contribué à la croissance du revenu réel ; avec une croissance de plus de 7 % en valeur, il a contribué pour 1,2 point à la croissance de 2,7 % du revenu disponible réel ; l'amélioration de la situation financière des agriculteurs (consécutive à la baisse du coût de leur consommation intermédiaire, en particulier énergétique) et l'accroissement des marges des entreprises individuelles des commerces et des services y ont concouru.

Les prestations sociales ont aussi fortement augmenté, comme prévu lors de la précédente chronique. Une accélération s'est même produite en fin d'année, fondée sur celle des prestations santé (hausse du nombre des actes médicaux), qui ont progressé de plus de 6 % en

francs courants. Du fait d'une forte hausse également des prestations familiales (5 %), vieillesse (près de 8 %) et des compléments mutualistes (plus de 7 %). Malgré la faible hausse des allocations chômage les prestations totales se sont accrues de 6,3 % contribuant à raison de 1,3 % à faire progresser le revenu disponible réel.

Les impôts versés par les ménages en 1986 se seraient élevés de 5 % en valeur, soit davantage que ce que nous avons prévu, par suite d'une réévaluation des revenus de 1985. L'accroissement des impôts locaux en fin d'année et les conséquences en début d'année du plus grand nombre de contrôles fiscaux semblent avoir été correctement estimés. Au second semestre les impôts versés auraient été moins forts qu'au premier semestre.

Les cotisations sociales se sont fortement accrues, à cause du prélèvement vieillesse supplémentaire de 0,7 % instauré le 1^{er} août 1986.

La masse des salaires bruts a progressé de 4,2 %. Les salaires bruts et nets de cotisations sociales ont aussi contribué positivement à la croissance du revenu disponible (respectivement de 0,8 et de 0,4 point), mais dans une mesure moindre que prévu.

En revanche au premier trimestre 1987 le revenu réel a probablement stagné, malgré des progressions encore fortes de l'EBE des ménages et des prestations sociales, ce qui est l'effet de la forte hausse des prix, mais aussi le résultat du prélèvement par voie de rôle de 4,5 milliards pour la Sécurité sociale. La hausse du SMIC au 1^{er} mars n'a encore eu qu'un faible impact au premier trimestre. Le début de l'année 1987 est donc opposé à celui de l'année précédente, où le revenu réel s'élevait grâce au fléchissement de la hausse des prix et au remboursement de l'emprunt obligatoire de 1983. Il lui ressemble néanmoins par l'accroissement du volume de la consommation.

La consommation s'est accrue plus que le revenu depuis un an...

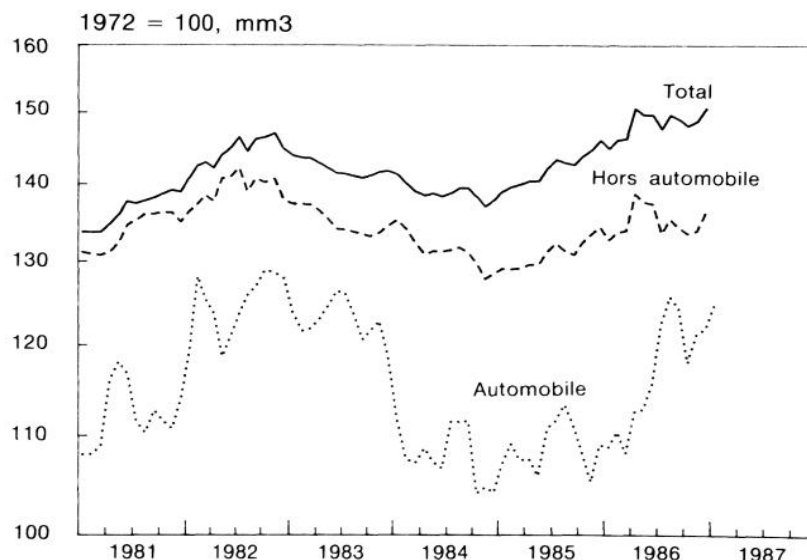
La croissance de la consommation des ménages avait surpris par son ampleur jusqu'à l'été. Le recul attendu par certains après les circonstances exceptionnelles du début d'année n'est pas survenu. En 1986 la consommation totale a progressé de 3,2 % et la consommation industrielle de 4,5 %. Les achats d'automobiles ont été les plus dynamiques (graphique 36) ; les immatriculations, après un fort recul en 1984 (- 12,5 %) et une quasi-stagnation en 1985 (+ 0,5 %), ont progressé de 8,2 %. Le besoin de renouvellement⁽⁵⁷⁾, différé durant les années de régression ou de faible progression du pouvoir d'achat, a gonflé les achats.

Depuis mai 1986 les ménages ont estimé que leur situation financière allait se dégrader. La prévision d'une détérioration du niveau de

(57) Le niveau des ventes de 1982-1983 fut très élevé.

vie faite en mai s'était révélée excessive, les ménages prévoyant alors une accélération de la hausse des prix, qui est apparue rapidement sans fondement. Depuis novembre au contraire ils ne croient plus à l'accroissement de l'inflation, mais leur pessimisme concerne l'évolution des revenus et de l'emploi.

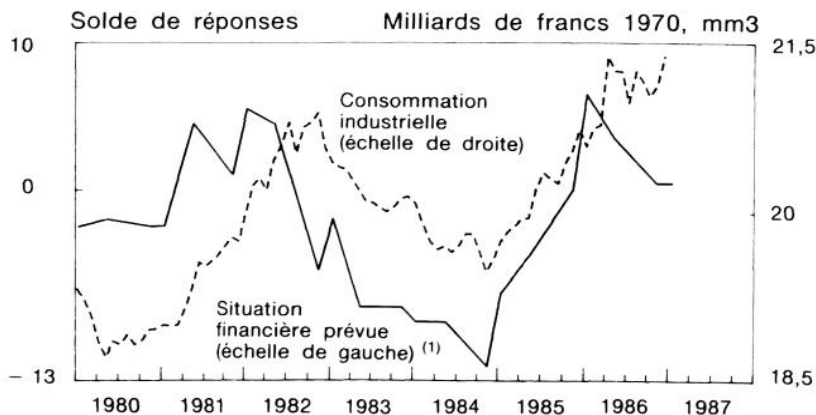
36. Consommation industrielle



Source : INSEE.

Pourtant ce pessimisme a peu affecté les achats. La consommation industrielle n'a reculé que de 0,6 % au dernier trimestre 1986 et a augmenté à nouveau en janvier 1987. Aussi l'an passé, comme en 1982 et en 1978-1979, la consommation s'est adaptée avec retard à la dégradation des revenus prévus (graphique 37) les achats continuant à progresser pendant quelques mois ; tandis que, au temps où les ménages avaient escompté des revenus supplémentaires, leurs achats avaient progressé sans délai. Cela avait été le cas au début de 1985, comme précédemment.

37. Consommation industrielle et anticipations de revenus par les ménages

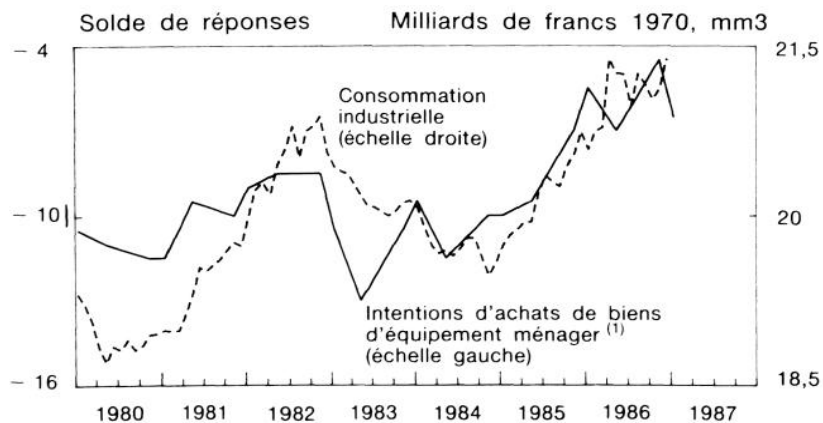


Source : INSEE.

(1) Appréciation des ménages sur leur situation financière au cours des mois qui viennent.

... et l'épargne des ménages s'est contractée

La dégradation de la situation financière n'a pas non plus affecté les intentions d'achat. A l'inverse de 1982, où la dégradation prévue du niveau de vie avait conduit à fortement déprimer les intentions d'achats de biens d'équipement, celles-ci ont poursuivi leur montée en 1986. En janvier 1987 le recul est encore d'une faible ampleur. Les intentions d'achats de voitures se sont accrues de 20 % de janvier 1986 à janvier 1987 et de 24 % pour les voitures neuves qui devraient être livrées au premier semestre 1987. Or dans le passé les intentions d'achats affichées par les ménages ont bien annoncé leur consommation effective (graphique 38) ; des décalages ont pu apparaître ; des intentions moins favorables se sont concrétisées parfois avec retard par une baisse des achats (1976-1977 et 1979-1980), mais parfois immédiatement (1982-1983) ; inversement des intentions plus soutenues ont été tantôt immédiatement mises en pratique par les ménages (1975-1977) tantôt après un délai, ainsi qu'il advint en 1983-1984, où il fallut attendre le début de 1985 pour que les achats s'accroissent ; mais la reprise de la consommation fut alors d'autant plus forte qu'elle succédait à une période d'austérité, la plus longue depuis longtemps. Lorsque les revenus ont progressé, les intentions à la hausse affichées depuis plusieurs trimestres se sont enfin concrétisées et la baisse du taux d'épargne financière s'est poursuivie malgré l'élévation du niveau de vie. Les intentions d'achat ont atteint en 1986 leur niveau record. Faudrait-il ne pas en suivre le présage alors que toujours auparavant, malgré des retards ou des modulations d'amplitude, intentions et achats ont évolué dans le même sens ? Cela confirme qu'au premier trimestre la consommation a dû être soutenue.



Source : INSEE.

(1) Appréciation des ménages sur leurs intentions d'achats de biens d'équipement au cours des 12 prochains mois, en comparaison des 12 mois passés.

L'épargne des ménages s'est donc contractée. De 12,2 % du revenu disponible au premier semestre, le taux d'épargne s'est abaissé à 11,6 % au second. Au premier trimestre 1987, du fait de la stagnation du revenu réel et d'une consommation en progrès, la fraction épargnée du revenu a dû descendre en deçà de 11 %.

Encore une montée du chômage

La production industrielle s'est accrue de 1,8 % en moyenne en 1986. La reprise après l'été s'est vite interrompue. Au début de 1987 la production a été médiocre ; les stocks gonflés involontairement en fin d'année passée, à cause d'une surestimation de la demande et d'une sous-estimation de la compétition internationale, ont commencé à être résorbés. Une consommation accrue au détriment de l'épargne et un investissement qui a recommencé à progresser ne suffisent cependant pas à redresser les perspectives de production des industriels, qui sont en repli depuis novembre dernier.

Le recul des effectifs industriels, qui s'était transitoirement atténué au premier semestre (- 0,4 % par trimestre) s'est de nouveau accéléré au second (- 0,6 % par trimestre), permettant une croissance soutenue de la productivité, de 4,3 % en moyenne en 1986, comme en 1985. Selon les industriels interrogés en janvier la tendance à une réduction plus rapide des effectifs persisterait au début de 1987. En revanche les effectifs se sont accrus dans les autres secteurs. Les créations d'emplois dans les activités tertiaires ont atteint 1,8 % de décembre

2. Les nouvelles statistiques du chômage

Après les débats du début de 1986 concernant les vrais chiffres du chômage^(*), un rapport a été rédigé par Edmond Malinvaud à la demande des pouvoirs publics. Il a conduit à quatre principes d'action :

1° Se référer aux conventions internationales (BIT) pour la définition des concepts de l'inactivité de l'emploi et du chômage ; la définition habituelle du chômage (la population sans emploi et à la recherche active d'un emploi) a donc été maintenue.

2° Intervenir auprès du BIT pour que les normes internationales soient précisées, notamment pour ce que certaines notions, comme le sous-emploi visible, soient rendues plus précises.

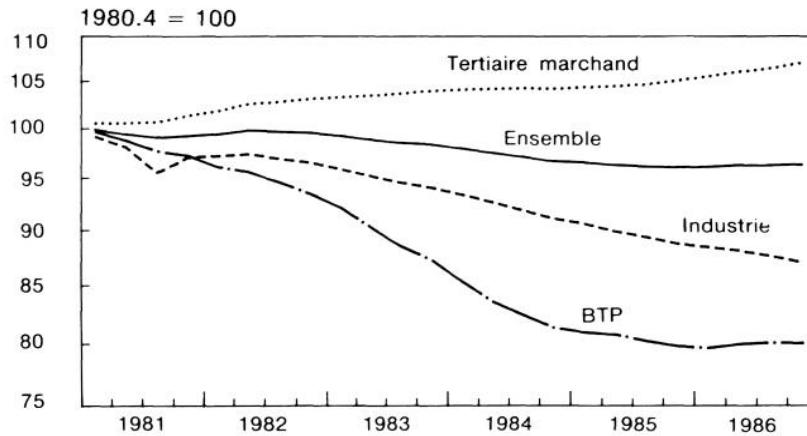
3° Affiner la connaissance des créations et des disparitions d'emplois et de la vie ultérieure des personnes qui ont été au chômage.

4° Diversifier les informations transmises au grand public.

A la suite de ce rapport deux modifications ont été apportées aux statistiques habituelles. La publication du taux de chômage (rapport du nombre de chômeurs à la population active) est devenue mensuelle, en même temps que celle du nombre de demandeurs d'emplois. Les traitements statistiques sont améliorés : le nombre des demandeurs d'emploi est désormais arrêté après la relance faite auprès des demandeurs d'emploi n'ayant pas répondu au premier pointage. Ils étaient auparavant effectués entre le premier et le second pointage, ce qui conduisait à rayer des listes ceux qui n'avaient pas répondu au premier questionnaire et à les réintégrer le mois suivant s'ils répondaient. Cela a majoré d'environ 70 000 personnes le nombre mensuel de demandeurs d'emploi recensés et minoré celui des sorties du chômage.

(*) Voir chronique de conjoncture d'avril 1986 pages 68-69.

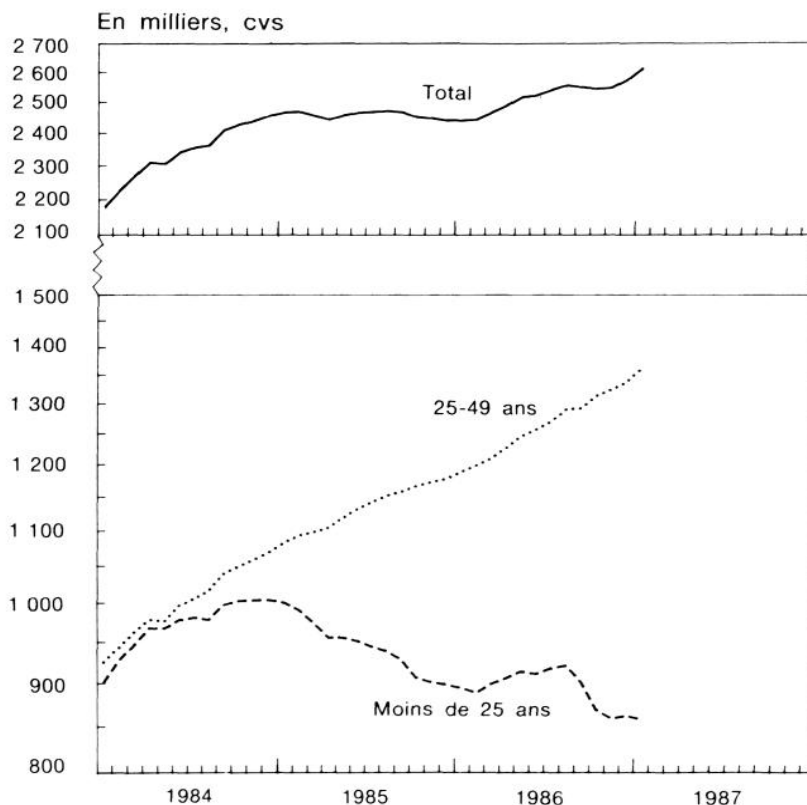
1985 à décembre 1986, en accélération sensible. Le bâtiment et les travaux publics sont devenus créateurs d'emplois depuis le début de 1986, après un recul accentué depuis plusieurs années. La reprise y est toutefois modérée (graphique 39).



39. Effectifs salariés des secteurs marchands, en fin de trimestre

Source : Ministère du Travail.

Cela étant le chômage s'est élevé de 2,5 % en 1986. Après une stabilisation en septembre-octobre-novembre, le nombre de demandeurs d'emplois s'est de nouveau accru à partir de décembre. Le plan de juillet 1986 en faveur de l'emploi des jeunes a certes permis de réduire momentanément le chômage des moins de 25 ans ; mais ses effets se sont vite tassés et le chômage des plus âgés a continué à progresser. En janvier 1987 il y avait 2,612 millions de personnes à la recherche d'un emploi à plein temps et à durée indéterminée (graphique 40), soit 10,9 % de la population active (voir encadré 2).



40. Chômage Demandeurs d'emplois en fin de mois.

Source : Ministère du Travail.

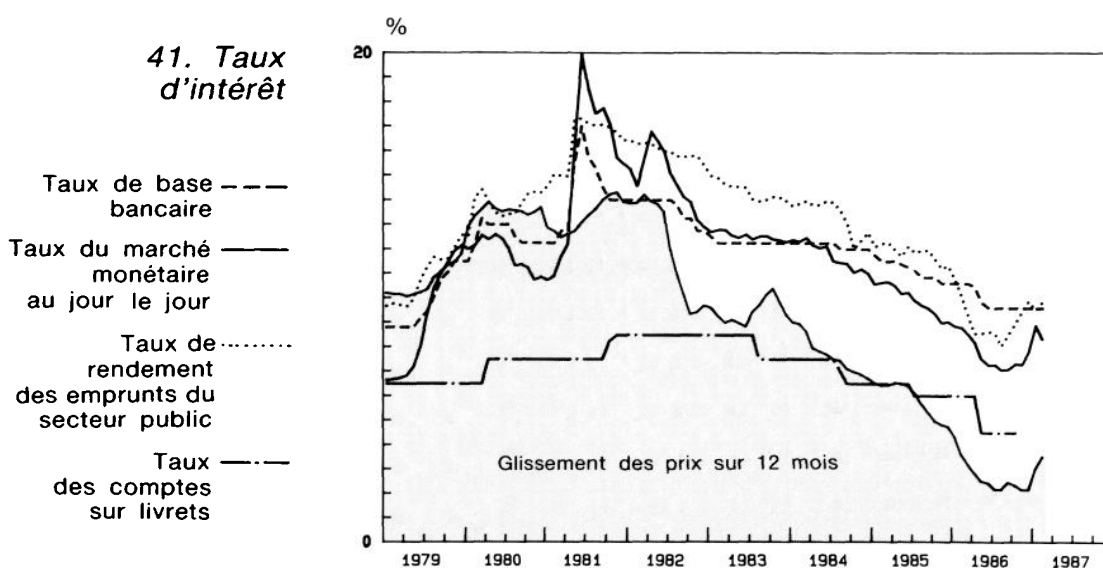
Le traitement social du chômage a permis, comme nous l'escomptions, de ralentir la progression du chômage, non de l'enrayer. Les offres d'emploi, qui avaient progressé depuis mars 1986 se sont stabilisées depuis septembre. C'est un signe inquiétant pour les mois à venir.

Des évolutions monétaires et financières nouvelles

Les évolutions monétaires et financières ont connu plusieurs faits marquants en 1986. La baisse des taux d'intérêt nominaux s'est interrompue en cours d'année. Le développement des créances négociables de court terme et la faiblesse de la demande de crédit ont permis le passage au 1^{er} janvier 1987 à la régulation monétaire par les taux. La levée presque totale du contrôle des changes a rendu les agrégats monétaires plus volatils et une politique monétaire par les taux moins autonome. La progression des émissions obligataires s'est ralentie ; en revanche le marché des actions a accéléré son extension, tant par les privatisations que par les émissions.

Une baisse contrariée des taux d'intérêt

Le mouvement des taux d'intérêt s'est inversé après l'été 1986 (graphique 41). Les taux au jour le jour, qui avaient baissé de 2 % pendant les huit premiers mois de l'année ont remonté, atteignant près de 9 % en janvier 1987. Bénéficiant de l'allègement de la contrainte de change après la dévaluation d'avril 1986 les taux avaient décliné au rythme de la désinflation. Celle-ci marquant le pas, l'écart de taux avec la RFA n'a plus été réduit. Dès lors que les taux allemands ne baissaient plus, la Banque de France a maintenu inchangé à 7 % son taux d'intervention de juin à la mi-décembre. Les tensions sur le franc, consécutives à la baisse accélérée du dollar par rapport au DM, expli-



quent la remontée des taux courts sur le marché dès la mi-septembre. Accentuées par les mouvements sociaux de décembre, elles ont alors conduit la Banque de France à relever son taux d'intervention sur appels d'offre de 7 à 7 1/4, puis à 8 % au début de janvier 1987, niveau toujours en vigueur début mars. Parfois les taux se sont établis en décembre et janvier bien au delà de la fourchette des taux directeurs instituée au 1^{er} décembre avec la suppression du *fixing* (taux d'intervention sur appels d'offre, taux des pensions à sept jours), dépassant par exemple 9,5 % avant le réajustement monétaire de janvier. Ce réajustement ayant été jugé fragile, ce n'est qu'après l'accord du Louvre sur la stabilité des parités que le mouvement s'est retourné, concrétisé par une réduction de 1/4 de point des taux de la Banque de France. Quoiqu'il en soit la mise en place du contrôle monétaire par les taux (voir encadré 3), les rend beaucoup plus volatils. Les taux des bons du Trésor sont aussi devenus plus significatifs des conditions de l'argent à court terme que les taux monétaires.

La hiérarchie entre les taux à court terme et ceux à long terme a été sensiblement affectée pendant l'année 1986. L'écart entre ces taux, de plus de 2 points en 1985, n'atteignait plus que 0,5 point en avril. Après la dévaluation d'avril, l'écart s'est accru. Il s'est renforcé après l'été, quand toutes les perspectives de baisse de taux allemands ont été infirmées, atteignant près de 2 points à la fin de l'année. Le nouveau resserrement de ces taux en janvier résulte de la plus forte augmentation des taux courts qui a entouré le réajustement monétaire.

Le mouvement des taux d'intérêt nominaux a conduit, en raison de la désinflation, plus forte qu'escomptée, à des taux réels en hausse d'environ 1 point. Ceux des emprunts publics se sont ainsi élevés de 6,5 % à 7,5 % entre la fin de 1985 et la fin de 1986.

La réduction du coût du crédit est plus difficile à apprécier. Le taux de base bancaire est resté fixé à 9,60 depuis la mi-mai 1986, mais il sert moins de référence aux conditions de crédit depuis la création des titres négociables de court terme. L'enquête de trésorerie de l'INSEE menée en décembre fait ressortir une réduction légèrement plus forte pour les grandes entreprises. Elle fait surtout apparaître les conditions de crédit très avantageuses obtenues par celles des grandes entreprises, qui ayant accès au marché des billets de trésorerie, peuvent faire jouer la concurrence. Au mois de janvier le Crédit national a relevé de 0,7 point le taux du crédit appliqué aux PME.

Le développement des marchés financiers a permis la mise en place d'une politique monétaire par les taux...

Le développement des créances négociables a été considérable depuis 1985 (tableau 27). Les bons du Trésor négociables remplacent progressivement les anciens bons interbancaires (61 % du total à la fin de décembre) et sont détenus à raison de 30 milliards environ par des agents non financiers. Les billets de trésorerie, dont la Banque de France attendait un encours de l'ordre de 10 à 15 milliards en fin

d'année 1986, ont atteint 30 milliards à la fin de janvier 1987, malgré certaines entraves passagères (frein sur leur progression en juin) et un seuil qui reste élevé (500 millions de francs). Les grandes entreprises ont trouvé là du crédit à un coût très proche du taux du marché monétaire. Au 1^{er} mars 1987 la durée maximum ⁽⁵⁸⁾ a été portée de 2 à 7 ans, alors que la durée minimale des certificats de dépôts a été réduite de 3 mois à 10 jours. Les différents titres négociables du marché monétaire ont maintenant des caractéristiques identiques (seuil, fiscalité, durée). La frontière avec les obligations en devient plus floue.

27. Titres de créances négociables ⁽¹⁾

Milliards de francs

	Décembre 1985	Juin 1986	Décembre 1986	Janvier 1987
Billets de trésorerie	3,3	25,3	24,0	31,8
Bons du Trésor	—	135,1	226,9	235,3
Certificats de dépôts	27,5	33,5	60,0	64,7
Bons des IFS ⁽²⁾	—	1,4	3,3	3,3
TOTAL	30,8	195,3	314,2	335,2

Source : Banque de France.

(1) Ces chiffres concernent l'ensemble des créances quels qu'en soient les détenteurs.

(2) Institutions financières spécialisées.

Le fort développement des créances négociables, comme celui des plans d'épargne-logement qui s'est poursuivi sur un rythme annuel de 25 %, a conduit en 1986 à une progression de l'ensemble des liquidités (agrégat L) de 7,2 %, proche de celle du PIB en valeur ; elle a été supérieure à celles d'autres mesures des transactions tout aussi valables (demande intérieure et consommation : + 5,6 %) et à ce qui était attendu quoique l'agrégat ne soit pas contrôlé. En conséquence la croissance de l'agrégat monétaire M3, qui exclut les placements ci-dessus, a été faible (4,5 %) et l'objectif atteint (fourchette de 3-5 %). La structure des placements financiers s'est encore modifiée, au détriment de ceux à taux administrés (compris dans M2-M1). Ainsi l'encours des livrets A a faiblement régressé en 1986. M3 a par ailleurs été affecté en décembre, mois de référence, par le retrait de certains investisseurs du marché interbancaire et par la faiblesse des rapatriements de fonds par les entreprises en raison des tensions sur les changes. Ces faits invitent à rappeler que les variations des agrégats monétaires rendent mal compte de l'orientation de la politique monétaire. Malgré la réduction des taux nominaux, elle apparaît très restrictive si l'on considère les taux réels.

La progression de la masse monétaire reflète, en termes de contreparties la quasi-stabilité des créances sur le Trésor, l'évolution sensible de la création monétaire due aux opérations avec l'extérieur et un recours limité au crédit. En l'absence de statistiques récentes les

(58) A condition cependant que le billet soit « noté » par une agence de rating pour qualifier la signature.

3. Politique monétaire par les taux ⁽¹⁾

L'objectif de la politique monétaire reste la maîtrise de la progression des agrégats monétaires. La Banque de France continue à afficher des normes de croissance pour certains d'entre eux. Pour les respecter elle dispose de deux types d'instruments :

- *Les taux d'intérêt.* La Banque de France intervient sur les marchés (*open market*) pour influencer directement les taux d'intérêt. Son action porte principalement sur les taux de court terme. En pratique elle concentre ses interventions sur le marché interbancaire ⁽²⁾ censé guider les autres marchés, mais se réserve la possibilité d'intervenir sur les autres marchés de court terme et même sur le marché obligataire. Ses principales interventions sur le marché interbancaire prennent la forme d'appels d'offre et de pensions à sept jours, procédure à nouveau utilisée, dont les taux définissent une fourchette entre laquelle ou près de laquelle s'établit depuis le 1^{er} décembre 1986 le taux du marché au jour le jour. Celui-ci, depuis la suppression du *fixing* à cette date, fluctue dans la journée. Une moyenne pondérée en est connue le lendemain. Cette pratique conduit à une forte volatilité des taux sur le marché interbancaire.

- *Les réserves obligatoires.* La Banque de France agit sur la liquidité bancaire en faisant varier le coefficient de réserves obligatoires non rémunérées calculées sur les seuls dépôts. Leur relèvement, qui accroît le volume des réserves des banques, les oblige à se refinancer au taux du marché, ce qui augmente leurs coûts et leurs conditions de crédit. Leur sensibilité au taux du marché est renforcée lorsque les coefficients des réserves obligatoires sont plus hauts. Les variations de ces coefficients devraient plutôt correspondre à une politique structurelle que conjoncturelle. Quoi qu'il en soit, le maniement vers le bas de ces coefficients est actuellement limité en France par leur faible niveau. Il est de 5 % sur les dépôts à vue, alors que leur taux marginal est de 12,1 % en RFA. Les *réserves obligatoires* sur les dépôts ont été relevées au 1^{er} janvier 1987 pour compenser la disparition des réserves calculées sur les crédits (relèvements de 4,5 % à 5 % pour les dépôts à vue, de 0,75 % à 1 % pour les dépôts à terme). La période de calcul des réserves, trimestrielles depuis 1985, est à nouveau mensuelle pour assurer une plus grande simultanéité.

Par ailleurs, pour inciter les banques à développer leurs *ressources stables*, ce qu'assurait l'ancienne régulation du crédit, il est créé un coefficient de fonds propres à atteindre progressivement d'ici cinq ans : 60 % de leurs emplois à plus de cinq ans devront alors être couverts par des ressources de même échéance.

(1) Voir lettre de l'OFCE n° 42, février 1987, « La politique monétaire française ».

(2) Les entreprises non bancaires ayant accès au marché monétaire (ENBAMM) en sont progressivement exclues. Ainsi les SICAV, la Chambre syndicale des agents de change, la SNCF le sont depuis février 1986 ; les compagnies d'assurance depuis le 1^{er} janvier 1987 (avec un régime transitoire jusqu'au 1^{er} septembre) ; les organismes de retraite et de prévoyance au 1^{er} mars 1987. Cette mesure les conduit à devenir des investisseurs privilégiés de créances négociables.

enquêtes révèlent la faible demande de crédit des entreprises, mais la progression de la demande des ménages.

La mise en place du nouveau mode de régulation monétaire par les taux, le 1^{er} janvier, a eu lieu alors que le contrôle quantitatif du crédit était peu contraignant en raison de la faiblesse des besoins de financement, du développement des créances négociables de toutes échéances et de la réduction progressive de l'encours des crédits à taux privilégiés. Dans ces conditions une modification des taux sur un marché peut se transmettre largement sur les autres, affectant la structure des placements financiers et monétaires et le coût du crédit. Toute régulation quantitative du crédit étant abandonnée, la Banque de France contrôle la progression des agrégats monétaires en influençant directement les taux d'intérêt. Pour cela elle intervient sur les marchés (*open market*) ou agit sur la liquidité bancaire en modifiant les coefficients de réserves obligatoires, qui, calculées sur les seuls dépôts, pèsent sur le coût du crédit (voir encadré 3).

... que la suppression du contrôle des changes rend moins autonome.

La quasi-suppression du contrôle des changes⁽⁵⁹⁾, engagée depuis 1983, a été accélérée en 1985 et en 1986 et presque achevée au 1^{er} janvier 1987. Elle renforce les liens entre taux intérieurs et taux extérieurs et rend plus imprévisible l'impact monétaire des opérations avec l'extérieur et plus volatils les agrégats monétaires. En 1985 les entrées de capitaux, génératrices de monnaie en régime de changes fixes ou semi-fixes, ont été plus fortes qu'attendues. Il en a été de même en 1986 après la dévaluation d'avril. En revanche les tensions sur les changes ont limité en décembre la progression des agrégats monétaires.

Dans ces conditions la maîtrise des agrégats monétaires est très délicate. La politique monétaire par les taux risque de se heurter à un conflit d'objectif, puisque le même instrument, le taux d'intérêt, devrait être utilisé pour défendre le taux de change et pour respecter la norme monétaire. Le relèvement des taux pour des raisons externes pourrait conduire à des entrées de capitaux supérieures à la réduction du crédit qu'il induirait. En l'absence de réglementation sur les changes et le crédit, la politique monétaire perd de son autonomie et de son efficacité.

Le marché obligataire primaire est devenu moins attractif...

La progression des émissions obligataires s'est sensiblement ralentie en 1986 où elle a été de 11 %, au lieu de taux annuels proches de 25 % depuis 1982. Calculée sur les émissions nettes cette progression n'a été que de 6 %, alors que les règlements nets (émissions brutes

(59) Voir chronique de conjoncture, Revue n° 17 d'octobre 1986 pour la situation à la fin septembre 1986. Au mois de novembre l'autorisation a été accordée aux banques de prêter des francs à des non-résidents dans la limite des ressources en francs dont elles disposent en provenance de l'étranger, ce qui maintient cloisonné le marché de l'eurofranc. En pratique ne subsistent que l'interdiction pour les résidents de détenir des avoirs à vue à l'étranger et celle de prêter des francs aux non-résidents au delà des limites nouvelles.

desquelles on retranche les intérêts en sus des amortissements) ont été inférieurs à ceux de 1985. Cette rupture de tendance reflète des mouvements divers selon les émetteurs. Les emprunts d'Etat ont continué à progresser (141,3 milliards, contre 97,6) si bien que hors Etat les émissions brutes sont plus faibles qu'en 1985 (tableau 28). Les grandes entreprises nationales et les établissements de crédit non bancaires ont limité leurs emprunts étrangers et accru leur appel au marché intérieur (+ 30 milliards). En revanche les banques, moins contraintes par la régulation quantitative du crédit, ont réduit sensiblement leurs émissions (93,9 contre 124,7), de même que les autres entreprises (12 contre 18).

28. Emissions brutes d'obligations

Milliards de francs

	T1	T2	T3	T4	Total
Emissions totales 1985	69,7	100,4	59,6	80,6	310,3
Emissions totales 1986	131,8	92,5	64,5	56,8	345,6
Emissions hors Etat 1985	49,7	73,5	40,4	49,2	212,7
Emissions hors Etat 1986	75,2	49,1	40,5	39,5	204,3

Source : Banque de France.

Le rythme des émissions a été particulièrement vif jusqu'en avril (53 % du total), alors que les taux baissaient fortement. Le ralentissement observé depuis s'explique par l'incertitude sur l'évolution des taux et corrélativement celle des cours.

... que le marché des actions

La moindre progression des émissions obligataires a pour contrepartie le développement considérable des émissions d'actions. Elles ont globalement progressé de 90 % et celles résultant d'un appel public à l'épargne ont été multipliées par 3,6, atteignant un montant de plus de 60 milliards (tableau 29). Ce chiffre s'explique pour partie par la forte croissance des certificats d'investissement (24 milliards en 1986, contre 2,5 en 1985) dont les trois quarts ont été émis par des sociétés privatisables en vue de les échanger contre des actions. L'essentiel en revient aux banques (16 milliards), ce qui atténue le jugement porté sur l'évolution de leurs emprunts obligataires. Ce chiffre s'explique par ailleurs par l'évolution des financements du secteur privé.

L'inflexion sensible du comportement d'investissement financier peut être appréciée en se limitant aux seuls placements en titres offerts en Bourse. Dans le total constitué par les émissions d'obligations nettes et d'actions par appel à l'épargne ou lors des opérations de privatisation et de nouveaux titres négociables, la part des obligations est passée de 89 % en 1985 à 67 % en 1986, celle des actions de 6 % à 18 % et celle des titres courts de 5 à 15 %. Cette réorientation des placements

29. Emissions brutes d'actions ⁽¹⁾

Milliards de francs

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Emissions totales	31,1	38,6	43	48,4	73,2	138,6
Emissions avec appel public à l'épargne	3,1	3,5	10,8	9,8	17,4	61,8
dont :						
Sociétés cotées	(2,7)	(3,1)	(9,2)	(8,8)	(16,8)	(59,5)
Emissions sans appel public à l'épargne	28,0	35,0	32,2	38,6	55,8	76,8

Source : Commission des opérations de bourse.

(1) Les émissions d'actions faites par appel public à l'épargne ont reçu l'autorisation de la COB pour bénéficier des conditions habituelles d'appel public (publicité...). Elles concernent principalement les sociétés cotées à la recherche de nouveaux actionnaires. Les autres émissions sans appel public à l'épargne sont fermées. Elles sont notamment le fait de petites sociétés (accroissement du capital social par les actionnaires) ou de grandes sociétés (création ou augmentation du capital d'une filiale).

reflète notamment le plus faible niveau et l'orientation à la baisse des taux d'intérêt nominaux. Le rendement d'une action, dividende et plus-value escomptée, est relativement aléatoire au regard de celui de l'obligation. L'action apparaît plus risquée lorsque les taux d'intérêt sont élevés, puisque les plus-values nécessaires pour assurer un rendement comparable au rendement fixe de l'obligation doivent être importantes. En revanche lorsque les taux sont plus faibles, l'investissement en actions est moins risqué. Encore faut-il qu'existent des perspectives de plus-values. Or les cours étant censés refléter la somme actualisée des dividendes, avec pour facteur d'actualisation le taux d'intérêt, ils tendent à varier à l'inverse du taux d'intérêt. D'autres facteurs, l'aménagement de la fiscalité des actions et l'introduction en Bourse des titres de sociétés privatisées pour lesquelles on s'attend au moins à court terme à des évolutions de cours très avantageuses, ont favorisé les émissions d'actions.

La modification des comportements d'épargne financière est générale ; dans l'ensemble des titres, la part des actions est de plus en plus forte ; dans l'ensemble des placements monétaires et financiers, la part des titres progresse et les placements monétaires reculent. Ceci ne doit pas masquer la forte progression du volume des placements nouveaux de l'ordre de 20 % ces dernières années. Compte tenu de la faiblesse de l'épargne des ménages et de la progression sensible des placements de non-résidents, on est conduit à faire l'hypothèse d'un développement des placements boursiers des entreprises.

Le budget de 1986 : un déficit contenu

Le déficit budgétaire de 1986 est resté, après deux lois de finances rectificatives, formellement très proche de celui annoncé (145,3 milliards de francs), la première loi d'avril l'ayant réduit de 1,4 milliard et celle de

fin d'année de 0,3 milliard. Les principales mesures fiscales du collectif d'avril (suppression de l'impôt sur les grandes fortunes, réduction de l'impôt pour les sociétés pour les bénéficiaires non réinvestis, aménagement de la fiscalité de l'épargne...) ont leur premier impact comptable dans le budget 1987. Les mesures nouvelles qui modifient l'équilibre, principalement le plan d'emploi de jeunes (3,7 milliards) et les aides à l'agriculture (0,3 milliard) ainsi que des ajustements de crédit ont été financés par des économies (6,3 milliards) et de nouvelles recettes de 4,6 milliards, dont 3,2 de recettes non renouvelables ⁽⁶⁰⁾. Une innovation a été le financement de 8 milliards de francs de nouvelles dotations en capital aux entreprises nationalisées (2 à Renault et 6 à la sidérurgie) par des recettes de privatisation. Le collectif de fin d'année a procédé aux habituels ajustements des crédits en fonction de l'évolution des recettes. Les plus-values fiscales enregistrées par rapport aux estimations initiales ont été conséquentes (18 milliards de francs). Elles concernent notamment l'impôt sur le revenu (2,8 milliards), l'impôt sur les sociétés (3,1 milliards), la TVA (5,1 milliards). Elles résultent à la fois de revenus de 1985 meilleurs que prévu, d'une consommation très soutenue en biens fortement taxés en 1986 (TVA) et des effets de la lutte contre la fraude fiscale. Au total le montant des recettes fiscales budgétaires a ainsi augmenté de 6,5 % par rapport à 1985 contre 4,7 % attendu. Ces plus-values ont cependant été insuffisantes pour financer les ajustements de dépenses difficilement prévisibles (charges de la dette + 9,3 milliards et bonification des taux d'intérêt) et les mesures prises en cours d'année, telles que les dépenses agricoles (+ 1,7 milliard, voir encadré 4). Ce sont de nouveaux prélèvements sur les entreprises publiques (relèvement de la contribution des PTT de 3,15 milliards, rémunération de son capital par EDF-GDF à raison de 1,15 milliard) qui y ont contribué. Au total lors des deux collectifs, ce sont près de 8 milliards de recettes supplémentaires à caractère peu renouvelable qui ont été nécessaires pour contenir le déficit ⁽⁶¹⁾.

En 1986 la politique budgétaire a été à peine expansive (+ 0,1 % sur le PIB) ⁽⁶²⁾. L'effet principal a résulté du remboursement de l'emprunt obligatoire de 1983 au premier trimestre, atténué par le relèvement en cours d'année des cotisations sociales, prévisible au vu de la réduction des transferts à la Sécurité sociale. Les mesures prises en cours d'année ont à peine accru cet impact (mesures pour l'emploi des jeunes). Mais au début de 1986 la consommation a bénéficié des effets résiduels des allègements d'impôt de 1985, intervenus en fin d'année.

(60) Dont : prélèvement sur la Caisse d'équipement des collectivités locales (2 milliards), cessions d'immeubles (0,5 milliard).

(61) Les premières estimations font apparaître un déficit sensiblement plus faible, de 141,1 milliards de francs. Les recettes de privatisation (4 milliards au lieu de 8, le solde étant versé en 1987) ont été affectées à la Caisse d'amortissement de la dette. Les dotations en capital n'ayant pas été financées par des recettes de privatisation sont intégrées dans le résultat annoncé. C'est que les plus-values fiscales ont été meilleures qu'indiqué ici et les dépenses très maîtrisées. L'ensemble des recettes croît de 7,3 %, les dépenses de moins de 5 % par rapport à 1985.

(62) Voir « Un budget 1986 accidentellement expansionniste », Lettre de l'OFCE n° 28, octobre 1985.

4. Revenu agricole et politique budgétaire

Selon la commission des comptes de l'Agriculture l'excédent brut d'exploitation (EBE) de la branche agricole a crû de 1,4 % en 1986 et son revenu brut total de 1,2 %. Compte tenu d'une diminution du nombre des exploitations de 3,2 %, la commission a conclu à une stabilité en francs constants du revenu brut par exploitation (le déflateur du PIB utilisé étant de 4,5 %). Ces résultats sont profondément affectés par l'ensemble des aides à l'agriculture, puisque 1 milliard d'aide supplémentaire correspond à 1 % de revenu supplémentaire environ. En 1986 les subventions reçues par la branche agricole ont représenté 8 % du revenu total et elles ont fortement augmenté (+ 34 %).

En 1986 de nouvelles aides pour soutenir le revenu agricole, qui affecteront l'année où elles seront effectivement versées^(*), ont été annoncées par :

- *Le collectif d'avril 1986.* La principale mesure concerne la déductibilité à 50 % de la TVA sur le fuel domestique. Son coût, estimé en année pleine à 300 millions, n'était pour des raisons comptables, que de 125 millions en 1986. Avec les autres mesures de soutien (175 millions), l'effort du collectif envers l'agriculture a été chiffré à 300 millions.

- *Le plan contre la sécheresse de l'été 1986.* Un plan de 1 390 millions financé par l'Etat (780 millions), le Crédit agricole (530 millions) et les organisations agricoles (80 millions) comprenait principalement deux grands types de mesures : la vente à prix réduits de céréales aux éleveurs sinistrés et des mesures financières. Il sera complété par des subventions du Fonds national de garantie contre les calamités agricoles en 1987 (600 millions ont été inscrits à ce titre au collectif budgétaire de fin d'année).

- *La conférence annuelle agricole de décembre 1986.* Un plan d'aide de plus de 2 milliards de francs a été annoncé après les décisions européennes de réduire à nouveau la production laitière (baisse des quotas laitiers de 8,5 % en deux ans) ainsi que celle de viande bovine (nouveaux mécanismes d'intervention). Les principales mesures sont de nouvelles aides à la restructuration laitière (600 millions) et aux producteurs de viande bovine et ovine (450 millions) et de nouvelles mesures financières.

(*) Les mesures du plan sécheresse et celles prises en fin d'année seront en grande partie versées en 1987. Les aides à la restructuration laitière porteront sur plusieurs années.

1987 : une faible croissance

Un budget : légèrement favorable à l'activité

Le budget pour 1987 comporte une réduction sensible du déficit (129,3 milliards contre 143,6 en 1986) et des allègements fiscaux de 28 milliards, dont 17 pour les ménages et 11 pour les entreprises ⁽⁶³⁾, certains ayant été annoncés en avril 1986. L'analyse détaillée de ce budget ⁽⁶⁴⁾ conduit à juger relativement faible la diminution volontaire du montant global des dépenses, les réductions (résultant de celles des effectifs, des dépenses de fonctionnement, des subventions aux entreprises) étant presque compensées par la forte augmentation du budget militaire. Ainsi les objectifs atteints proviennent plus de la conjonction de deux facteurs favorables, la réduction spontanée des dépenses du fait des mesures prises les années antérieures et l'amélioration sensible des rentrées fiscales, notamment celles provenant de l'impôt sur les sociétés (+ 12 %). De plus les dotations en capital, versées aux entreprises nationalisées (8,6 milliards) et le coût des nationalisations (5,1 milliards), financés habituellement par le budget, le sont en 1987 sur les recettes de privatisation (30 milliards annoncés).

Au total l'impact du budget de 1987 apparaît expansif. Le niveau du PIB serait accru de 0,25 % en 1987, avec un effet plus marqué en fin d'année, et de + 0,65 % en 1988. Mais les mesures de rééquilibrage de la Sécurité sociale annulent cet effet en 1987 et le diminuent sensiblement en 1988 (de 0,4 %).

A l'annonce, fin février, des nouvelles hypothèses officielles (croissance du PIB d'environ 2 % au lieu de 2,8 % ; des prix de 2,5 % en moyenne, au lieu de 2 %, et de 2,4 % en glissement, au lieu de 1,7 %) a été associée celle d'un redéploiement des dépenses de 7,5 milliards de francs pour financer à la fois le plan en faveur des chômeurs de longue durée et des chômeurs âgés (3 milliards de francs) et une contribution supplémentaire à la CEE. Pour cela 1,7 % des crédits de tous les ministères (hors crédits de personnel) sont mis en réserves. Ces réductions apparaissent ambitieuses, alors qu'à nouveau en 1986 les ouvertures de crédit n'ont pu être financées sur les seules économies. Comme des plus-values fiscales substantielles sont peu probables — les rentrées fiscales ne devraient cependant pas être trop modifiées par une moindre croissance, car les évolutions nominales sont inchangées — toutes mesures de soutien à une conjoncture peu favorable risquent d'accroître le déficit, sauf à les financer par des nouvelles recettes non reproductibles ou par des recettes de privatisation supplémentaires. C'est dans cet esprit que sont étudiées de telles mesures,

(63) Pour les ménages baisse générale de 3 % de l'impôt sur les revenus, (5,5 milliards), réduction du taux maximum à 58 % (2,2 milliards), allègement pour les familles modestes (4 milliards), suppression de la taxe sur les magnétoscopes et réduction de la redevance télévision (- 1,3 milliard). Pour les entreprises nouvelles réduction de la taxe professionnelle (5 milliards), réduction du taux de l'impôt sur les sociétés sur les bénéficiaires distribués (3,8 milliards), réduction d'autres taxes pour 2,2 milliards (provisions pour congés payés, taxe sur les frais généraux, taxe sur le fuel lourd).

(64) Voir « Le budget de 1987 marque-t-il une rupture ? », Lettre de l'OFCE n° 38, octobre 1986.

qui pourraient prendre la forme de dotations en capital aux entreprises nationalisées, leur permettant d'accroître leur investissement. Les recettes de privatisation étant supérieures à l'estimation de 30 milliards inscrite au budget initial, deux tiers du montant seraient affectés à la caisse d'amortissement de la dette, pour financer le coût des nationalisations, et pour le remboursement des emprunts, et l'autre tiers pourrait financer les nouvelles dotations. Avec un montant de 45 milliards, cela conduirait à rembourser 25 milliards d'emprunt et financer 5 milliards de coût des nationalisations. Il resterait alors 15 milliards pour des dotations, soit 6,4 milliards de plus que prévu. Avec 60 milliards (tableau 30), les mêmes calculs conduiraient à 35 milliards de remboursement d'emprunt et 11,4 milliards de dotations supplémentaires. Il serait ainsi possible, tout en conservant l'équilibre budgétaire formel, de procéder à une relance ponctuelle de l'activité par l'investissement. Le choix des entreprises et des investissements en conditionnerait les conséquences sur l'activité et le solde extérieur.

30. Bilan financier des privatisations de 1986-1987 ⁽¹⁾

Entreprises	Date	Prix de vente de l'action	Cours du 4 mars 1987	Recettes de privatisation ⁽⁴⁾	Dont étranger	Dont OPV ⁽³⁾
Elf-Aquitaine ⁽²⁾	octobre 1986	305 F	340 F	3,3	0,3	3,0
Saint-Gobain	décembre 1986	310 F	430 F	8,7	1,6	6,3
Paribas	janvier 1987	405 F	510 F	13,1	2,3	6,2
Sogenal	mars 1987	125 F		0,7	0	0,6
BBTP	avril 1987	130 F		0,4	0	35 %
CCF	avril 1987			* 2,8	20 %	
TF1	avril 1987			4,5		40 %
CGCT	avril 1987			0,5	20 %	0
BIMP	mai 1987			* 0,1	0	
Havas	mai 1987			* 1,1	20 %	
CGE	mai 1987			* 9,6	20 %	
Société générale	automne 1987			*15,0	20 %	
AGF	automne 1987			*10,3	20 %	
Total estimé				70	12 ⁽⁴⁾	
dont en 1987				(58)	(10)	

(1) Pour les modalités des privatisations, on se reportera à la chronique de conjoncture d'octobre 1986, Revue de l'OFCE n° 17. Aucun calendrier n'étant arrêté, celui-ci est donné à titre indicatif. Pour les sociétés pour lesquelles les modalités de cession des titres n'ont pas été annoncées, on retient la valeur de privatisation fournie par le club « Homme et société » (chiffre précédé de *) et on suppose que 20 % des titres seront vendus à l'étranger, ce qui est un maximum. Dans certains cas, ceux des petites banques (Sogenal, Banque du bâtiment et des travaux publics (BBTP), Banque industrielle et mobilière privée (BIMP)) il a été décidé de limiter les ventes de titres à l'hexagone. La différence entre les recettes de privatisation et celles provenant de l'étranger ou de l'offre publique de vente comprend les actions cédées aux salariés (en général 10 % du total) et les actions vendues de gré à gré pour la constitution d'un actionnariat stable (cas de Paribas, BBTP, BIMP, Crédit commercial de France (CCF), Compagnie générale de constructions téléphoniques (CGCT) pour la totalité de l'opération). Dans le cas de TF1, 50 % du capital est cédé à un groupe de contrôle pour 3 milliards (soit 33,3 % plus cher), le reste étant proposé aux salariés et au public, 10 % du produit seront consacrés à la création audiovisuelle. Avec ces estimations, c'est un montant d'environ 70 milliards que pourraient rapporter les privatisations de 1986 et 1987, dont 58 en 1987 ou 66 si on intègre les recettes de Saint-Gobain dont un milliard seulement a été affecté à l'exercice 1986.

(2) Cession de 11 % du capital.

(3) Offre publique de vente.

(4) Milliards de francs.

La dette intérieure de l'Etat, qui résulte de l'accumulation des déficits budgétaires passés, a augmenté fortement depuis 1981. Le poids de la dette, apprécié par son rapport au PIB s'atténue en fonction de l'évolution nominale en hausse du PIB. En 1986, avec un déficit de gestion de 3,1 % du PIB et un PIB en valeur en augmentation de 7,2 %, la dette a dû s'accroître de 1,5 point de PIB (tableau 31). En 1987, avec une hypothèse de PIB en augmentation de 5 %, ce ratio atteindrait 25,7 %. Les opérations de privatisation vont conduire à limiter sensiblement la progression de l'endettement de l'Etat. L'affectation de 16 milliards de recettes de privatisation à l'amortissement de la dette, sur les 30 prévus au budget initial, l'allège de 0,3 % du PIB, ce qui abaisse son ratio au PIB à 25,4 %. Il convient de rappeler que le poids de la dette publique française reste faible en comparaison de celle des autres pays de l'OCDE. L'affectation de 25 milliards compatible avec les chiffres annoncés l'allègerait de 0,5 % du PIB et elle atteindrait alors 25,2 %, soit une progression en un an limitée à 0,9 %. Un autre effet est la réduction des charges d'intérêt pour les années futures. Avec un taux de 8,5 %, les intérêts seraient réduits en 1988 et les années suivantes de 2,6 milliards avec 30 milliards de recettes de privatisation et de 3,8 milliards avec des recettes de 45 milliards.

31. Poids de la dette de l'Etat en pourcentage du PIB ⁽¹⁾

%

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986 e	1987 p
Ratio de dette au PIB	15,1	16,1	17,3	19,7	21,4	22,8	24,3	25,4

Source : Situation des opérations résumées du Trésor.

(1) La dette de 1985 s'élevait à 1 045 milliards de francs. Les progressions retenues pour le PIB en valeur de 1986 et 1987 sont de 7,2 % et 5 %.

En 1988 la même orientation politique devrait conduire à une nouvelle réduction du déficit de 15 à 20 milliards et à de nouvelles réductions d'impôt de 20 à 25 milliards, l'engagement initial portant sur une réduction de 50 milliards en deux ans (dont 28 en 1987). Les réductions de dépenses de l'ordre de 40 milliards nécessaires pour réaliser ces objectifs proviendraient à nouveau en grande partie de l'évolution spontanée, qui résulte des décisions prises antérieurement, l'écart de croissance entre recettes et dépenses étant de l'ordre de 2 points. Les allègements fiscaux concerneraient à la fois les ménages et les entreprises et comprendraient pour celles-ci une nouvelle réduction du taux de l'imposition des bénéficiaires des sociétés (de 45 % à 42 %).

La difficile maîtrise des régimes sociaux

La très forte dégradation des résultats de la Sécurité sociale en 1986 est le fait de toutes les branches, principalement de la branche maladie et de la branche vieillesse (tableau 32). Les perspectives pour 1987, établies en décembre 1986 par la commission des comptes de la Sécurité sociale, font apparaître un déficit supérieur de 9 milliards au

résultat de 1986, tant pour le régime général que pour l'ensemble des régimes de Sécurité sociale. Le déficit de la branche-vieillesse a été contenu avec le relèvement de 0,7 point des cotisations-vieillesse au 1^{er} août 1986 et le rétablissement d'une contribution de 0,4 % des revenus imposables de 1985 et 1986, payée aux premiers trimestres de 1987 et de 1988 (total attendu par le régime général : 2,4 milliards en 1986 ; 12,8 en 1987). En revanche le déficit prévisionnel de la branche-maladie s'est accru de près de 10 milliards. Un nouveau plan de rationalisation des dépenses de 9,4 milliards, selon l'estimation officielle, a été, en conséquence, annoncé.

32. Soldes des régimes de Sécurité sociale ⁽¹⁾

Milliards de francs

	1983	1984	1985	1986 e	1987 p
Régime général	11,2	16,6	13,4	- 20,9	- 30,0
dont :					
- branche maladie	12,6	6,2	13,8	- 7,7	- 17,2
- branche accidents du travail	0,4	1,3	1,4	1,1	1,5
- branche vieillesse	- 8,8	- 1,7	- 7,9	- 15,1	- 13,6
- branche famille	7,0	10,8	6,1	0,8	- 0,6
Ensemble des régimes	26,8	26,5	26,2	- 14,5	- 23,3

Sources : Ministère des Affaires sociales et de l'emploi, commission des comptes de la Sécurité sociale de décembre 1986.

(1) Ces chiffres intègrent le relèvement de 0,7 % de la cotisation-vieillesse d'août 1986, la contribution-solidarité de 0,4 % mais pas les mesures du plan de rationalisation des dépenses.

Les évaluations pour 1987 (hors plan de rationalisation) reflètent l'évolution naturelle ⁽⁶⁵⁾ du régime général de Sécurité sociale à la différence des résultats de 1985 et 1986. Ces deux exercices ont en effet été fortement perturbés par deux types de facteurs. D'une part des mesures à caractère structurel aux effets souvent progressifs : principalement l'allègement (1985) puis le relèvement (1986) des prélèvements et la diminution des transferts versés par l'Etat (près de 6 milliards en année pleine). D'autre part des mesures à caractère ponctuel, mesures de trésorerie, décalages comptables, produits financiers. A législation inchangée de 1984 et hors recettes exceptionnelles, le déficit de 1987 eut été identique (30 milliards) à ce qui est escompté actuellement ; mais la manière d'y arriver aurait été différente (dégradation régulière de 15 milliards par an de 1984 à 1987). Ce chiffre correspond à un différentiel spontané d'évolution entre recettes et dépenses de 2 % environ du total des dépenses.

L'impact du plan de rationalisation des dépenses dont les principales mesures ⁽⁶⁶⁾ concernent la limitation des exonérations de ticket

(65) L'analyse de l'évolution structurelle provient du rapport de la commission des comptes de la Sécurité sociale de décembre 1986.

(66) Limitation de l'entrée en régime de maladie longue et coûteuse donnant droit à l'exonération du ticket modérateur (1,2 milliard), fin de l'exonération pour les remboursements indépendants de la maladie longue et coûteuse (2 milliards), extension du remboursement à 40 % de certains médicaments aux personnes exonérées (3,3 milliards), suppression de la franchise postale (0,9 milliard), suppression du remboursement des vitamines (0,5 milliard), actualisation du forfait hospitalier (0,2 milliard)...

modérateur sera faible en 1987. Déjà les difficultés de mise en place de l'extension des remboursements limités à 40 % de certains médicaments aux personnes exonérées de ticket modérateur ont conduit à des assouplissements. De plus l'entrée en application de plusieurs mesures, qui dépend d'un accord entre la CNAM et les médecins, est reportée. Le déficit de l'assurance-maladie sera par ailleurs accru d'environ 1 milliard par la forte augmentation des tarifs de consultations médicales (+ 13 %). En revanche celui de la branche-vieillesse bénéficiera pour un montant du même ordre, du faible accroissement de pensions (+ 1,8 % en janvier, + 1 % au 1^{er} juillet). Quant au projet de loi relatif à la famille (4,6 milliards de francs), financé principalement par des économies, il ne devrait affecter le compte de la branche famille que de 500 millions. Au total le déficit du régime général pourrait avoisiner 25 milliards en 1987. Dans ces conditions la trésorerie, encore excédentaire en début d'année 1987, deviendrait fortement déficitaire. C'est dans ce contexte que se dérouleront les Etats généraux de la Sécurité sociale. Nous ne retenons pas dans cette chronique de nouvelles réductions de dépenses, ni de relèvements des prélèvements pour cette année qui apparaissent cependant possibles, ni de hausse des tarifs des mutuelles qui doivent supporter les conséquences des plans sur les dépenses, en particulier l'entrée des personnes âgées exonérées du ticket modérateur.

Des taux d'intérêt qui baisseraient peu

D'ici la mi-1988 l'évolution des taux d'intérêt de court terme dépendra fortement des évolutions externes et principalement du respect de l'accord du Louvre sur la stabilité des parités. Dans l'hypothèse où la baisse du dollar reprendrait, les difficultés qui en résulteraient au sein du SME pourraient conduire à un réajustement des parités. Mais il nous paraît probable que pour des raisons politiques le maximum sera fait pour l'éviter. Dans ce cas la baisse des taux serait limitée, puis enrayée afin de se prémunir contre des tensions sur le franc avant les élections de mai 1988. L'écart de 2 points entre taux courts et taux longs devrait se rétablir puis à nouveau se réduire avec l'éventuelle montée des taux courts. Quant aux taux administrés, dont l'écart avec l'inflation va se réduisant, ils ne devraient pas être modifiés d'ici les élections.

Le recours des entreprises au crédit diminuera grâce à la nouvelle réduction de leur besoin de financement et le développement des créances négociables, qui est assuré notamment par une demande forte émanant des investisseurs institutionnels éliminés du marché interbancaire (voir encadré 3). On s'attend en fin d'année à un encours de billets de trésorerie proche de 70 milliards de francs. De même l'encours des certificats de dépôts, en forte progression ces derniers mois, pourrait dépasser 100 milliards. La progression des bons du Trésor, mis à part le remplacement des anciens bons interbancaires, sera plus réduite, car le déficit budgétaire sera financé surtout par des obligations.

Dans ces hypothèses les objectifs monétaires (4-6 % pour M2, 3-5 % pour M3) ont chance d'être atteints, car les évolutions nominales

seront proches de celles de 1986, à condition toutefois que les placements rémunérés soient moins attractifs que ceux du marché obligataire ou du marché des actions. On peut cependant douter que la progression de l'agrégat M2 soit proche du haut de sa fourchette et que l'objectif de M3 soit atteint, car il y faudrait une forte contraction des placements à terme, qui est peu probable, puisque leurs rendements sont libres. Pour que le marché obligataire reste attractif, les cours devront ne fluctuer pas trop et les anticipations sur les taux rester favorables. Il aura à faire face aux émissions de l'Etat (150 milliards) et à celles des banques, qui doivent accroître leur ressources longues. Il sera alimenté par les amortissements et intérêts à verser (84 et 172 milliards de francs). Ainsi le montant des émissions pourrait être proche de celui de 1986 (environ 350 milliards en brut, 260 en net). Mais les liquidités risquent de se porter plus sur les actions si les émissions se poursuivent à un rythme élevé et si les cessions de titres des entreprises privatisées s'élèvent jusqu'à 45 milliards (10 milliards étant réservés à l'étranger et un dixième aux salariés, tableau 30). Il n'est pas exclu que des perspectives de plus-values remettent en cause en 1987 l'équilibre du marché obligataire.

Une inflation modérée après l'accélération du début d'année

Des hausses faibles des salaires et la répercussion probable des baisses de coûts de production de l'industrie vers les commerces seront des facteurs de modération des prix, alors que la remontée des prix du pétrole et le redressement des marges dans le secteur des services exerceront une pression inverse. En conséquence, nous pensons que la hausse des prix sera plus forte en 1987 que l'an passé, soit 3,2 % en glissement au lieu de 2,1 % en 1986, comme d'ailleurs nous l'annoncions déjà lors de notre précédente prévision. Ceci ne constituerait cependant pas une reprise de l'inflation car après une accélération au premier trimestre, l'augmentation des prix retrouverait sa tendance passée. L'évolution de l'indice de l'ensemble des prix hors tarifs publics et produits pétroliers, qui augmentait encore de 4 % en 1986, ne croîtrait plus que de 3,5 % en 1987.

En 1987 les prix de l'énergie cesseraient de diminuer, mais, contrairement à ce que nous supposons lors de notre précédente prévision, ils n'augmenteraient pas plus que les autres prix. Nous n'avons pas envisagé que les pouvoirs publics continuent d'exercer, au moins au cours du premier trimestre, une pression à la baisse sur les tarifs d'EDF et de GDF afin de compenser la hausse des produits pétroliers. Nous supposons qu'en 1987 le prix du pétrole s'établira à 17,5 dollars par baril en moyenne. Au cas où il reviendrait à 15 dollars par baril, les prix de l'énergie diminueraient de 0,6 % et l'inflation serait plus faible d'un à deux dixièmes.

La réduction du volume des subventions accordées aux grandes entreprises nationales et la volonté affichée d'un retour à une vérité des prix devrait se traduire par une hausse encore relativement importante cette année des *tarifs publics hors énergie*.

5. Prix agricoles

L'unicité des prix agricoles est l'un des principes de la politique agricole commune (PAC). Des prix d'intervention sont fixés en écus pour chaque campagne. Leur évolution en francs dépend de celle des montants compensatoires monétaires (MCM).

Ce mécanisme conduit à ne pas prendre en compte totalement l'impact des réajustements monétaires (hausse des importations en francs, baisse du prix des exportations en monnaies étrangères et donc gains de compétitivité) pour les produits agricoles. Il a été introduit en 1969 pour lutter contre l'inflation. Les prix des produits agricoles restent calculés sur les bases d'anciennes parités (devises vertes). Rapportés aux nouvelles, les prix de produits agricoles sont, dans l'hypothèse d'une dévaluation du franc, plus faibles. Pour ne pas affecter la concurrence, des montants compensatoires monétaires négatifs sont introduits, prenant la forme d'une subvention aux importations et d'une taxe sur les exportations. Dans le cas d'une réévaluation, des MCM positifs jouent le rôle de subventions aux exportations et de taxes sur les importations.

L'objet des négociations agricoles communautaires porte souvent sur le démantèlement total ou partiel des MCM. Le démantèlement de MCM négatifs équivaut à un ajustement des parités vertes et conduit à un relèvement des prix agricoles exprimés en francs. En revanche le démantèlement de MCM positifs conduit à une baisse des prix agricoles et donc du revenu agricole, ce qui est politiquement difficile. Aussi depuis 1984 n'ont plus été créés de MCM positifs. Les critiques formulées contre les MCM portent d'une part sur la modification des conditions de concurrence entre pays de la CEE, car ils sont calculés sur les prix d'intervention, qui peuvent être très différents des prix de marché (notamment pour ceux de la viande). D'autre part ils favorisent l'agriculture des pays à monnaie forte, puisque les changements de parité, censés rétablir un certain équilibre entre pays à évolutions divergentes, ne sont pas effectifs pour les produits agricoles.

Le réaménagement monétaire d'avril 1986 a réintroduit des MCM négatifs. Les prix d'intervention de la campagne 1986-1987, exprimés en écus, ont été gelés. Les négociations agricoles ont conduit à une réduction partielle des nouveaux MCM (de 1,5 % sur les produits végétaux, de 3 % sur les produits animaux) et donc à des hausses de prix en francs du même ordre, atténuant pour la France l'effet du gel des prix agricoles^(*). Après la réévaluation du DM et d'autres monnaies en janvier 1987 de nouveaux MCM négatifs (3,2 %) ont été créés. Les prix de la nouvelle campagne 1987-1988 pourraient être réduits en moyenne de 0,5 % en écus. La suppression de MCM français (ceux prévalant à la fin de décembre 1986) pourrait dans ce cas conduire à une augmentation des prix de l'ordre de 1,7 %, alors que d'autres pays verraient leur prix baisser de l'ordre de 2,5 % (RFA, Pays-Bas).

(*) Les MCM sont démantelés produit par produit. La France a ainsi obtenu en avril 1986 la suppression de ceux portant sur le porc et les produits avicoles, puis en décembre ceux portant sur la viande bovine. La suppression progressive des MCM sur le porc réintroduits en janvier a été acquise.

Dans le *secteur privé*, une fois achevée la reconstitution des marges du commerce et de l'industrie, la baisse des coûts de production pourrait favoriser un nouveau ralentissement des prix des *produits manufacturés*. Ceux des *services* augmenteraient plus fortement en 1987 qu'en 1986 ; cependant, une fois passés les premiers effets inflationnistes liés à leur libération, leur hausse devrait se ralentir.

La décélération des *prix alimentaires* se poursuivrait. Les excédents laitiers et la surproduction de viande bovine continueront de peser sur les cours, alors que le gel des prix en ECU pour la plupart des produits (et même la diminution pour certains d'entre eux : maïs, seigle, orge, etc.) décidé à Bruxelles ne permettra qu'une faible hausse en francs (voir encadré 5). En outre la baisse conjointe des cours mondiaux des matières premières alimentaires et de la devise américaine provoquerait une nouvelle diminution des prix de nos importations de ces produits. Et, bien que les marges de distribution soient désormais libres, la vive concurrence qui règne dans ce secteur freinera toute velléité de dérapage.

Les augmentations de *loyers* seront probablement fortes cette année. La loi Méhaignerie, publiée au *Journal Officiel* du 24 décembre 1986, a en effet instauré une liberté progressive des loyers⁽⁶⁷⁾, au rythme du renouvellement des baux. Les revalorisations devraient théoriquement s'étaler sur la durée du bail (trois ans) et les révisions annuelles rester indexées sur l'indice du coût de la construction. Mais on a pu, en ce début d'année, apprécier les dérapages que ces dispositions auraient occasionnés, à Paris et en banlieue, si les pouvoirs publics n'étaient intervenus auprès des investisseurs institutionnels. Les commissions de conciliation auront du mal à tempérer les appétits des investisseurs privés. Dès lors il est vraisemblable que la prévision du gouvernement d'une hausse moyenne de 3 % des loyers en 1987 sera largement dépassée.

Les augmentations des tarifs de *santé* seront aussi probablement plus fortes qu'en 1986. Les consultations des généralistes, après avoir été revalorisées de 6,7 % le 19 décembre, le seront à nouveau le 1^{er} juin de 6,3 % ; celles des spécialistes le seront le 1^{er} avril et le 15 septembre respectivement de 7,3 % et 5,9 %.

Une faible progression des salaires réels en 1987

Les salariés du *secteur privé* obtiendront en 1987 des gains de pouvoir d'achat relativement faibles. Il semble peu probable, compte tenu des mauvais résultats du début d'année en matière d'inflation, que les salaires puissent être négociés en deçà des revalorisations consenties l'année passée, comme le recommandaient pourtant initialement le patronat et le gouvernement. Si la libération des prix, l'augmentation du prix du pétrole et les résultats médiocres du commerce extérieur rendent nécessaire une prudence salariale, en revanche l'amélioration de la situation financière des entreprises et les augmentations des revenus accordées chez nos principaux partenaires (et notamment en RFA)

(67) La loi Méhaignerie ne s'applique de plein droit qu'aux logements vacants et n'entrera que progressivement en application pour les baux en cours.

laissent une certaine marge de manœuvre. Les recommandations patronales (CNPF, Union des industries minières et métallurgiques), si elles n'ont pas toujours été clairement chiffrées ⁽⁶⁸⁾, insistent néanmoins sur la nécessité de raisonner, comme le gouvernement, en termes de masse salariale et donc implicitement d'y intégrer les augmentations « automatiques » (ancienneté, etc.). Elles incitent les entreprises à accorder peu, sinon pas d'augmentations générales et à développer les augmentations individuelles (primes, augmentations différenciées selon les catégories...). Cette tendance, dont nous avons décelé déjà les prémices, semble effectivement devoir s'accroître en 1987, à en croire les quelques informations dont nous disposons sur les négociations dans les grands groupes industriels ⁽⁶⁹⁾ et dans les branches ⁽⁷⁰⁾.

Nous faisons l'hypothèse que le taux de salaire horaire ouvrier s'accroîtra de 3,5 % en moyenne, soit à peine plus rapidement que l'inflation (+ 0,3 point). Cependant ce gain serait amplifié par le développement des primes (+ 0,4 point) et une faible progression des effectifs du secteur marchand.

Dans la *fonction publique* les partenaires sociaux ne sont pas parvenus à un accord. Le gouvernement a décidé d'appliquer les dernières propositions présentées lors des négociations, à savoir une augmentation générale des traitements de 1,7 % en niveau ⁽⁷¹⁾ (0,6 % le 1^{er} mars, 0,5 le 1^{er} août et 0,6 % le 1^{er} novembre). Compte tenu du GVT positif (1,7 %) des mesures catégorielles (0,53 %) et des réductions d'emplois prévues dans la loi de finances, les fonctionnaires subiraient une perte de pouvoir d'achat, que nous avons estimée à 1 point. Aucune « clause de sauvegarde » ou de « rendez-vous » n'annonce de rattrapage probable. On peut toutefois penser qu'à l'approche des élections les négociations salariales dans la fonction publique seront empreintes d'une moindre rigueur en 1988.

Dans la quasi totalité des entreprises du *secteur public* (voir encadré 6) la progression de la masse salariale (y compris « GVT positif ») s'est négociée dans la partie haute de la fourchette fixée par le gouvernement, soit 3 % en moyenne ⁽⁷²⁾. Le revenu réel ne diminuerait donc que très faiblement (– 0,2 %) en 1987. Les augmentations générales n'excèdent pas 1,7 % ⁽⁷³⁾ et sont toutes groupées sur le second semestre.

La masse salariale au total ne progresserait donc que de 0,7 point de plus que l'inflation en 1987, au lieu de près de 2 points en 1986.

(68) L'UIMM s'est refusée à publier des recommandations chiffrées pour 1987 invoquant qu'elles seraient interprétées comme « un taux d'augmentation générale, alors qu'elles s'entendaient toutes mesures confondues ».

(69) Chez Renault, à l'augmentation générale des salaires de 0,5 % le 1^{er} mai, viendrait s'ajouter le relèvement de la prime « exceptionnelle ».

(70) L'augmentation générale de 2,5 % des dockers serait complétée par un relèvement des primes de rendement.

(71) Soit les premières prévisions de prix formulées par le gouvernement pour 1987 (2 % en moyenne). Les mauvais résultats du mois de janvier ont conduit à une révision en hausse, l'objectif est aujourd'hui d'une inflation de 2,4 % en glissement et 2,5 % en moyenne.

(72) Initialement fixée à 2 % en moyenne (soit la première hausse des prix prévue par le gouvernement) la progression de la masse salariale pouvait atteindre 3 % si des gains substantiels de productivité étaient dégagés.

(73) Comme dans la fonction publique les négociations salariales se sont déroulées sur la base des premières estimations du gouvernement en matière d'inflation.

6. Les négociations salariales dans quelques entreprises du secteur public pour 1987

Les négociations salariales dans le secteur public entamées en décembre 1986 se sont déroulées dans un climat de tension inhabituel. Elles ont conduit le gouvernement à quelques concessions par rapport aux recommandations du Premier ministre en date du 12 novembre. Si la progression de la masse salariale n'a pas excédé les normes fixées (2 à 3 % en moyenne annuelle) elle se situe toutefois dans la partie haute de la fourchette.

Les augmentations générales respectent les directives gouvernementales puisqu'elles ne dépassent pas 1,7 % en niveau, soit l'objectif initial de hausse des prix en cours d'année 1987, et elles n'interviennent pas avant juin.

Les concessions portent notamment sur les mesures catégorielles, à la fois leur calendrier et leur montant. A la SNCF elles seront financées hors masse salariale sur un budget annexe. A EDF le contrôle de la masse des salaires en 1987 est assuré au prix d'un dépassement « rétroactif » de celle de 1986. Le GVT lui-même a fait l'objet d'après discussions et a été ramené « après calcul » de 2,5 % à 2,1 %.

Enfin des « clauses de rendez-vous » sont mentionnées pour la quasi totalité des entreprises publiques (SNCF, RATP, EDF). Moins contraignantes que les « clauses de sauvegarde », qui impliquent un rattrapage des salaires si l'inflation s'avère plus forte que la progression de la masse salariale, les « clauses de rendez-vous », parfois appelées « clauses de revoyure » n'imposent à la date fixée, qu'un simple constat, s'il y a lieu, de la perte de pouvoir d'achat. L'opportunité d'un rattrapage sera alors discutée et non obligatoire.

La révision en hausse de l'objectif d'inflation intervenue depuis ces négociations relativise les gains de pouvoir d'achat obtenus (voir tableau ci-contre).

Une progression encore forte des revenus non salariaux...

Le revenu disponible réel ne progressera guère moins en 1987 (+ 2,4 %) qu'en 1986 (+ 2,7 %), malgré la modération salariale, à cause de la bonne tenue des revenus non salariaux (tableau 33).

L'excédent d'exploitation des entrepreneurs individuels pourrait à nouveau vivement progresser. Le gonflement des marges commerciales et l'élévation du prix des services permettront à ces entrepreneurs d'améliorer fortement les revenus. Le pessimisme des agriculteurs sur leur niveau de vie futur corrige en partie leur optimisme antérieur. En fait la faible production de 1986 pèsera négativement, mais le prix de leurs consommations intermédiaires sera réduit.

	SNCF	EDF	RATP
Glissement-Vieillesse-Technicité « positif »	1,8 %	2,1 %	1,7 %
Montant (en niveau) et calendrier des augmentations générales	1,7 % dont : 1 % le 1 ^{er} juin et 0,7 % le 1 ^{er} octobre	1,7 % au 1 ^{er} juillet	1,7 % dont : 1,2 % le 1 ^{er} juin et 0,5 % au 1 ^{er} octobre
Description des mesures catégorielles	Une prime de 250 francs auxquels s'ajoute 2,8 % du salaire		<ul style="list-style-type: none"> - majoration des primes de bons services, de rendement ou de non accident des agents d'exécution, de certains techniciens et agents de maîtrise ; - remaniement de la grille des classifications à compter du 1^{er} mars ; - primes pour les conducteurs de métro.
Progression de la masse salariale (en moyenne annuelle)	3,08 %	3 %	2,98 %
Description des mesures consenties « hors masse salariale » 1987	Augmentation du nombre des promotions, et la revalorisation le 1 ^{er} janvier de la plupart des indemnités (continuité de service, absentéisme, allocation de déplacement, etc.) seront financées sur un budget annexe « hors masse salariale ».	Augmentation de 0,4 % des salaires à compter du 1 ^{er} janvier 1986, dont les « rappels » sont perçus à compter du 1 ^{er} janvier 1987.	Un crédit de 5 millions de francs pris sur le glissement vieillesse - technicité est prévu pour améliorer, d'ici le 1 ^{er} juillet 1987, la prime de non accident versée aux conducteurs d'autobus.

Les prestations sociales versées aux ménages continueront à s'accroître, malgré les efforts engagés en vue de réduire les déséquilibres des budgets sociaux. Le plan d'économies aura peu d'effets, pour les prestations santé versées par la Sécurité sociale d'abord et surtout pour les prestations reçues par les ménages : la prise en charge par les mutuelles des frais non remboursés par la Sécurité sociale compensera partiellement les dépenses ; et l'augmentation récente des tarifs médicaux gonflera les prestations.

Le total des prestations vieillesse sera accru par l'augmentation du nombre de retraités et en contrepartie du recul des prestations chômage versées aux demandeurs d'emploi agés. Les autres prestations progresseraient comme les prix (prestations familiales) ou moins que les

33. Contribution à la croissance du revenu réel des ménages

En %

	1986	1987
Excédent brut d'exploitation	1,2	1,7
+ salaires bruts	0,8	0,3
+ prestations sociales	1,3	0,8
- impôts sur le revenu et le patrimoine	- 0,2	- 0,1
- cotisations salariales	- 0,4	- 0,3
Revenu disponible réel	2,7	2,4
Prix à la consommation ⁽¹⁾	2,7	3,2

Source : OFCE.

(1) Indice des prix des 295 postes.

prix (allocations chômage). En effet les mesures du projet de loi sur la famille seront principalement financées par la suppression d'anciennes allocations et les prestations chômage progresseront plus faiblement qu'en 1986 malgré les mesures récentes en faveur des demandeurs d'emploi de longue durée.

Les intérêts et dividendes versés devraient être un peu supérieurs en 1987 à ceux de 1986. Contrairement à l'an passé, il est peu probable que les taux administrés (Livrets A, B, LEP) soient réduits. La hausse des revenus financiers ne sera qu'en partie amputée par l'effet de la baisse de l'épargne de 1986.

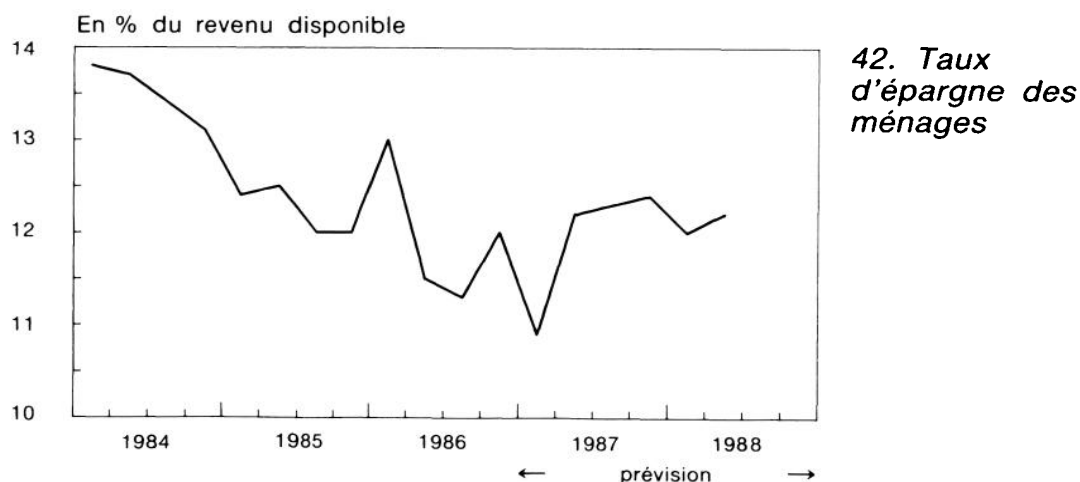
Les prélèvements fiscaux grâce à la quasi-stabilité de l'impôt sur le revenu (+ 2,6 %) progresseraient un peu moins que l'inflation.

...soutiendra davantage l'épargne que la consommation

Au début de 1987 le supplément d'impôt versé en faveur de la Sécurité sociale a amputé le taux d'épargne, les ménages désirant maintenir un niveau élevé de consommation. A l'inverse la suppression de l'impôt sur les grandes fortunes, antérieurement payé au second trimestre, conduira à élever de 4 milliards de francs le revenu ; payées par les ménages les plus fortunés ces sommes seront principalement épargnées, ce qui gonflera alors le taux d'épargne ⁽⁷⁴⁾. Le profil du second semestre serait moins heurté. En moyenne le taux d'épargne serait en 1987 au même niveau qu'en 1986 (12 % du revenu disponible), mais progresserait à partir du printemps en phase avec le revenu

(74) Il semble plus judicieux d'imputer aux trimestres correspondants les prélèvements supplémentaires et les suppressions d'impôt que de les répartir uniformément sur l'année. Dans le cas de l'IGF ne pas traiter différemment un impôt lors de sa mise en place et lors de sa suppression, pour mieux prendre en compte les fluctuations de l'épargne auxquelles cet impôt aura conduit, lors de son instauration ou de sa disparition, ce qu'un lissage gommerait.

(graphique 42). Il se trouvera favorisé par la suppression de la tranche supérieure des impôts et par la progression du revenu des entrepreneurs individuels, plus enclins à épargner que les salariés.



Sources : INSEE, prévisions OFCE.

A la charnière des années 1986-1987 les intentions d'achat des ménages étaient plus élevées que jamais alors que les anticipations de revenus étaient pessimistes. Ce qui annonçait moins d'épargne. Mais il leur faudrait tôt ou tard s'adapter ; si les baisses de revenus se révélaient durables, ils devraient réduire leur consommation même en continuant à épargner relativement peu ; si, comme nous le supposons, ils bénéficient de hausses modérées de revenus, probablement en affecteront-ils une part accrue à l'épargne ; d'où une croissance attendue de la consommation de 2,5 % en 1987 en moyenne.

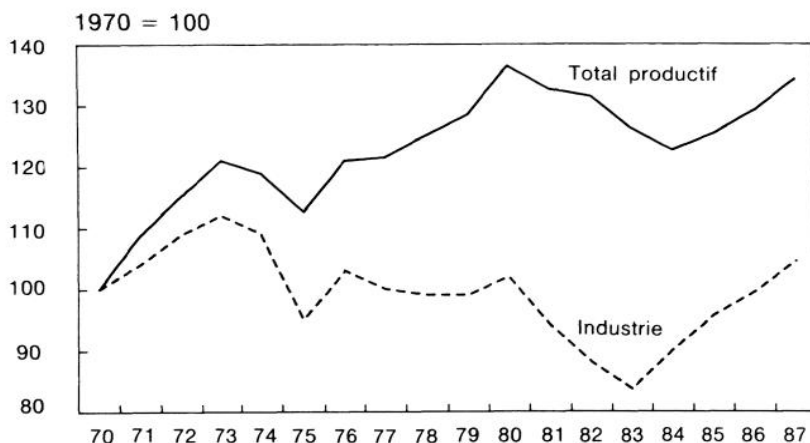
Au début de 1988 le revenu et les achats progressaient à nouveau, une politique accentuée d'austérité étant peu probable en année électorale, si elle n'est pas imposée par une dégradation des soldes extérieurs conduisant à un endettement extérieur jugé insupportable.

La reprise des achats de logements pourrait enfin survenir, mais elle ne saurait se manifester encore vivement. La loi Méhaignerie devrait permettre une relance de l'investissement locatif. En revanche les ménages qui voudraient acheter pour leurs besoins propres accroîtront peu leurs investissements, car ils restent désolabilisés par la faible baisse des taux des prêts au regard de la désinflation. En 1986 les mises en chantier de logements se sont stabilisées (296 000) et les autorisations ont légèrement progressé (356 000, soit + 1,8 %). En 1987 les mises en chantier pourraient s'élever faiblement (300 000). Toutefois l'effet sur les dépenses d'investissement en logement des ménages serait atténué du fait des délais entre les mises en chantier et les livraisons ; malgré une remontée au second semestre elles reculeraient encore de 0,7 % en moyenne en 1987, après - 2,8 % en 1986.

L'investissement productif progresserait davantage dans le secteur concurrentiel...

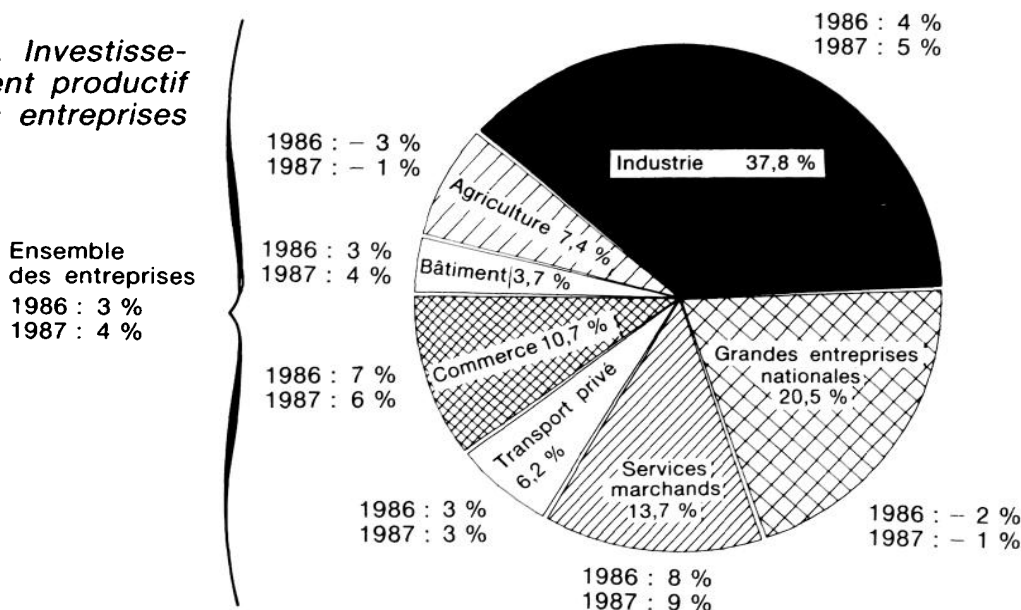
La progression de l'investissement productif se poursuivrait en 1987 et serait un peu plus forte qu'en 1986 (graphiques 43 et 44).

43. Volume d'investissement



Sources : INSEE, prévisions OFCE.

44. Investissement productif des entreprises



Les pourcentages situés à l'intérieur du diagramme indiquent la pondération en 1985.

Les pourcentages situés à l'extérieur du diagramme indiquent les évolutions en francs constants, aux prix de l'année précédente.

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

Dans l'industrie elle pourrait atteindre 5 % et serait mieux répartie sectoriellement. Elle serait surtout le fait des petites et moyennes entreprises. Probablement forte dans le secteur des biens de consommation, l'automobile et les industries agro-alimentaires, elle se ralentirait dans les biens d'équipement professionnel. Elle serait médiocre dans les biens intermédiaires, en raison notamment d'un fort recul des dépenses du secteur pétrolier, où l'incertitude quant à l'évolution du prix du baril

compromet la rentabilité de beaucoup d'investissements de recherche et de production.

La reprise des dépenses d'équipement dans les *commerces et les services* se prolongerait en 1987 et pourrait approcher 8 %. L'amélioration des résultats financiers des commerces de gros et de détail s'est amplifiée après la libération des marges moyennes le 16 avril 1986. Ce devrait être en 1987 le tour des entreprises de services, en dépit d'une moindre progression de la demande des ménages.

La croissance de l'investissement se poursuivrait dans les *transports, le bâtiment et le génie civil*.

...et se dégraderait moins dans les grandes entreprises nationales...

Le recul de la formation brute de capital fixe des GEN s'atténuerait en 1987 et 1988.

Dans le secteur énergétique la chute des dépenses d'équipement d'*EDF* serait encore forte en 1987, mais moindre que l'an passé. La réduction à une tranche par an des mises en chantier de centrales nucléaires depuis 1985 ne serait pas remise en cause. Mais les efforts consentis en faveur du réseau pourraient atténuer ces effets en 1987 et plus encore en 1988.

Aux *Charbonnages* le programme d'équipement de la mine de Carmaux et la modernisation du fonds en Provence ont momentanément interrompu le recul des investissements en 1987, mais l'achèvement de ces travaux provoquera à nouveau une forte baisse en 1988. A *GDF* la réduction se ralentirait peu à peu.

Dans le secteur des transports l'achèvement progressif du programme d'équipement de la *RATP* entraînera une forte diminution des dépenses d'investissement, surtout en 1987. Par contre l'opération TGV-Atlantique réactivera celles de la *SNCF*.

Les *PTT* investiront de manière relativement soutenue grâce au lancement des nouveaux programmes de télécommunications (Réseau numérique à intégration de service de deuxième génération).

... mais resterait encore en deçà de l'amélioration des profits

Cette prévision d'investissement peut paraître modérée. Elle l'est au vu de l'amélioration des résultats financiers, qui se poursuivra au cours des trimestres à venir ; elle l'est aussi au regard du volume de la croissance des dépenses d'équipement de nos partenaires. Une croissance de 4 % de l'investissement productif est beaucoup pour un PIB qui progresserait de moins de 2 %, mais est insuffisante pour rétablir une compétitivité externe dégradée. Pourquoi les projets des entreprises sont-ils donc si limités ?

Les raisons majeures en ont déjà été décrites lors des précédentes chroniques : une progression de l'excédent d'exploitation pendant plusieurs années est nécessaire pour consolider les bilans ; l'accroissement de la part des profits dans la valeur ajoutée ne signifie pas d'emblée une montée suffisante des taux de rentabilité du capital engagé. L'hésitation à s'endetter davantage reste aujourd'hui une préoccupation aussi forte des entreprises qu'elle l'était en période de dégradation des profits. Si en cette période d'assainissement le flux des investissements réalisés reste inférieur au flux des profits engrangés, c'est pour permettre, en élevant l'autofinancement, soit de réduire la demande de crédits aux banques soit de se désendetter. Que l'assainissement des structures financières qui s'opère depuis 1983 ne soit pas encore suffisant pour qu'en 1987 la montée des excédents d'exploitation aille enfin de pair avec celle des dépenses d'équipement tient à ce que les taux d'intérêt réels étant élevés, les entreprises ont souvent préféré les placements financiers aux dépenses d'investissement. Récemment les placements financiers sont devenus attractifs non seulement grâce aux taux d'intérêt qu'offrent les obligations, mais aussi aux plus-values boursières procurées par les actions. C'est pourquoi l'amélioration des revenus des entreprises n'a pas contribué à développer l'activité alors que cependant la conjonction d'une demande en progrès et de profits en hausse créait enfin les conditions potentielles d'une forte croissance des investissements.

Une réduction de l'écart des rentabilités entre placements et investissements physiques favoriserait évidemment les investissements, en contribuant à raccourcir le délai d'ajustement des entreprises actuellement fortement endettées et en réduisant l'avantage des placements financiers (mais pas celui des plus-values des actions). Les contraintes monétaires extérieures rendent malheureusement difficiles une action pour baisser les taux d'intérêt. Encore faudrait-il que les baisses n'avantagent pas seulement les grandes entreprises ayant un accès direct au marché financier, mais aussi les PME qui dépendent des banques. Ce sont elles qui ont jusqu'à présent bénéficié le moins du fléchissement des taux.

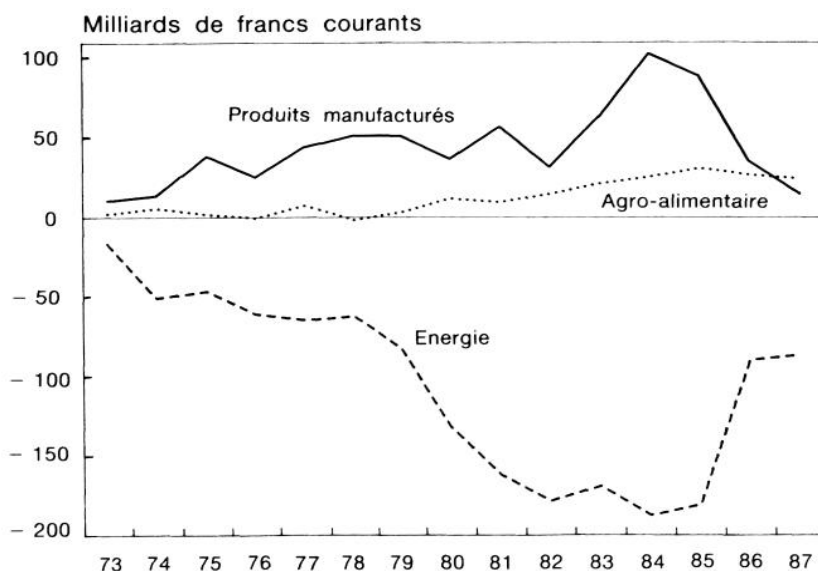
Des mesures fiscales en faveur de l'investissement pourraient orienter les profits davantage vers l'équipement productif. Mais pour être efficaces elles doivent être de longue durée ; sinon elles conduiraient, comme en 1976, à faire anticiper des dépenses déjà programmées au lieu de les accroître. Elles seraient d'un coût élevé et rendraient la réduction du déficit budgétaire plus difficile, à moins qu'on alourdisse la charge fiscale. Les nationalisations de 1982 ont à l'époque permis d'élever l'investissement global des entreprises par le biais des dotations en capital, au prix d'un déficit accru. Les ressources obtenues des privatisations seraient-elles suffisantes pour financer une relance de l'investissement sans creuser le déficit public ?

Les politiques volontaristes d'aide à l'investissement ont toujours eu depuis dix ans un impact limité. Il est vrai qu'elles sont intervenues dans une situation de forte dégradation des profits. Aujourd'hui leurs effets pourraient être plus forts. Mais le problème de la nature et de la qualité des investissements resterait posé pour qu'il en résulte une

meilleure compétitivité interne et externe. Accroître le volume global des dépenses est indispensable, mais ne suffit pas ; il faut aussi que l'offre française se développe pour les nouveaux produits actuellement importés. Cela reviendrait alors à réintroduire une sélectivité des aides, si souvent contestée.

Un déficit commercial proche de 20 milliards

Notre prévision de l'automne dernier concernant le solde du commerce extérieur de 1987 était alors parmi les plus pessimistes (un déficit de 5 milliards FAB/FAB). Au vu des perspectives internationales et de nos médiocres performances de l'an passé le déficit à venir semble avoir été alors sous-estimé et pourrait presque atteindre 20 milliards de francs. Ce repli viendrait des échanges industriels (graphique 45).



45. Soldes par produits (FAB/CAF)

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

L'excédent industriel continuerait à s'amenuiser cette année, n'atteignant que 15 milliards de francs après 35 en 1986 et 89 en 1987 ⁽⁷⁵⁾. Cela résultera de la poursuite des évolutions qui ont conduit à détériorer nos résultats passés.

Une concurrence accrue des pays du Sud-Est Asiatique

La concurrence des pays du Sud-Est Asiatique restera très forte, leurs monnaies demeurant en tout état de cause très sous-évaluées. Le yen s'est quelque peu déprécié ces derniers temps vis-à-vis des monnaies européennes (mark et franc), et cette dépréciation pourrait se prolonger au moins durant le premier semestre 1987. Les produits français seront donc à nouveau menacés tant dans l'hexagone qu'à l'exportation. Le développement du marché européen tranchera avec la contraction du marché américain. L'écart d'évolution entre les importa-

(75) L'ensemble des données par produits sont exprimées FAB/CAF.

tions de ces deux zones (de l'ordre de 2 points en 1986 et de 12 points en 1987 et 1988) laisse augurer une concurrence acharnée sur les marchés de nos clients privilégiés en Europe, que même une légère appréciation du yen, qui nous paraît assez vraisemblable à partir de la mi-1987 n'affaiblirait guère.

La progression du volume de nos importations sera encore forte tandis que celle de nos exportations sera modérée

L'écart conjoncturel apparu entre la France et ses partenaires européens au cours de la première moitié de 1986, quand notre demande interne s'élevait davantage, s'est résorbé. Mais il semble peu réaliste d'en attendre désormais une inversion, car la révision à la baisse des prévisions de consommation des ménages chez nos partenaires, donne plutôt à penser que les demandes intérieures française et européenne seront de vigueur et tendance voisines.

Nos coûts unitaires de travail dans l'industrie manufacturière, mesurés en dollars étaient en 1986 supérieurs à ceux de nos partenaires, sauf ceux du Royaume-Uni ⁽⁷⁶⁾. Cette année, du fait à la fois des évolutions salariales et des cours de change, cette situation devra s'améliorer vis-à-vis de la RFA, mais se détériorer vis-à-vis du Royaume-Uni et même de l'Asie et des Etats-Unis. La pénétration de notre marché intérieur en sera accrue.

Toutefois la volonté des entreprises françaises de résorber des stocks alourdis involontairement à la fin de 1986, pourra modérer nos achats à l'étranger au cours de la première moitié de 1987. En moyenne annuelle, ils progresseraient en volume de 5 %, après 9 % en 1986, néanmoins beaucoup plus que les exportations.

Le volume des exportations après avoir quasiment stagné en 1986 pourrait ne croître que de 1 % en volume, dans l'hypothèse de pertes de parts de marché qui selon le rythme tendanciel des années récentes atteindraient encore deux points, soit plus que celles des huit grands pays de l'OCDE.

Encore cela peut-il paraître optimiste compte tenu d'une concurrence exacerbée en Europe, et implique que la meilleure compétitivité des prix de revient en comparaison de l'Allemagne soit répercutée par les entreprises sur les prix de vente contrairement à ce qui était advenu à la fin de 1986.

Les gains de termes de l'échange seraient inférieurs à un point

Les prix à l'exportation exprimés en francs, après avoir reculé d'environ 3 % en 1986 pourraient rester inchangés en moyenne annuelle, avec une baisse persistante à la grande exportation mais une

(76) Voir « Royaume-Uni : des difficultés structurelles », Véronique Riches, Revue n° 18, janvier 1987 ; graphique 13 p. 103.

légère hausse sur les marchés de la CEE, en particulier vers les Pays-Bas et l'Allemagne grâce à la hausse du mark et du florin.

Les prix à l'importation de nos fournisseurs américains reculeront même si la baisse du dollar n'est pas entièrement répercutée ; les fournisseurs européens pourraient au contraire tenter d'élever leur prix pour compenser les baisses qui leurs sont imposées sur le marché américain. Les prix japonais pourraient s'élever pour la même raison. Toutes zones réunies, les prix reculeraient en moyenne annuelle de 0,6 %, après - 4 % en 1986.

Ces faibles gains dus aux termes de l'échange seraient insuffisants pour compenser en valeur la dégradation du volume des échanges, si bien que le taux de couverture diminuerait d'environ 3,5 points. L'excédent industriel serait en régression régulière et disparaîtrait même en fin d'année. Aussi pour l'ensemble de l'année, il n'atteindrait que 15 milliards.

Le repli de l'excédent industriel sera accentué par une réduction des ventes militaires et de l'aéronautique civile

Les ventes de l'aéronautique civile devraient se tasser à nouveau en 1987, avant une reprise en 1988. Pourtant le nombre d'appareils commandés à Airbus s'est élevé de 35 en 1984 à 92 en 1985 et 170 en 1986. Mais en valeur, à cause de la baisse du dollar, qui est la monnaie de facturation, et de la moindre valeur unitaire des Airbus A 320 (moitié de celle de l'A 300) qui a donné lieu en 1986 à 85 % des commandes, le montant de celles-ci a reculé. Le nombre d'Airbus livrés en 1987 s'accroîtra légèrement mais leur valeur globale diminuera.

Les commandes de matériels militaires se sont repliées depuis 1984 : 61 milliards cette année-là, 38 milliards en 1985, 25 à 30 milliards en 1986. Les livraisons se sont en revanche accrues jusqu'en 1986, les à-coups des commandes étant atténués par l'étalement des livraisons. Un recul est probable cette année et l'excédent des matériels militaires est estimé à 30 milliards de francs.

Hors ventes d'armes le solde des produits industriels serait déficitaire de 15 milliards, après un quasi équilibre en 1986 et un excédent de 58,6 milliards en 1985.

La facture énergétique sera plus faible qu'en 1986, mais le recul de l'excédent agro-alimentaire compensera ce gain

L'accroissement des volumes d'importation d'énergie devrait peu différer cette année de celui de 1986 et être de l'ordre de 1 % mesuré en M tep⁽⁷⁷⁾. Les prix s'élèveraient car la baisse du dollar ne compensera que partiellement l'augmentation des prix du pétrole brut déjà acquise au premier trimestre ; le prix du gaz suivant avec retard l'indexation par le prix des produits pétroliers montera aussi au

(77) Les résultats exprimés en francs 1970 sont beaucoup plus élevés à cause de la structure des pondérations de l'époque.

deuxième trimestre. Les prix du gaz en provenance des Pays-Bas et de l'URSS sont désormais, après les révisions des contrats en 1986, indexés sur ceux du fuel domestique et du fuel lourd. Le contrat avec l'Algérie a aussi été révisé, alignant les prix sur ceux du gaz néerlandais et soviétique ⁽⁷⁸⁾.

Malgré l'élévation des prix au cours des trimestres à venir, qui pourrait être de 17 % du quatrième trimestre 1986 au quatrième trimestre 1987, la baisse en moyenne annuelle serait cette année d'à peu près 8 % et la facture énergétique de 86 milliards de francs. Soit une économie annuelle de 3 milliards de francs environ.

Bien que les importations de produits agro-alimentaires puissent encore diminuer en valeur, grâce à la baisse des prix qui résultera de la poursuite de la baisse du dollar et de l'effondrement du prix du café, un nouveau repli de l'excédent agro-alimentaire est probable, car les exportations pâtiront des difficultés croissantes à la grande exportation. L'agressivité américaine sur les marchés et une moindre demande de certains pays se combineront. Les Etats-Unis n'ont obtenu aucun contrat d'exportation de blé en URSS pour la campagne 1986-1987 et la France assure environ les 3/5 des ventes européennes vers l'URSS. Mais le niveau des récoltes de céréales en URSS a été déclaré exceptionnel en 1986 et des réductions de commandes sont à craindre à la suite de la baisse de nos achats énergétiques. Au premier semestre, nos exportations vers ce pays seraient encore soutenues, mais au deuxième, elles pourraient reculer, sauf si la nouvelle récolte soviétique était plus faible. Aux Etats-Unis l'élévation des droits de douanes sur le cognac n'aura pas lieu, après l'accord intervenu en janvier dernier permettant aux Etats-Unis de continuer à exporter du maïs en Espagne et au Portugal, malgré l'adhésion de ces pays à la CEE. Cependant de nouveaux différends commerciaux sont toujours possibles. Même si de bonnes performances dans la CEE compensent partiellement les difficultés dans les pays tiers, l'excédent atteindrait à peine 25 milliards de francs.

Le solde des paiements courants serait à peine excédentaire

L'excédent des paiements courants serait fortement amputé cette année par le creusement de 20 milliards du déficit des échanges de marchandises ⁽⁷⁹⁾. L'excédent des services se contracterait de 2 milliards seulement. Les recettes du tourisme, déjà fortement amoindries en 1986 du fait de la baisse du dollar, ne seraient guère davantage réduites. Les recettes d'ingénierie seraient encore diminuées (- 6 milliards) à cause de la baisse des commandes de grands contrats des pays en développe-

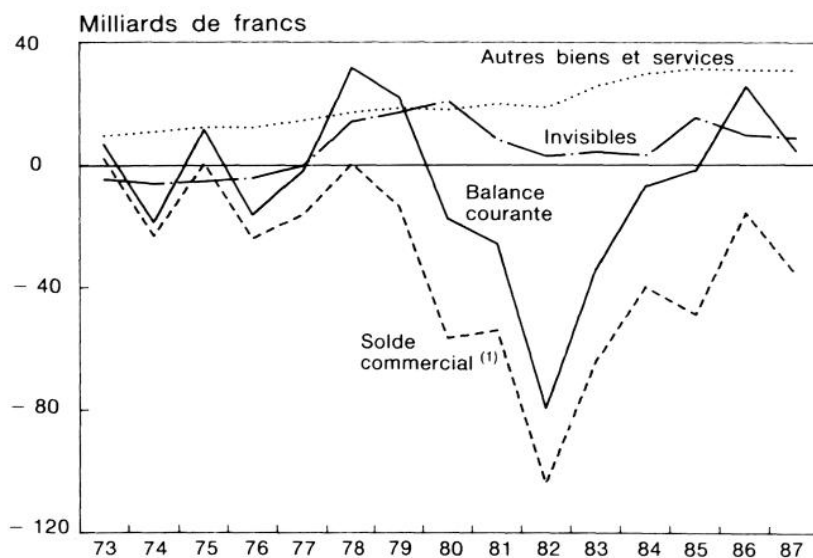
(78) Le contrat conclu entre les acheteurs européens et la Norvège, qui prévoit la livraison du gaz du gisement de Troll (le plus grand d'Europe) à partir de 1993 est du même type, mais en plus des prix du fuel, il intègre dans la formule d'indexation l'inflation dans les pays clients. Ce contrat a été conclu pour accroître la sécurité des approvisionnements par une diversification des fournisseurs, plutôt que pour obtenir des avantages de prix. Malgré des coûts d'exploitation élevés (le gisement de Troll est situé à plus de 300 mètres de profondeur sous la mer), les acheteurs ont pu obtenir des prix similaires à ceux du gaz soviétique.

(79) Le déficit commercial au sens douanier atteindrait presque 20 milliards de francs ; au sens de la balance des paiements, c'est-à-dire y compris les échanges entre les DOM-TOM et le monde, il est plus défavorable de 15 milliards environ.

ment. Mais les intérêts à verser sur la dette extérieure seront moindres de 4 milliards, grâce aux renégociations et remboursements de la dette extérieure à moyen et à long terme et la quasi-disparition de la dette publique.

Le déficit des transferts unilatéraux pourrait être comprimé cette année de 2 milliards, car les contributions de la France au budget de la CEE ont été fortement augmentées en 1986 en application d'une décision communautaire de mai 1985 qui a combiné une élévation du niveau de la contribution et un rattrapage. Cette année, en l'absence de tout rattrapage, les versements seront plus faibles tout en demeurant supérieurs à ceux antérieurs.

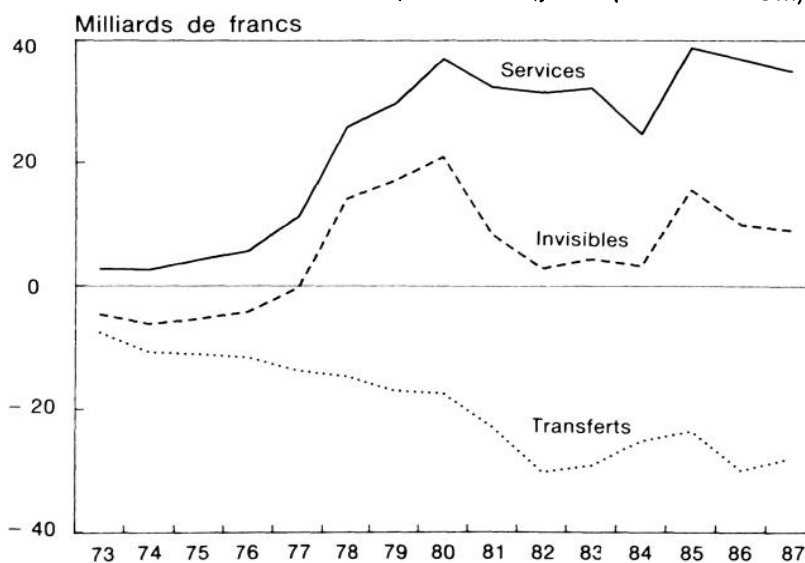
Au total l'excédent des invisibles ⁽⁸⁰⁾ n'atteindrait que 9 milliards et serait inférieur de 1 milliard à celui de 1986 ; ainsi l'excédent des paiements courants serait ramené à 5 milliards, après 25,8 en 1986 (graphiques 46 et 47).



46. Balance courante

Sources : Banque de France, prévisions OFCE.

(1) Au sens de la balance des paiements (y compris DOM-TOM).



47. Invisibles

Sources : Banque de France, prévisions OFCE.

(80) Services, transferts, négoce international.

Une faible croissance du PIB

Au printemps 1987 les potentialités de croissance de l'économie française apparaissent faibles. La forte hausse des revenus non salariaux compensera en partie celle plus modérée des salaires, mais le revenu disponible réel progresserait de 2,4 % seulement. Les hausses de revenus à venir seraient affectées plus largement à l'épargne, car elle a été fortement comprimée à la charnière des années 1986 et 1987, si bien que la consommation des ménages serait ralentie. La croissance de l'investissement productif des entreprises serait plus soutenue qu'en 1986, mais restera en deçà de l'amélioration des profits, l'orientation d'une partie d'entre eux vers la sphère financière bridant le développement de l'activité. L'assainissement des structures financières engagé en 1983 et amplifié par le contre-choc pétrolier ne se concrétisera pas encore en une franche accélération des dépenses d'équipement.

La progression de la demande intérieure finale continuera à bénéficier davantage aux fournisseurs étrangers qu'à l'offre française, toujours menacée dans l'hexagone et sur ses marchés à l'exportation par une concurrence accrue des pays du Sud-Est Asiatique.

La résorption des stocks au début de cette année a sans doute conduit à un recul de la production industrielle au premier trimestre ; mais même si, comme on peut l'espérer, une reprise de l'activité a lieu au cours des mois à venir, l'amélioration ne sera guère en moyenne annuelle que de 1,3 % après 1,8 % en 1986.

La croissance du produit intérieur brut en pâtira. Elle serait de 1,7 %, après 2,3 % en 1986, la variation des stocks y contribuant négativement pour 0,5 %, après avoir soutenu sa croissance à hauteur de 0,8 %. Ce sera insuffisant pour enrayer la montée du chômage.

Le chômage continuera à augmenter

Les effectifs salariés progresseront peu. Le recul de l'emploi industriel qui se poursuivra au même rythme qu'au second semestre 1986, soit 0,6 % par trimestre, serait compensé par une croissance faible des emplois du bâtiment et plus forte dans les activités tertiaires. Ainsi les effectifs des secteurs marchands s'accroîtraient de 0,3 % de la fin de 1986 à la fin de 1987. Les réductions d'emplois dans la fonction publique compenseront partiellement ce progrès.

Des incertitudes demeurent quant à l'emploi. Les mesures de l'été 1986 sur le travail intérimaire et les contrats à durée déterminée favorisent les emplois précaires au détriment des emplois stables. L'embauche de salariés à durée déterminée et souvent à temps partiel lors d'un surcroît de demande se développe ; elle rend la connaissance et la prévision des effectifs plus délicate, car l'équivalence en emplois à temps plein est difficile à estimer. D'autre part certains jeunes stagiaires en entreprises sont inclus dans les effectifs de l'entreprise lors des déclarations, sans qu'on en connaisse la part exacte. La courte durée des stages contribue à faire fluctuer le niveau des effectifs. Enfin il est probable qu'au moins au début de l'année 1987 on assiste à une

accélération des licenciements économiques. Déjà à la fin de 1986 la suppression de l'autorisation administrative préalable pour les licenciements de moins de dix personnes (loi de juillet) avait conduit à une augmentation de leur nombre de 5 000 par mois environ ; depuis la promulgation de la loi du 30 décembre 1986 les mêmes facilités sont accordées aux licenciements de plus de dix personnes. L'effet sera plus important et pèsera sur la croissance des effectifs.

La progression encore forte de la population active (+ 180 000 personnes par an), rend inéluctable dans la conjoncture actuelle la montée du chômage, que le traitement social ne pourra qu'atténuer. Certaines mesures ont été étendues. Le nombre des TUC s'est légèrement accru à la fin de 1986 (197 900 en décembre) et l'allongement à deux ans de leur durée permise pourra en stabiliser le nombre à 200 000. Des mesures nouvelles sont annoncées : sous forme de programmes d'insertion locale et d'entrée en formation des chômeurs de longue durée (voir encadré 7). Mais la portée du plan en faveur de l'emploi des jeunes a été réduite.

7. Les mesures en faveur des chômeurs et pour favoriser l'emploi

Mesures prises

1° *Le plan pour l'emploi des jeunes* adopté en juillet 1986, et qui prenait fin au début de 1987 (*), a été prolongé en partie (ordonnance du 20 décembre 1986) :

- Prolongation jusqu'au 1^{er} juillet 1987 de l'exonération de charges sociales (à 100 %) pour les entreprises embauchant un jeune de moins de 25 ans en SIVP (stage d'insertion à la vie professionnelle), en contrat de qualification ou d'apprentissage. Cette mesure prenait fin le 31 janvier 1987.
- Les exonérations pour une autre formule de la formation en alternance (contrats d'adaptation) ont été prolongées jusqu'au 1^{er} juillet 1987 mais ramenées à 50 % (au lieu de 100 % initialement).
- L'embauche d'un jeune en fin de stage continuera à bénéficier d'une exonération de 50 %. Elle doit être faite avant le 1^{er} octobre 1987 et ouvre droit à exonération jusqu'au 1^{er} octobre 1988 (au lieu du 30 juin 1987 initialement).
- L'exonération à 25 % pour les embauches directes n'est pas reconduite. Elle a pris fin le 31 janvier 1987.

Coût estimé : 2 milliards en année pleine, contre 9 pour le précédent plan.

2° *TUC* : allongement à deux ans de la durée d'emploi. La rémunération mensuelle est inchangée la première année : l'Etat verse 1 000 F et la collectivité locale(**) 250 F plus un complément facultatif compris entre 250 et 500 F. La deuxième année l'Etat ne verse que 250 F et la collectivité locale 1 000 F, plus un complément compris entre 250 et 500 F qui devient obligatoire. L'Etat continue de prendre en charge les cotisations de Sécurité sociale. L'emploi demeure de 20 heures par

(*) Voir chronique de conjoncture d'octobre 1986 page 83.

(**) Collectivités locales, associations, établissements publics, etc.

semaine, la durée minimale d'emploi de 3 mois et l'emploi réservé aux jeunes de 16 à 25 ans. *Ordonnance du 20 mars 1987.*

3° *Emploi à domicile* : allocation de garde à domicile accordée aux parents qui travaillent quelles que soient leurs ressources, s'ils recrutent un employé de maison pour garder un enfant de moins de trois ans : exonération de cotisation sociale à concurrence de 2 000 F par mois. Cette allocation est cumulable avec la déduction des frais de garde du revenu imposable (jusqu'à 10 000 F). *Loi du 29 décembre 1986 relative à la famille. Entrée en vigueur : 1^{er} avril 1987.*

Mesures annoncées

1° *Mesures en faveur des chômeurs de longue durée* :

a) mesures nouvelles :

— contrats de réinsertion en alternance (CRA) de deux ans rémunérés au SMIC par l'entreprise avec 600 heures de formation payées par l'Etat, qui prendra à son compte les charges sociales pendant un an ;

— stages de réinsertion en alternance (SRA) de cinq mois avec 300 heures de formation et 300 heures en entreprise payées au SMIC, l'Etat prenant tous les frais à sa charge ;

— les entreprises qui embaucheront des personnes à l'issue de toutes les sortes de formations bénéficieront d'une exonération de 50 % de leurs charges sociales pendant un an.

Coût estimé : 1,1 milliard de franc.

Nombre de bénéficiaires potentiels : 30 000 (CRA + SRA).

b) relance de mesures existantes : stages du Fonds national de l'emploi et de l'ANPE.

Coût estimé : 1,8 milliard de francs.

Nombre de bénéficiaires potentiels : 120 000 à 130 000 stages supplémentaires.

Calendrier : loi déposée au Parlement à la session de printemps ; coût total : 3 milliards de francs. Le projet de loi n'étant pas encore rendu public, les mesures décrites ici sont celles qui ont été annoncées lors des déclarations publiques.

2° *Contrats de conversion offerts aux salariés licenciés à la suite d'une faillite.*

3° *Programmes d'insertion locale* :

• Les PIL seront proposés par les collectivités locales ^(**) aux chômeurs de plus de 25 ans, qui ne peuvent être concernés par les TUC. D'une durée de six mois, prolongeable une fois, ils proposent un emploi entre 80 et 120 heures par mois.

• Le financement n'est pas encore défini : les stagiaires seraient rémunérés par l'UNEDIC grâce aux allocations de solidarité ou allocations de fin de droit (1 935 F par mois) et une indemnité mensuelle de 750 F minimum versée par l'organisme employeur, soit au total 2 700 F.

Coût financier estimé pour l'UNEDIC : surcoût de 200 millions de F (1000 F par bénéficiaire pendant six mois si 100 000 personnes en profitent pendant un an).

Nombre de bénéficiaires potentiels : 50 000.

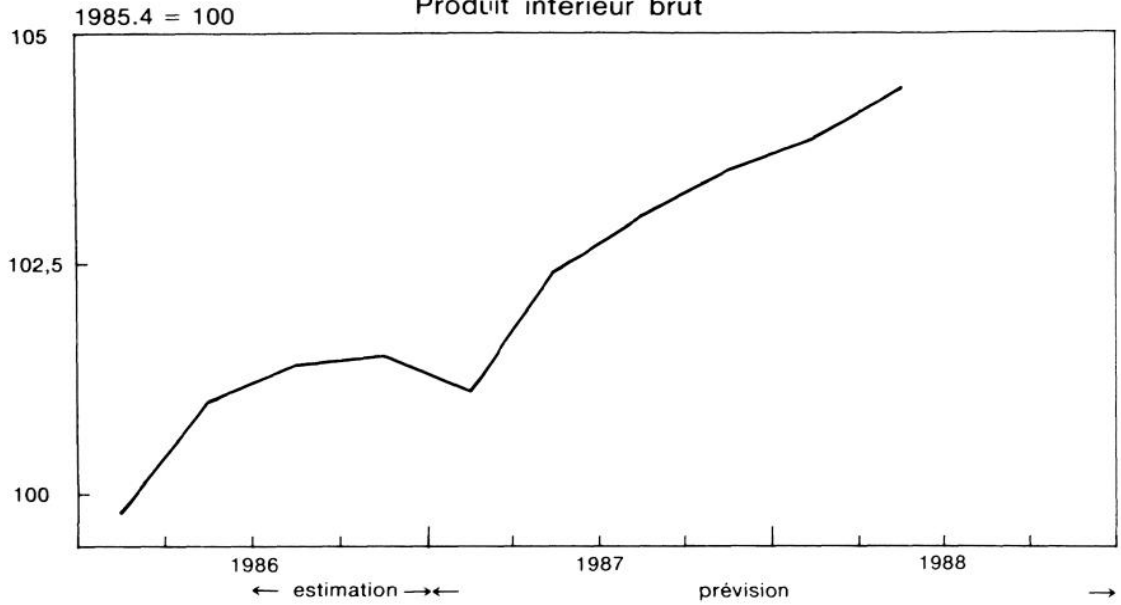
On peut craindre que le chômage atteigne près de 2,8 millions de personnes à la fin de 1987, soit un peu plus que ce que nous indiquions lors de notre précédente prévision, l'hypothèse ayant alors été faite d'une reconduction intégrale en 1987 du plan de 1986 en faveur des jeunes. Cette aggravation serait moindre si les financements étaient étendus de la part de l'Etat (mais le déficit budgétaire en serait accru) ou de la part de l'UNEDIC pour les programmes d'insertion locale (mais le déséquilibre des budgets sociaux serait amplifié).

Toute relance de l'activité peut infléchir en baisse la courbe du chômage. Mais le risque qu'elle soit confisquée par la concurrence demeure.

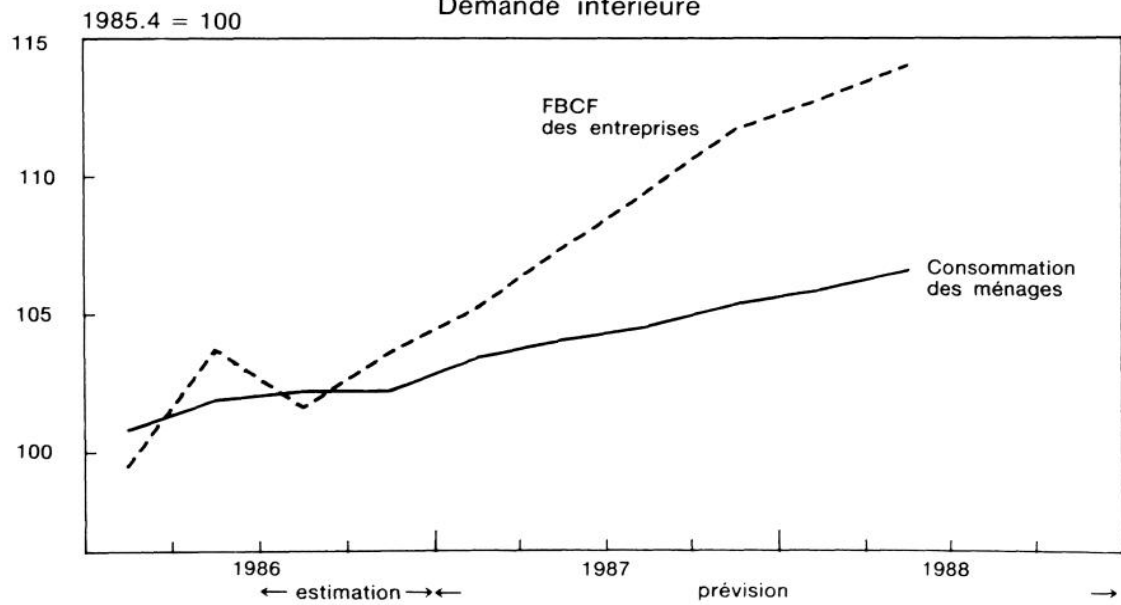
Achévé de rédiger le 20 mars 1987

48. Ressources et emplois de biens et services

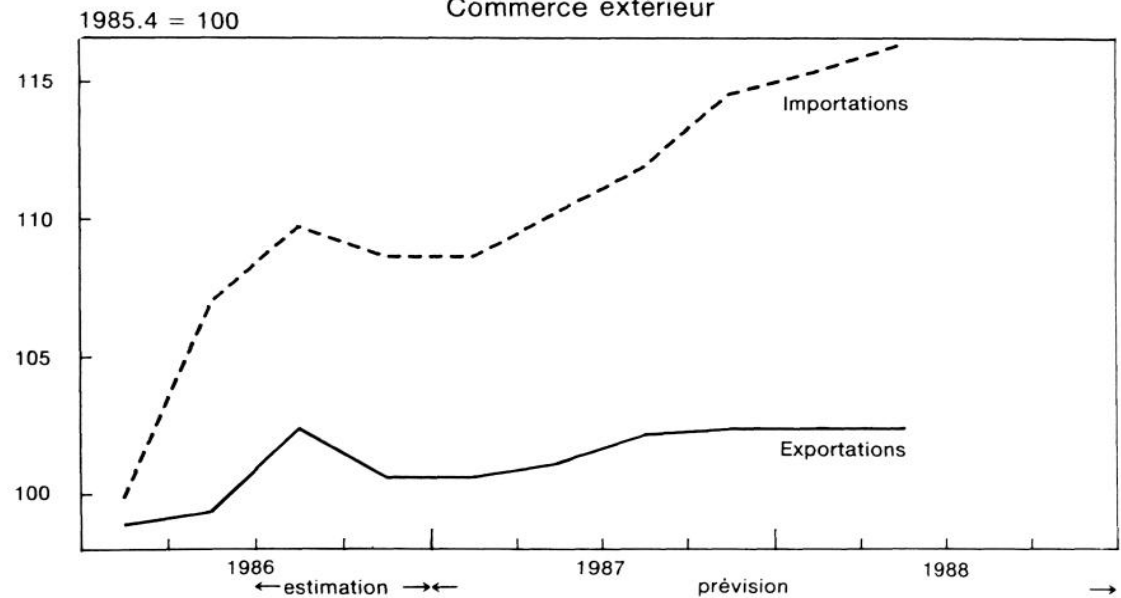
Produit intérieur brut



Demande intérieure



Commerce extérieur



Perspectives de l'économie française

34. Ressources et emplois de biens et services marchands (au prix de 1970)

En pour-cent

	Taux de croissance trimestriels										Moyennes annuelles		
	1986				1987				1988		1985	1986	1987
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2			
Produit intérieur brut	- 0,2	1,2	0,4	0,1	- 0,4	1,3	0,6	0,5	0,3	0,5	1,4	2,2	1,7
Importations	- 0,1	7,1	2,5	- 1,0	0	1,5	1,5	2,4	0,7	0,8	5,2	7,4	4,7
Consommation des ménages	0,8	1,1	0,3	0	1,2	0,5	0,5	0,8	0,5	0,6	2,5	3,2	2,5
Consommation des administrations	- 0,5	2,1	0,5	0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,7	0,7	0,6	4,6	2,0
FBCF totale	- 1,1	3,7	- 0,8	1,3	1,6	1,5	1,5	1,6	1,2	1,0	3,2	4,4	5,5
<i>dont</i> : sociétés ⁽¹⁾	- 0,5	4,2	- 2,0	2,0	1,5	2,0	2,0	2,0	1,0	1,0	4,5	5,7	6,2
ménages	- 0,8	- 0,7	- 0,5	- 0,5	- 0,2	0	0,5	0,5	0,5	0,5	- 2,5	- 2,8	- 0,7
Exportations	- 1,1	0,5	3,0	- 1,7	0	0,5	1,0	0,2	0	0	2,4	0,5	1,3
Variation des stocks en milliards de francs 1970	0,1	3,9	4,5	4,5	0	2,5	2,5	3,0	2,5	2,5	4,6	13,0	8,0

← estimation →

prévision →

(1) La cohérence entre les estimations en francs 1970 et celles en francs de l'année précédente est difficile à assurer. Il vaut mieux se reporter aux prévisions exprimées en francs de l'année précédente (graphique 44, page 120).

35. Prix de détail et taux de salaire horaire

En pour-cent

	Taux de croissance trimestriels										Années		
	1986				1987				1988		1985	1986	1987
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2			
Glissement des prix	0,1	0,9	0,6	0,5	1,3	0,5	0,7	0,6	0,7	0,6	4,7	2,1	3,2
Glissement du taux de salaire horaire	0,9	1,0	0,7	0,5	1,5	0,6	0,8	0,9	0,8	0,7	5,3	3,2	3,9
Moyenne des prix	0,1	0,7	0,6	0,7	1,2	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	5,8	2,7	3,2
Moyenne du taux de salaire horaire	1,0	1,0	0,9	0,6	1,0	1,1	0,7	0,8	0,8	0,7	6,0	4,0	3,6

← prévision →

36. Emploi, production, productivité

En pour-cent

	Taux de croissance trimestriels										Moyennes annuelles		
	1986				1987				1988		1985	1986	1987
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2			
Effectifs industriels	- 0,5	- 0,4	- 0,6	- 0,6	- 0,6	- 0,6	- 0,6	- 0,6	- 0,7	- 0,7	- 3,2	- 2,4	- 2,4
Production industrielle	- 1,4	1,5	1,7	- 0,7	- 1,5	2,0	0,8	0,8	0,4	0,5	0,8	1,8	1,3
Productivité industrielle	- 0,8	1,9	2,3	0	- 0,9	2,6	1,4	1,4	1,1	1,2	4,3	4,3	3,7

← estimation → prévision →

37. Eléments du compte de ménages

Pouvoir d'achat ⁽¹⁾ :

	Taux de croissance trimestriels										Moyennes annuelles		
	1986				1987				1988		1985	1986	1987
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2			
	← estimation →←	prévision								→			
● des salaires nets	1,7	- 0,7	- 0,3	- 0,3	- 0,2	0,7	0,4	0,4	0,4	0,3	- 1,2	1,0	0,2
● des prestations sociales	2,2	0,6	- 0,4	1,8	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	2,3	3,5	2,1
● du revenu disponible brut	2,0	- 0,7	0,3	0,9	- 0,2	1,9	0,5	1,0	0	0,8	0,6	2,7	2,4
Taux d'épargne	13,0	11,5	11,3	12,0	10,9	12,2	12,3	12,4	12,0	12,2	12,2	12,0	12,0

(1) Indice de prix des 295 postes.

38. Taux de change

	1986				1987				1988		Moyennes		
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	1985	1986	1987
Dollar-franc	7,21	7,15	6,78	6,57	6,20	6,00	6,10	5,95	5,95	5,95	8,99	6,93	6,05
					← prévision →								

39. Taux d'intérêt

En pour-cent

	1986				1987				1988		Moyennes		
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	1985	1986	1987
A court terme ⁽¹⁾	8,7	7,7	7,1	7,5	8,3	7,2	7,0	6,8	7,0	7,1	9,9	7,7	7,3
A long terme ⁽²⁾	10,1	8,6	8,4	9,5	9,6	9,2	9,0	8,8	8,5	8,5	11,9	9,1	9,2
					← prévision →								

(1) Marché monétaire, jour le jour.

(2) Taux de rendement des emprunts publics.