

Le krach : avertissement sans frais *

Le krach boursier du 19 octobre 1987 a manifesté de manière éclatante la perte de confiance en la coordination des politiques économiques.

Il n'était plus question de financer, sans limites apparentes, les déficits américains, dès lors que l'inflation menaçait de resurgir. D'autant que la reprise autonome du Japon offrait aux investisseurs des opportunités alternatives de placement, ôtant ainsi à la politique monétaire de la Réserve fédérale ses dernières marges de manœuvre. Le choix n'était plus alors qu'entre un tour de vis des finances publiques et la chute du dollar.

La peur du cataclysme a eu le mérite de renforcer la coopération internationale. La RFA et le Japon ont assoupli leur position monétaire et les Etats-Unis ont fait quelques concessions budgétaires. Les taux d'intérêt ont pu baisser dans ces trois pays avec une décote modérée du dollar. La remontée du taux d'épargne des consommateurs américains et la baisse des cours du pétrole ont différé l'aggravation des tensions inflationnistes. Le délai de grâce supplémentaire qui en résulte doit impérativement être mis à profit par les Etats-Unis pour réduire significativement leur déficit commercial. Il se peut qu'il le soit d'ici à la fin de l'année.

L'année 1988 est portée par l'expansion des trimestres récents. Celle-ci est spécialement visible dans les volumes d'échanges internationaux, tirés par les demandes européenne et asiatique. En Europe le pouvoir d'achat est soutenu par la surévaluation des monnaies, qui stimule la consommation ; en contrepartie la reprise de l'investissement est bridée par les pertes de parts de marché. Au Japon la politique économique expansive neutralise les effets de la stagnation des exportations, si bien que la croissance y apparaît mieux ancrée.

* 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 Véronique Riches et Richard Wind ; la partie française par Françoise Milewski, avec la collaboration de Véronique Przedborski. Les aspects monétaires et financiers ont été réalisés par Alain Gubian avec la collaboration de Stéphane Corsaletti.

Le poids de la surévaluation affectera de plus en plus l'activité européenne. La diminution de l'excédent des paiements courants européens est prévisible. Elle sera néanmoins très progressive, car les velléités de stimulation budgétaire seront étouffées par l'instabilité des marchés de capitaux ébranlés par l'accumulation des désordres passés.

Dans la décennie quatre-vingt la politique de l'offre menée aux Etats-Unis en vue de restaurer leur hégémonie a nécessité des moyens financiers considérables. Elle a eu pour effet de porter l'endettement interne à un niveau inconnu jusqu'alors. Les entreprises en sortent fragilisées. Elles supporteraient mal un tassement de la demande. Les taux de rendement des obligations, dopés ces dernières années par des anticipations de rentabilité du capital très optimistes, pèseront à l'avenir sur l'investissement. Le krach a dissipé les illusions, mais pas les dettes.

En France aussi la croissance de 1988 bénéficie d'un acquis appréciable. La confiance antérieure dans la Bourse a permis, en mobilisant l'épargne vers les sociétés nouvellement privatisées, de pratiquer une politique fiscale expansive, tout en réduisant le déficit de l'Etat. L'amenuisement de la trésorerie de la Sécurité sociale joue aussi dans le sens du soutien de la demande tant que des hausses de cotisations ne viennent pas le contrecarrer. Les exportations françaises ont regagné récemment une part du terrain perdu au premier semestre 1987, en profitant de la saturation des capacités de production de nos partenaires. Tous ces éléments ont permis que se résorbe le retard conjoncturel subsistant vis-à-vis des autres pays de la CEE.

Cependant le déficit commercial s'est creusé, en raison des faiblesses de l'industrie, et la balance des paiements courants souffre aussi des performances décevantes des services. En dépit d'une désinflation persistante, qui situe honorablement la France dans la moyenne communautaire, la politique monétaire subit une contrainte externe qui en accroît la rigueur. Les taux d'intérêt réels de court terme restent élevés, ce qui ajoute aux inconvénients de taux de rendement obligataires eux-mêmes encore très tendus. Le fait est que la France supporte moins bien que la RFA, où le chômage est moindre et l'excédent courant massif, la surévaluation générale des monnaies européennes.

Les stimulants de la croissance paraissent devoir s'affaiblir prochainement, ce qui nous fait envisager une activité très ralentie en 1989.

Dans un commerce international qui cesserait d'être entraîné par la demande de nos voisins immédiats et où la concurrence américaine continuera de se renforcer, il est peu vraisemblable que les producteurs français arrivent à se maintenir aussi bien que dans le passé récent.

La chute de la Bourse porte des conséquences dépressives. Certes son influence directe n'est sans doute pas très grande

sur la consommation des ménages. En effet, du fait de la concentration des valeurs mobilières, on assistera davantage à une réallocation privilégiant les placements moins risqués et l'épargne-logement qu'à un regain d'épargne destiné à reconstituer les patrimoines. De plus les disponibilités bancaires poussent à développer encore rapidement le crédit à la consommation. Mais la préférence pour la liquidité s'est accrue et risque d'entraver la suite du programme de privatisations, privant ainsi l'Etat de ressources propres à soutenir la demande. Enfin la consommation des ménages s'affaiblira en 1989 en raison d'une moindre croissance du revenu disponible réel, le déficit structurel des comptes sociaux imposant à la fois de réduire la croissance des prestations versées et d'alourdir les prélèvements.

Les dépenses d'équipement des entreprises pourraient augmenter moins dès 1988 et à nouveau en 1989. La reprise actuelle de l'investissement, essentiellement fondée sur les petites et moyennes entreprises, est sujette à retournement dès que l'activité se tassera, suivant en cela la demande extérieure. Le fait que les placements financiers aient perdu une partie de leur attrait n'implique pas que les investissements physiques aient retrouvé le leur. Un climat d'incertitude accru quant à la demande et aux rendements futurs renforce l'intérêt de la croissance externe par rachat d'entreprises concurrentes. Les profits accumulés par les entreprises ont progressé en dépit de la crise boursière, ce qui autorise la réalisation, sous couvert de restructurations, de gains de productivité rendus toujours plus nécessaires par l'exacerbation de la concurrence internationale.

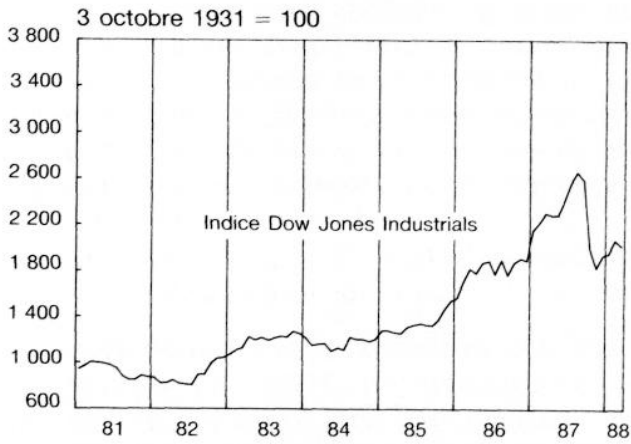
Engouements et désillusions

Le krach boursier d'octobre dernier est venu rappeler à chacun que le chemin de la croissance économique n'avait pas été retrouvé de façon certaine, en dépit des espoirs qu'avaient fait naître le contre-choc pétrolier et les signes de reprise récents. De même que les variations excessives des taux de change ont été stigmatisées comme étant l'une des causes d'incertitude qui s'étaient mises en travers de l'expansion au cours de 1986, ce qui conduisit les gouvernements des grandes nations aux accords de stabilisation du Louvre, de même les fluctuations des taux d'intérêt sur les marchés financiers autour d'un niveau élevé de taux réels ont été accusées d'avoir grandement contribué à saper la confiance des investisseurs en 1987 (graphiques 1 et 2).

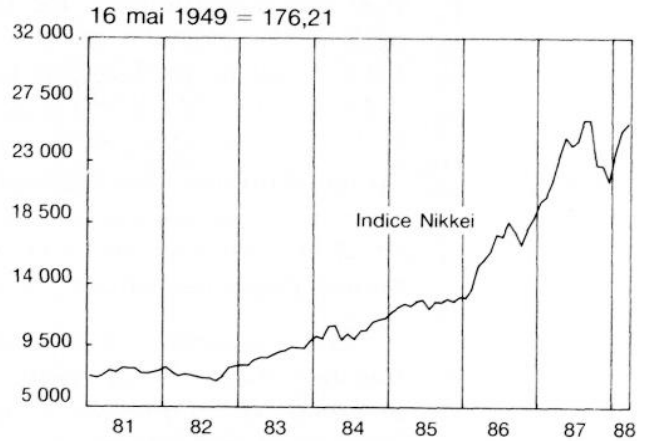
C'est précisément la montée des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis, significative d'une préférence accrue pour la liquidité, qui avait été considérée dans notre précédente chronique comme le signe avant-coureur de la récession. Il nous paraissait peu probable que la

1. Cours boursiers
(fin de mois)

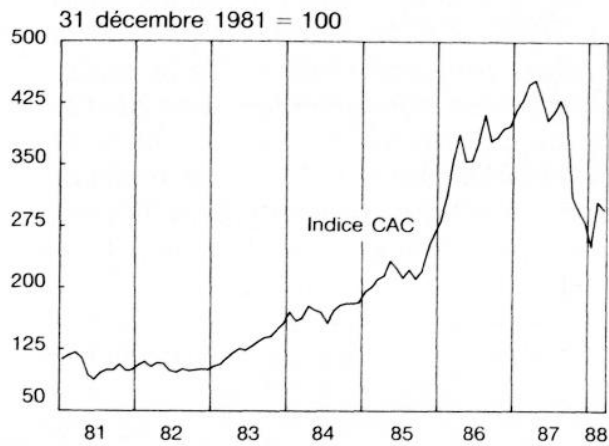
New York



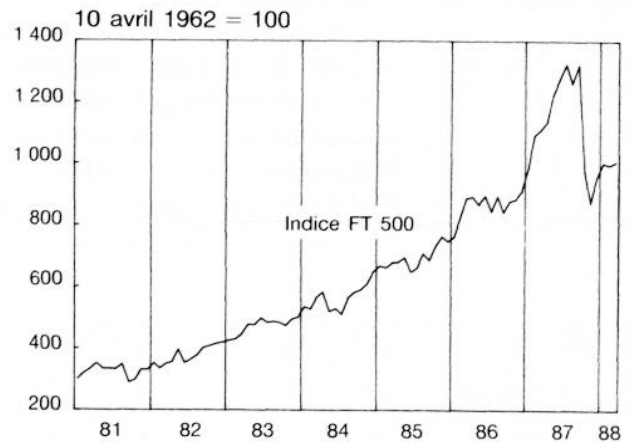
Tokyo



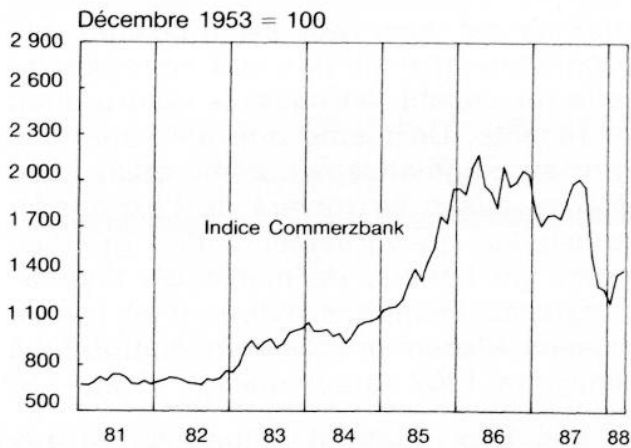
Paris



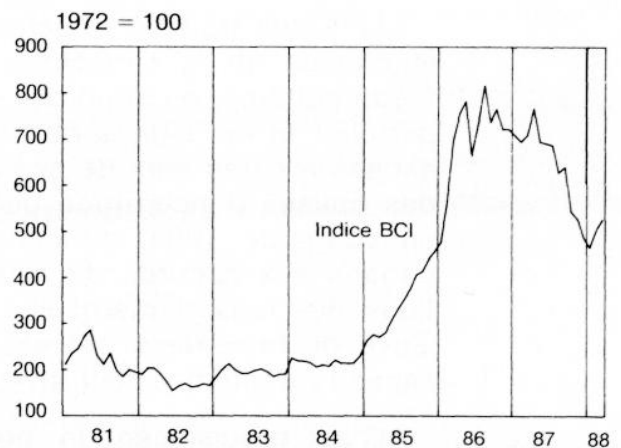
Londres



Francfort

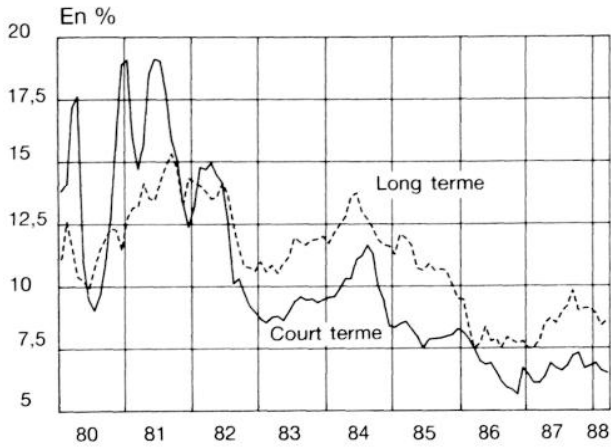


Milan

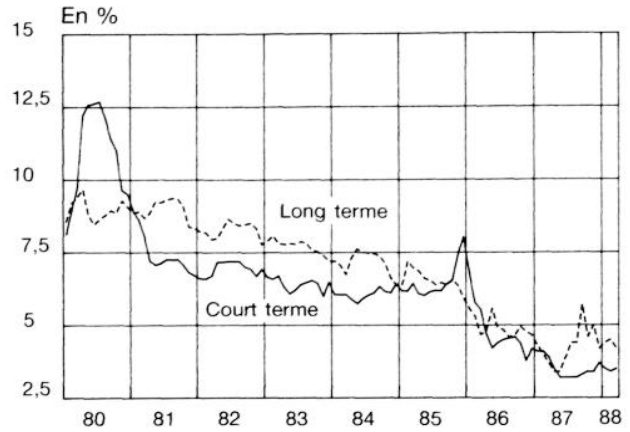


2. Taux d'intérêt ⁽¹⁾

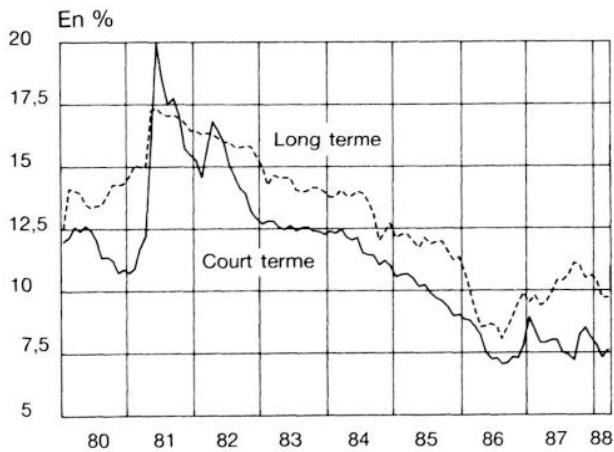
Etats-Unis



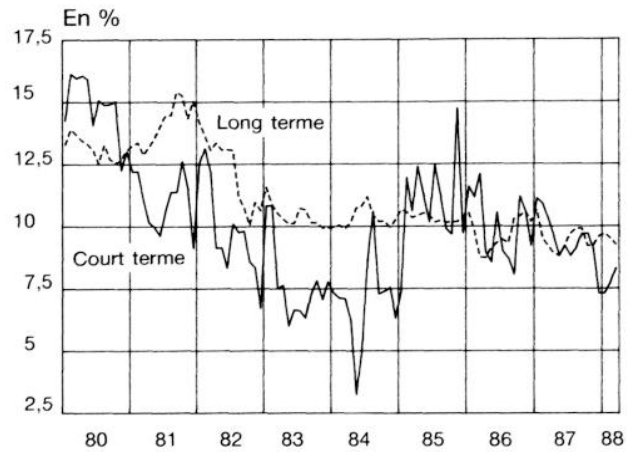
Japon



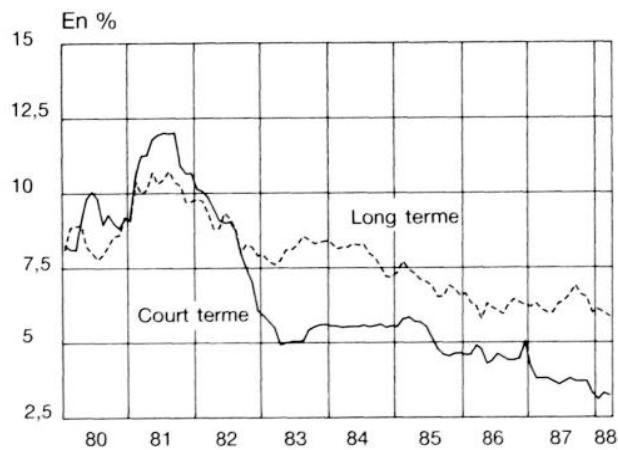
France



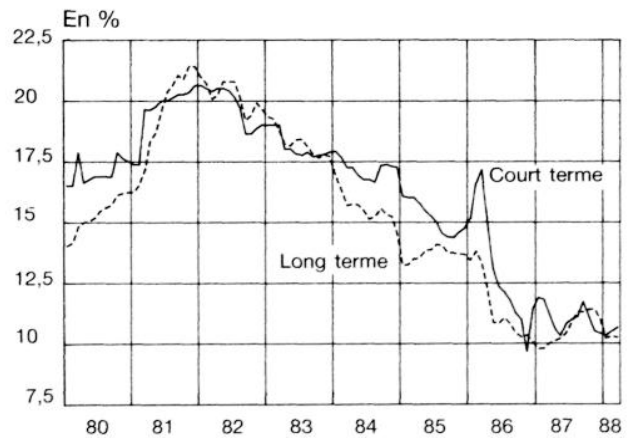
Royaume-Uni



RFA



Italie



Source : OCDE.

(1) Les taux retenus sont, d'une part, les moyennes mensuelles des taux d'intérêt au jour le jour et, d'autre part, les taux de rendement des emprunts d'Etat à long terme.

politique monétaire ait la capacité de se montrer suffisamment accommodante pour enrayer cette montée des taux. Dans ces conditions la demande intérieure américaine risquait d'être rapidement étouffée par la baisse des investissements qui en résulterait, entraînant dans son sillage celle de l'emploi et de la consommation.

L'interpénétration croissante des places financières à travers le monde a eu ceci de remarquable que les baisses quasi-simultanées des Bourses ont renforcé la coopération internationale à un degré que l'on n'osait pas espérer peu de temps auparavant. Toute velléité de rigueur monétaire s'est aussitôt évanouie, même dans les pays les plus sourcilieux vis-à-vis des menaces inflationnistes. Les Etats-Unis ont retrouvé par là une marge de manœuvre qui leur était naguère refusée par leurs partenaires. En retour ils ont dû faire quelques concessions quant à leur gestion publique. Ils semblent s'être engagés à ne pas abuser de cette latitude monétaire retrouvée et à participer aux actions conjointes de stabilisation des changes.

Le degré d'incertitude a en conséquence été temporairement réduit dans l'économie mondiale depuis cinq mois. On en voit les traces dans la détente des taux d'intérêt à long terme, la meilleure tenue des changes, et la reprise sur les marchés boursiers. Peut-on pour autant en conclure que le pire est derrière nous et que les tensions des marchés financiers de ces dernières années vont continuer à s'atténuer, en même temps que les déséquilibres des échanges internationaux se résorberont ? Autrement dit va-t-on assister à un retour progressif des taux d'intérêt réels à la normale, sans avoir recours pour cela à une nouvelle poussée d'inflation ?

Pour pouvoir proposer une réponse à ces questions, avant d'aborder l'exercice habituel de prévision, il nous a semblé essentiel de relater l'enchaînement des événements qui ont précédé et suivi le krach d'octobre et surtout de rappeler comment ces événements ont été perçus par l'opinion. Car la compréhension des relations entre grandeurs économiques a fréquemment plus à gagner de l'observation des réactions immédiates en fonction de l'information disponible du moment que des dissections opérées ultérieurement à froid dans un tout autre contexte de connaissances. Ceci est particulièrement valable en ce qui a trait aux phénomènes boursiers.

La taille des marchés monétaires et financiers constitue notre deuxième point d'analyse. Dans un monde où les systèmes monétaires avaient peu à peu abandonné le principe de gestion par les taux d'intérêt au profit d'objectifs quantitatifs, au demeurant régulièrement dépassés, il est apparu important pour la compréhension des tensions actuelles de retracer l'évolution sur longue période des endettements et des patrimoines des agents économiques dans les principaux pays développés. Comme on pourra le voir la responsabilité des Etats-Unis, pays disposant de la principale monnaie de réserve, dans le développement de leur endettement et, corrélativement, des patrimoines des autres, est éclatante.

L'analyse de la structure et des tendances du commerce mondial est un apport maintenant traditionnel de cette chronique. C'est l'autre point

permettant de juger du degré d'instabilité économique. La confrontation permanente et de plus en plus ouverte de nations ayant des perspectives de développement très contrastées ajoute à l'incertitude générale par les déséquilibres de prix relatifs qu'elle perpétue. Il est indispensable d'en prendre conscience si l'on veut pouvoir élaborer des politiques économiques efficaces.

Le retournement des marchés boursiers

Une chronologie des événements jusqu'au 19 octobre

La chute mondiale des Bourses d'octobre 1987 restera l'événement marquant de l'année écoulée. Avant d'en rechercher les causes on rappellera les évolutions des Bourses nationales et celles des taux d'intérêt en les resituant dans le contexte conjoncturel. Puis on exposera les réactions des politiques économiques et des agents privés à cet événement et l'on dressera le bilan boursier récent.

Si la place des Bourses d'actions dans les économies nationales est très variable selon les pays (tableau 1), la forte progression des cours y a été générale à partir de 1983. Le mouvement parti du Royaume-Uni et des Etats-Unis dès le milieu de 1982 s'est accéléré en 1985 aux Etats-Unis, en RFA et en France. A l'exception des Bourses de Francfort et Milan qui ont connu leur apogée en 1986, l'envolée des cours s'est poursuivie jusqu'en 1987. Les points hauts ont été atteints en mars à Paris (maximum indice CAC 460,4), en juillet à Londres (indice FTSE 1 926,2), en août à New-York (Dow Jones 2 722,4), en septembre à Tokyo (Nikkeï 26 646,4). Les positions relatives des Bourses à la veille du krach différaient largement de celles d'avant la flambée des cours. Tokyo devançait New-York en capitalisation absolue et Londres en capitalisation rapportée au PIB. Selon ce dernier critère Paris se rapprochait de Francfort.

1. Capitalisation boursière en pourcentage du PIB/PNB

	31/12/84	30/9/87	31/10/87	31/12/87
New-York	40,5	66,3	50,9	49,5
Tokyo	54,2	115,6	101,2	95,8
Londres	63,9	115,4	105,8	83,4
Francfort	13,9	23,4	17,0	14,4
Paris	9,0	19,5	14,8	13,3

Sources : Dow Jones & Co. Inc., Nihon Keizai Shinbun, Financial Times, Commerzbank, Compagnie des agents de change, OCDE.

De 1982 à 1986 la montée des cours avait naturellement bénéficié de la décrue des taux d'intérêt à long terme qui avait été générale de la mi-1982 à la mi-1983 et avait repris de la mi-1985 au début de 1986 dans tous les grands pays, à l'exception du Royaume-Uni où le mouvement fut moins net. Ainsi la hausse des actions et celle des obligations avaient été presque parallèles. Ensuite les taux d'intérêt se sont tendus sans pour autant interrompre l'ascension des cours boursiers. En France et au Royaume-Uni la remontée des taux longs a débuté dès 1986, la livre sterling étant alors contestée ainsi que le franc en fin d'année ; dans les autres pays la fermeté des monnaies permit juste de stabiliser les taux. En 1987 leur remontée a été forte aux Etats-Unis, en RFA et au Japon au printemps, si bien qu'en septembre aux Etats-Unis les taux d'intérêt étaient de 2 points supérieurs à leur niveau de la fin de 1986 et les cours des actions l'étaient de 37 %. Les taux de court terme, sur lesquels agissent les autorités monétaires, ont évolué différemment. Jusqu'à l'automne l'écart entre taux courts et taux longs s'est nettement creusé : aux Etats-Unis les taux courts ont progressé plus faiblement que les taux longs ; en RFA ils sont restés stables à partir de février et au Japon à partir de juin ; en France ils ont baissé jusqu'en octobre.

1. Les résurgences inflationnistes de 1987

La désinflation accentuée en 1986 par l'effondrement du prix du pétrole est arrivée à son terme dès les premiers mois de 1987. Par la suite le renversement de tendance des prix a inspiré des anticipations inflationnistes, que les tensions observées sur les taux d'intérêt jusqu'en octobre semblent avoir confirmées. Les augmentations des prix s'avéraient toutefois faibles au Japon et en RFA, bien en deçà de celles connues en 1984 et 1985.

Après une période de stabilisation autour de 15 dollars le baril à la fin de 1986, le prix du pétrole remontait brusquement à 18,5 dollars en janvier 1987 (graphique 1). Ce mouvement de hausse, conforme aux derniers accords de l'OPEP ⁽¹⁾, se poursuivit jusqu'à atteindre le cours moyen de 19 dollars au troisième trimestre 1987. Simultanément les prix des matières premières industrielles en dollars après une période de hausse modérée amorçaient à la fin de 1986 une remontée rapide.

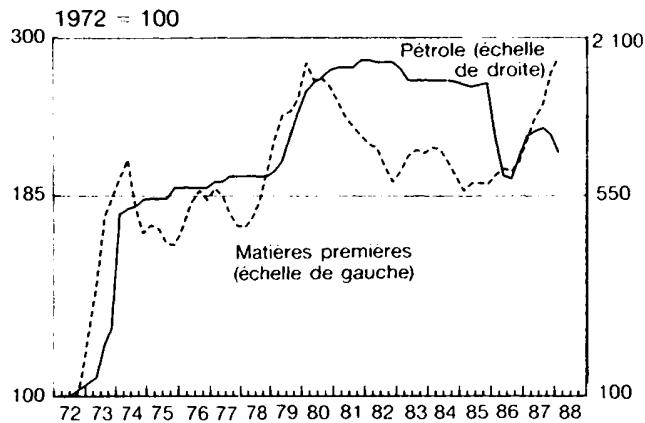
Les mouvements des prix à l'importation (graphique 2) résultant de ces hausses ont été d'ampleurs différentes selon les pays. Les fluctuations de change ont retardé puis atténué au Japon et en RFA l'inflation importée. En outre la part des importations consacrée aux produits de base a modulé l'impact de la hausse des prix selon les pays. Aux Etats-Unis la remontée des prix s'amorce dès le troisième trimestre 1986 à un rythme rapide, de 3 % en moyenne par trimestre durant un an. En RFA et au Japon les hausses ont été moins marquées et plus tardives ⁽²⁾. Le

(1) Les accords de l'OPEP de décembre 1986 révisaient les quotas de production des pays membres en vue de stabiliser le prix du baril à 18 dollars.

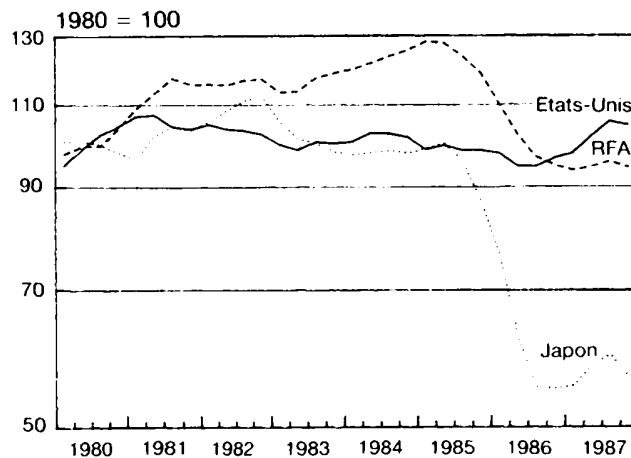
(2) 1,1 % en RFA et 3,7 % au Japon au cours du deuxième comme du troisième trimestre 1987.

prix du pétrole exprimé en DM et en yen n'augmentait respectivement que de 17,5 et 18 %, au lieu de 28 % en dollars (du quatrième trimestre 1986 au troisième trimestre 1987). D'autre part une structure d'importation par produit plus équilibrée dans le cas allemand (l'énergie ne représente en 1987 que 12 % des importations de marchandises en Allemagne, contre 26 % au Japon) a contribué à la faible remontée des prix alors observée.

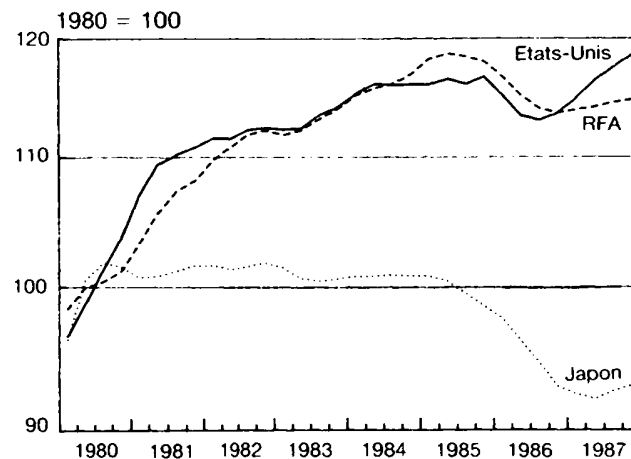
Les prix à la production (graphique 3) dans le secteur manufacturier ont repris une tendance à la hausse dans les trois pays, qui s'amorce



1. Prix du pétrole et des matières premières industrielles en dollars



2. Prix des importations



3. Prix de production des produits manufacturés

Sources : « Petroleum Economist », HWWA, sources nationales et calculs OFCE.

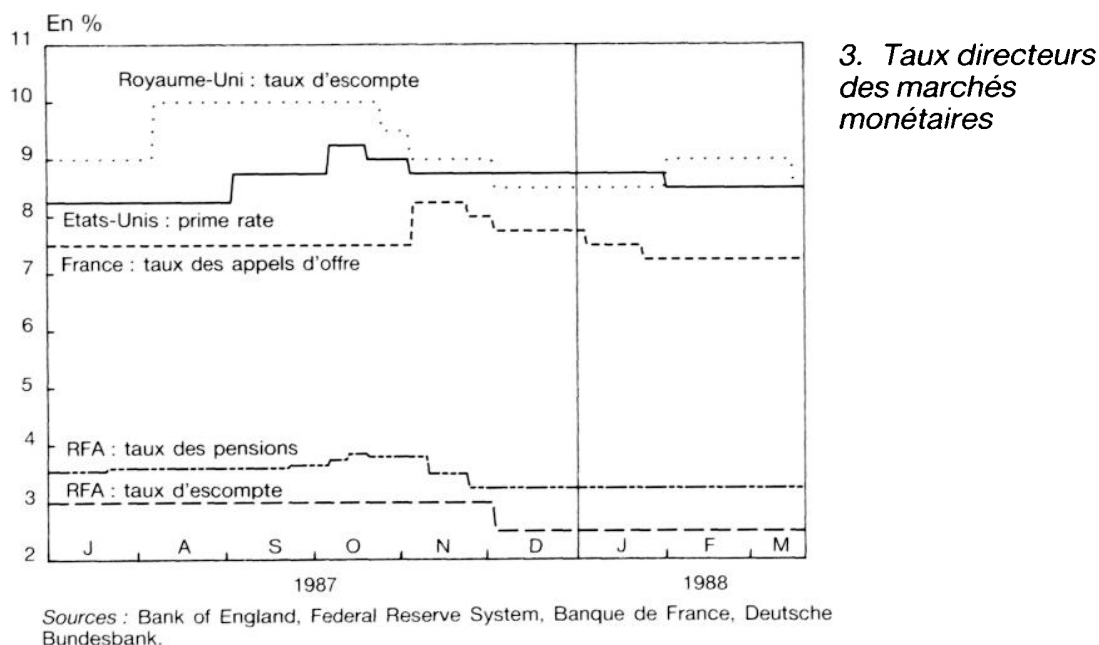
dès le troisième trimestre 1986 aux Etats-Unis, au premier trimestre 1987 en RFA, au milieu de l'année au Japon. L'apparition de tensions liées à l'activité aux Etats-Unis et au Japon a accentué les anticipations inflationnistes. Aux Etats-Unis le taux d'utilisation des capacités remontant continuellement, alors que le taux de chômage se contractait, faisait craindre une inflation salariale. Au Japon la forte activité dans le bâtiment alimentait le renchérissement des produits intermédiaires. A l'inverse, en Allemagne, la faiblesse de l'activité contribuait à maintenir les prix de production à de bas niveaux. Mais, dans les trois pays, des gains de productivité sensibles modéraient l'impact des augmentations des coûts salariaux et des prix des produits intermédiaires.

En aval les prix de détail eurent des évolutions différentes pour chacun des trois pays. Du troisième trimestre 1986 au troisième trimestre 1987 l'inflation américaine a atteint 5 %, soit un rythme inférieur à celui du début des années quatre-vingt, mais supérieur à celui des années récentes. En RFA et au Japon l'augmentation des prix de détail est restée très faible (respectivement de 0,7 et 0,4 % sur la même période), mais tranche avec la baisse de 1986.

Les résurgences inflationnistes ont donc finalement été limitées. Et elles semblent avoir été stoppées au lendemain du krach boursier.

Les résurgences inflationnistes (encadré 1) et la montée des incertitudes expliquent en partie la tension des taux à long terme et l'écart grandissant entre taux courts et taux longs. Les fortes montées des actions ont eu aussi pour effet de déprimer le marché obligataire en attirant vers elles les capitaux. Mais les évolutions de 1987 sont surtout imputables aux difficultés d'application des accords internationaux du Louvre signés à Paris en février 1987. Le dollar fut maintenu à l'intérieur d'une fourchette implicite allant de 1,77 DM à 1,90 DM pour un dollar ou de 138 à 155 yen, fourchette jugée raisonnable par les responsables politiques mais non par les marchés. Cela a fait des taux d'intérêt à long terme le reflet obligé des ajustements financiers nécessaires, les politiques nationales ne parvenant pas à remédier aux déséquilibres des balances des paiements (voir ci-après). La stabilisation du dollar a ainsi été obtenue par le relèvement des taux longs américains, alors que les taux courts étaient freinés par le FED, et par des interventions massives des banques centrales cependant que les taux japonais et allemands baissaient. Mais la situation s'est aggravée en septembre. La RFA, dont la masse monétaire croissait fortement du fait des entrées de capitaux et des interventions sur les marchés de change, a réagi en relevant dès ce moment son taux d'intervention (graphique 3).

Ce contexte de taux de rendement obligataires élevés, de déconnexion entre cours boursiers et taux d'intérêt et de doutes quant à la durabilité des accords du Louvre a incité les investisseurs financiers à prendre des positions de plus en plus liquides. Les craintes suscitées par les indicateurs conjoncturels américains allaient dans le même sens. La réduction régulière du taux de chômage (6 % en juillet) renforçait l'idée que ce retour rapide au plein emploi risquait de relancer l'infla-



tion. Le déficit commercial était toujours en augmentation, alors même que le déficit budgétaire s'était réduit.

Le 27 septembre le groupe des sept plus grands pays industrialisés réaffirma son attachement aux accords du Louvre. Néanmoins dès les premiers jours d'octobre les anticipations à la baisse du dollar reprenaient.

Le 30 septembre James Baker, secrétaire américain au Trésor, proposa sans être convaincant, une nouvelle étape dans la coordination des politiques économiques en définissant un indicateur-objectif incluant les grandes monnaies et un panier de matières premières y compris l'or.

Le 10 octobre furent annoncées en Allemagne une réforme fiscale pour 1990 et l'instauration d'un précompte de 10 % sur les produits des placements à revenu fixe dès 1989, ce qui remettait en cause la fraude fiscale sur revenus mobiliers habituelle en RFA, donc les rendements effectifs escomptés.

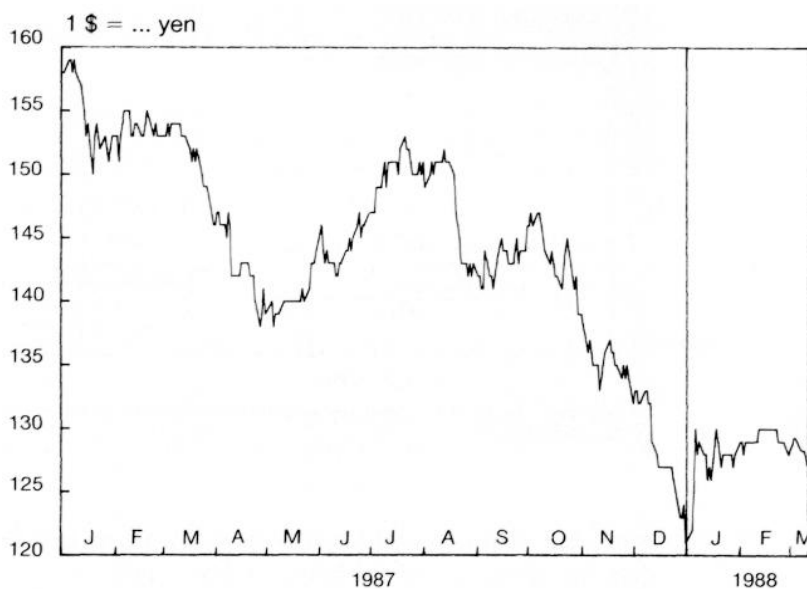
Le 14 octobre l'annonce de la première estimation du déficit commercial américain d'août 1987 (15,68 milliards de dollars) et le troisième relèvement en trois semaines du taux de prises en pension de la Bundesbank provoquèrent déjà quelques reculs de cours boursiers.

Le 17 octobre James Baker déclara que les accords du Louvre étaient remis en cause par la politique monétaire allemande et par conséquent menaça de laisser le dollar chuter provoquant le retournement complet des anticipations.

Le lundi 19 octobre la chute des cours en Bourse fut brutale et le dollar poursuivit le mouvement de baisse réamorcé au début du mois (graphique 4). Le recul boursier fut en une seule journée de 22,6 % à New-York, l'indice Dow Jones s'effondrant de 2 246,7 à 1 738,4. Il fut

de 10,1 % à Londres, de 9,3 % à Paris, de 7,6 % à Francfort. Après un second lundi noir, une semaine plus tard, le recul des cours à la fin octobre était par rapport à la fin septembre d'environ 25 % à New-York, Londres, Paris, Francfort. La Bourse de Tokyo s'était mieux tenue, le recul enregistré n'étant que de 12,5 %.

4. Cours du yen vis-à-vis du dollar



Source : Marché des changes officiel à Paris.

Premières analyses...

Le krach boursier manifesta de manière éclatante la perte de confiance en la coordination des politiques économiques. Les politiques d'ajustement interne prévues par les accords du Louvre ont été jugées timorées. Les déséquilibres entre les trois grands pays ne semblaient pas se résorber étant donné le récent chiffre du commerce extérieur américain. Le gonflement tant redouté des agrégats monétaires avait montré les limites des politiques d'intervention des banques centrales. Le risque d'une remontée des taux d'intérêt américains pour soutenir le dollar était une épée de Damoclès sur les marchés boursiers. Les spéculateurs en conclurent qu'une baisse du dollar au dessous du bas de la fourchette qui avait prévalu depuis les accords du Louvre, dans une bande de l'ordre de 120/140 yen, était inévitable pour améliorer sensiblement la compétitivité américaine et donc le solde courant. De plus un tel réajustement paraissait devoir être accepté par le Japon. Un coup de frein supplémentaire à la demande américaine s'avérait en outre nécessaire. Sans quoi la baisse du dollar ne manquerait pas d'attiser l'inflation et de relancer la hausse des taux d'intérêt. En l'absence d'un plan crédible, comportant des engagements plus concrets de la RFA et du Japon, il paraissait inéluctable que les taux d'intérêt continuent de grimper, ce qui conduisit progressivement les opérateurs à réorganiser leurs portefeuilles en y incorporant davantage de titres du marché monétaire au détriment des actions.

Ces analyses financières dictées par les déséquilibres de l'épargne furent reliées à la reprise de l'activité qui se manifestait à partir du

printemps au Japon et en Europe. Cette reprise s'ajoutant au sursaut de la demande américaine au cours de l'été se heurtait aux politiques monétaires devenues plus vigilantes, dès le début de l'année, aux Etats-Unis, puis au Japon et en RFA, et favorisa le déclenchement du krach.

Par delà ce qui expliquait pourquoi une chute de la Bourse devait intervenir tôt ou tard, les interrogations ont porté sur la profondeur de la crise.

La crise boursière fut interprétée par beaucoup comme un retour à la normale. Le développement du compartiment actions des marchés financiers ne reposait pas sur le réel. Le retournement de la Bourse en était le prix à payer. La perspective de meilleurs profits avait certes dopé la Bourse, mais les profits futurs ne pouvaient compenser la remontée des taux d'intérêt. La récente explosion des cours résultait d'un mouvement de type spéculatif. Cette inflation des marchés financiers et leurs rendements totaux élevés avaient d'ailleurs été accusés de favoriser les investissements financiers aux dépens des investissements physiques. Des montages financiers complexes et des OPA avaient joué en ce sens. Il n'était plus question de vivre à crédit sur une richesse escomptée. Il apparaissait donc que le mouvement récent ramenait, d'une certaine manière, à plus de réalisme.

La comparaison a par ailleurs été rapidement faite avec le krach boursier de 1929, seule référence de taille comparable. La chute des cours à New-York a atteint un maximum historique le 19 octobre 1987, la baisse n'ayant été que de 12,9 % le 28 octobre 1929 ! La longue phase préalable de développement de l'activité, la montée des profits, le partage de la valeur ajoutée favorable aux entreprises constatés à l'époque ressemblaient aux mouvements actuels mais la comparaison devenait plus délicate pour les relations extérieures des Etats-Unis. En 1929 ceux-ci connaissaient un excédent courant et étaient créditeurs nets ; la stabilité de leur monnaie était incontestée. De plus le budget fédéral était en excédent, de l'ordre de 1 % du PNB. Il apparut vite que la référence à 1929 ne pouvait suffire pour comprendre l'origine du présent krach ni pour en évaluer toutes les conséquences. Les similitudes étaient cependant assez grandes pour inviter à éviter de rééditer les mêmes erreurs et notamment la crise de liquidité qui s'ensuivit.

...et conséquences redoutées

Que pouvait-on craindre d'une telle implosion ? La capitalisation boursière mondiale a été réduite d'environ 20 % en un mois, soit une perte de richesse d'environ 1 700 milliards de dollars pour les seules grandes places retenues ici, ou encore 18 % du PNB de ces pays. Un impact direct sur la consommation, qualifié d'effet de richesse, a très vite été invoqué, avec cependant des divergences d'appréciation quant à son ampleur.

Avec une propension marginale à consommer la richesse supposée de 5 %, selon des estimations américaines, l'impact direct du krach

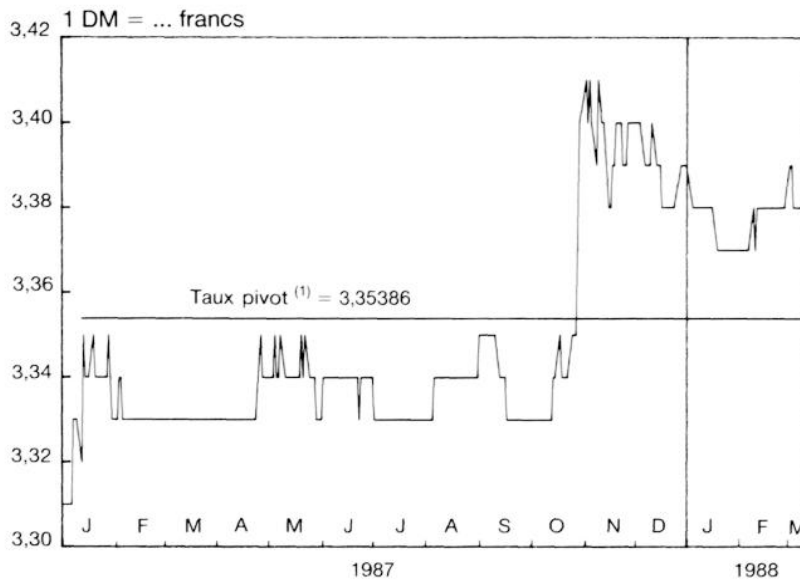
d'octobre pour l'ensemble des pays de l'OCDE serait d'environ 1 point de PNB. Les Etats-Unis seraient le pays le plus affecté, les actions y étant largement détenues par le public, le Royaume-Uni viendrait ensuite, car la chute par rapport au point le plus haut y avait été la plus forte. Les conséquences pour les autres pays seraient faibles en raison d'une moindre proportion d'actions entre les mains du public dans les pays européens, et d'une baisse moins sensible de la Bourse au Japon. D'autre part il apparaissait qu'au regard d'estimations économétriques les effets de richesse pouvaient être moindres qu'on ne le pensait généralement. En outre la concentration des actions dans les mains d'un petit nombre d'actionnaires notamment en RFA, en France, au Japon fait que l'impact ne porte pas d'abord sur la consommation. Pour les entreprises l'accroissement du coût des ressources à risque et l'exigence de meilleures distributions de dividendes ne sont pas apparus comme vraiment importants. C'est plutôt d'une probable inflexion de la politique budgétaire américaine et du climat d'incertitude régnant notamment sur les changes, qu'on attendait les effets récessifs du krach. Le temps aidant, le climat devint moins pessimiste. La baisse du dollar qui s'en suivit devait, espérait-on, pour peu qu'elle soit définitive, résoudre les problèmes sans que de trop fortes tensions sur les taux d'intérêt engagent la récession.

Les réactions des politiques économiques au krach ont été essentiellement limitées à un assouplissement monétaire...

Dès le 20 octobre les banques centrales ont accru fortement leurs interventions pour limiter la baisse du dollar et la RFA a abaissé de 0,05 point son taux de prise en pension qu'elle avait relevé juste avant le krach (graphique 3). Puis des déclarations apaisantes des trois grands pays se sont multipliées.

Le 5 novembre la RFA acceptait de réduire plus sensiblement son taux de prise en pension, alors que la France, du fait de la faiblesse du franc menacé comme de coutume par la baisse du dollar (graphique 5), relevait son taux d'intervention. Le même jour les banques américaines abaissaient leur taux de base d'un demi point. Le taux d'escompte britannique avait été réduit la veille.

Le 20 novembre l'accord entre le président Reagan et le Congrès américain leva partiellement l'hypothèque sur le budget des Etats-Unis. Le déficit fédéral américain de 1987 avait été réduit par rapport à 1986, où il avait été de 221 milliards et se trouvait proche de celui inscrit dans la loi sur l'équilibre budgétaire, la loi Gramm-Rudman-Hollings : 148 milliards, au lieu de 144 milliards. Il avait bénéficié de recettes temporaires, du fait de la mise en place de la réforme fiscale en 1988, l'impôt pouvant être payé dans le cadre de l'ancienne loi, du produit de la vente d'actifs et d'autres mesures ponctuelles. Le déficit budgétaire de 1988 était alors estimé à 180 milliards de dollars, celui de 1989 à 190 milliards. Les objectifs inscrits dans la loi sur l'équilibre budgétaire, 108 milliards en 1988 et 72 en 1989 semblaient hors de portée et on avait dès septembre ajourné le retour à l'équilibre budgétaire à 1993,



5. Cours du franc vis-à-vis du deutschmark

Source : Marché des changes officiel à Paris.

(1) Les taux plancher et plafond s'établissent respectivement à 3,27920 et 3,43050 francs pour un deutschmark depuis le réaménagement intervenu le 12 janvier 1987 au sein du SME.

tout en exigeant une réduction de 23 milliards du déficit de 1988, qui apparaissait déjà bien insuffisante. C'est seulement après le krach boursier, le 20 novembre, date à laquelle devaient s'appliquer les coupes automatiques prévues dans la loi Gramm-Rudman, qu'un compromis intervint. Celui-ci portait les réductions de déficit à 30,2 milliards en 1988 et à 45,2 en 1989, dont une partie du fait de ventes supplémentaires d'actifs (8,4 milliards chaque année), une autre grâce à des relèvements d'impôts (9 et 14 milliards en 1988 et 1989) et le reste par des coupes budgétaires, notamment sur la Défense (5 et 8,2 milliards).

Le 24 novembre, à la suite de cet accord, qui cependant a laissé sceptique, la Bundesbank et la Banque de France abaissaient leur taux d'intervention de manière concertée. L'opération fut renouvelée le 5 décembre, le Royaume-Uni s'y associant.

Au total les baisses des taux allemands ont plus que compensé les hausses enregistrées de la fin septembre à la veille du krach. En revanche la RFA a peu utilisé l'instrument budgétaire. L'objectif de fond est resté la réforme fiscale de 1990. Le débat sur son avancement éventuel a été particulièrement vif dans les semaines qui ont suivi le retournement boursier, mais la loi de finances pour 1988 fut votée à la fin de novembre sans mesures particulières de relance et même sans intégration de perspectives moindres de croissance. Le déficit y était limité à 29,4 milliards de DM et la progression des dépenses à 0,4 % par rapport à 1987. Le 2 décembre le gouvernement annonça cependant un plan conjoncturel de trois ans (1988-1990) d'ampleur très limitée, destiné à soutenir la demande intérieure. Il prend la forme de crédits bonifiés supplémentaires, 15 milliards étant versés aux communes et 6 aux PME ; son coût budgétaire n'est que de quelques centaines de millions de DM.

Quant au Japon son programme de soutien à la demande intérieure n'a pas été accru après la crise d'octobre. En mai 1987 une augmentation des dépenses publiques d'investissement de 5 000 milliards de yen en deux ans (1,5 point de PNB) avait été annoncée et intégrée dans un collectif budgétaire de juillet. Pour 1988 le Japon s'est seulement engagé à ne pas réduire le montant de ces dépenses d'investissement par rapport au niveau corrigé de 1987.

Ces mesures de politique monétaire ou budgétaire n'ont pas pu enrayer la chute du dollar qui se poursuit tout au long du mois de décembre.

Les 22 et 23 décembre 1987 la déclaration du groupe des Sept a surtout eu pour but de réaffirmer les orientations prises à Paris en février. Le texte du communiqué insiste principalement sur la nécessité de corriger les déséquilibres externes, de renforcer la croissance, mais de manière non inflationniste, d'intensifier les efforts de coordination des politiques économiques. Il cite en annexe les intentions ou engagements des différents pays, mais n'apporte quant à lui aucune mesure nouvelle. Il semble toutefois que la coopération sur les marchés des changes pour éviter de nouvelles modifications sensibles des parités qu'il ne souhaite pas ait fait l'objet d'une clause assez stricte non rendue publique. L'impact n'a en aucune façon été immédiat. Le redressement du billet vert ne s'est fait sentir, après des interventions massives, que pendant la première quinzaine de janvier.

...dans un contexte budgétaire devenu moins restrictif en 1987

Compte tenu des évolutions intervenues en cours d'année, quelle a été l'orientation effective des politiques économiques ? La politique budgétaire des grands pays de l'OCDE semble avoir été sensiblement restrictive au cours de l'année (tableau 2). Cela provient de l'amélioration du solde budgétaire américain due, on l'a vu, en partie à l'avance-

2. Variation des soldes budgétaires structurels et effectifs en 1987

	Estimation décembre 1986	Estimation juin 1987	Estimation décembre 1987	Solde effectif décembre 1987 ⁽¹⁾
Etats-Unis	+ 0,9	+ 0,6	+ 0,9	+ 1,0
Japon	+ 0,4	+ 0,4	- 0,2	- 0,2
RFA	- 0,3	0	- 0,2	- 0,5
France	+ 0,2	+ 0,5	+ 0,4	+ 0,2
Royaume-Uni	- 0,7	- 0,5	- 0,3	+ 0,5

Source : OCDE, Perspectives économiques.

(1) La différence entre la dernière colonne et la précédente représente la variation du solde liée aux stabilisateurs automatiques.

ment des rentrées fiscales. Hors Etats-Unis la politique budgétaire des grands pays paraît avoir été à peu près neutre. Comparés aux estimations effectuées au printemps, les indicateurs budgétaires de l'OCDE traduisent cependant, sauf aux Etats-Unis, une politique budgétaire moins rigoureuse que prévu. Les corrections portent principalement sur le Japon, dont la politique budgétaire est devenue neutre alors qu'elle était sensiblement restrictive précédemment. L'activité a donc bénéficié au total d'un surcroît de demande publique en 1987, ce qui est à relier aux bons résultats entrevus au cours de l'été.

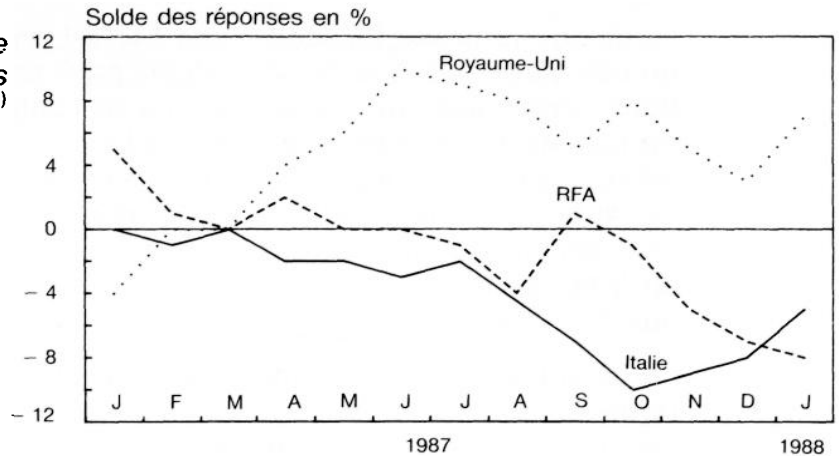
Quant à la politique monétaire, plusieurs indicateurs permettent de la qualifier. Tout d'abord l'accroissement des agrégats monétaires, sur lesquels on sait cependant qu'il est difficile de porter un jugement. Il est resté modéré aux USA. L'agrégat M1 y a retrouvé un taux de croissance faible et les agrégats M2 et M3 sont restés à l'intérieur des fourchettes-objectifs. L'élément le plus marquant a été la stabilisation de M1 au troisième trimestre, au moment où le PNB croissait à un rythme de 4 %. Aussi la politique américaine a-t-elle plutôt eu un caractère restrictif. Au Japon et en RFA la croissance des agrégats est restée très forte, car les banques centrales n'ont pas réussi à stériliser les capitaux qui entraînent, ce qui les a conduites à rendre leur politique plus restrictive au troisième trimestre. Ce conflit d'objectif entre politique de change et politique monétaire interne est le phénomène marquant en ces deux pays où les craintes inflationnistes sont réapparues. En France l'expansion rapide des agrégats larges a résulté d'un arbitrage entre titres courts, compris dans ces agrégats, et titres longs. La croissance faible des agrégats étroits a rassuré les autorités monétaires. Les taux d'intérêt de long terme, on l'a vu, se sont élevés, puis ont fléchi après le krach. En RFA et au Japon les taux courts ont diminué tout au long de l'année et l'inflation n'ayant pas été aussi faible qu'en 1986 les taux réels ont baissé davantage. La politique monétaire y a donc été expansive. Aux Etats-Unis les taux nominaux sont plus élevés qu'à la fin de 1986, mais les taux réels sont beaucoup plus faibles. La politique monétaire n'y a pas été aussi contraignante qu'on a pu le dire. Mais il reste que son profil est marqué par la restriction des liquidités et l'élévation des taux nominaux avant l'automne. En France les taux nominaux ont été plus élevés qu'à la fin de 1986 et les taux réels n'y ont été réduits que de quelques dixièmes de point. C'est de loin le pays où la politique monétaire marquée par les contradictions des objectifs de change dans le SME et de volonté interne de soutien à l'investissement a été la plus restrictive.

La reprise sous-jacente de l'activité a rapidement gommé les appréhensions des ménages et des entreprises

La réaction des ménages et des entreprises aux événements boursiers d'octobre dernier peut être mesurée dans les enquêtes de conjoncture.

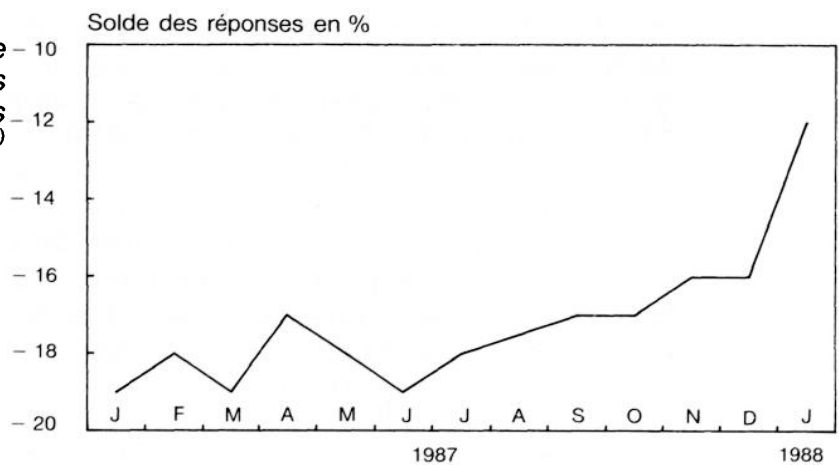
Celle des consommateurs a été immédiate dans de nombreux pays. Aux Etats-Unis, en République fédérale d'Allemagne et au Royaume-Uni

6. Indicateurs de confiance des consommateurs ⁽¹⁾



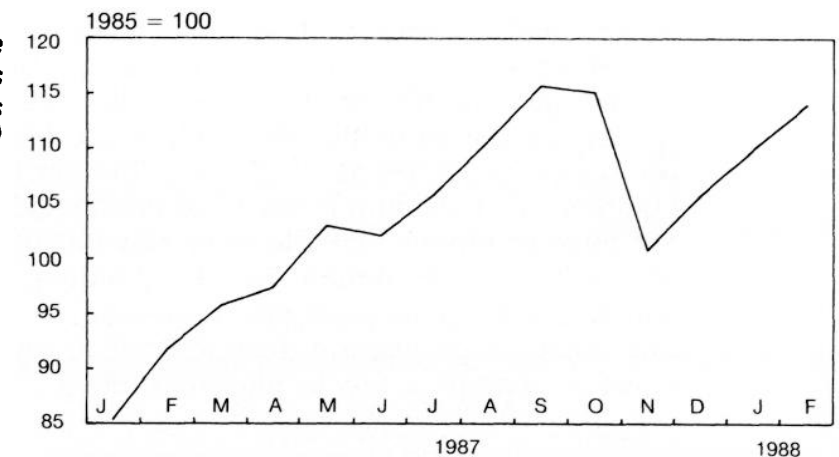
Source : CEE.

7. Indicateur de confiance des consommateurs français ⁽¹⁾



Source : CEE.

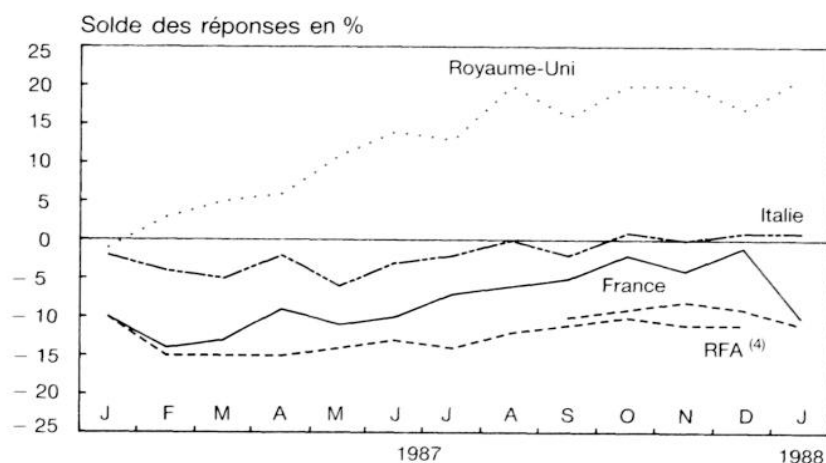
8. Indicateur de confiance des consommateurs américains ⁽²⁾



Source : The Conference Board.

(1) L'indicateur de confiance des consommateurs de la Communauté européenne représente la moyenne arithmétique des résultats pour cinq questions (solde de réponses) dont deux sont relatives à la situation des ménages (passée et prévue), deux autres sont relatives à la situation économique générale (passée et prévue) et la dernière concerne les achats importants.

(2) L'indicateur de confiance des consommateurs américains est un indice composite qui comprend l'appréciation des ménages sur la situation présente, celle prévue pour les six prochains mois et les intentions d'achat au cours des six prochains mois.



9. Indicateur de confiance dans l'industrie ⁽³⁾

Source : CEE.

(3) L'indicateur de confiance des industriels est une moyenne des réponses (soldes) aux questions sur les perspectives de production, les carnets de commandes et les stocks.

(4) Depuis janvier 1988 le champ de l'enquête a été agrandi et comprend désormais les industries agro-alimentaires.

l'indicateur de confiance s'infléchit dès novembre (graphiques 6 à 8). Mais ces réactions nous apparaissent aujourd'hui passagères. En janvier déjà, dans la plupart des pays, à l'exception de l'Allemagne fédérale, cet indicateur avait pratiquement retrouvé son niveau d'avant le krach. Peut-on dès lors parler de retournement ?

C'est sans doute aux Etats-Unis que les consommateurs ont réagi le plus vivement et le plus rapidement. Ceci n'est pas sans lien avec la brutalité de la chute des cours des actions sur les marchés financiers américains, la taille du marché boursier et la répartition des titres dans le public. L'indicateur de confiance qui s'était fortement élevé depuis février est subitement passé de 115,1 en octobre 1987 à 100,8 en novembre, soit une chute de 12,4 % en un mois. Mais, dès le mois de décembre, les ménages américains reprenaient confiance et en février 1988 l'indice retrouvait pratiquement son niveau d'avant le krach. Ce regain d'optimisme est à relier à une croissance toujours rapide de l'emploi et s'accompagne depuis février d'une reprise vigoureuse des intentions d'achat de biens durables.

Les ménages britanniques semblent avoir été peu sensibles aux événements boursiers. Leur confiance, qui s'est élevée de façon assez vive au début de 1987, a tout au plus été affectée en novembre et décembre, mais s'est rétablie dès janvier 1988.

En Italie comme en France aucun retournement d'opinion n'a été sensible, les consommateurs, contrairement à l'attente générale, se montrant même de plus en plus confiants.

La République fédérale d'Allemagne constitue l'exception. Depuis septembre dernier les consommateurs allemands se révèlent, au fil des enquêtes, de moins en moins optimistes. Leur situation financière paraissait peu affectée, leur consommation de biens durables être peu perturbée ; néanmoins leur opinion sur la situation économique générale s'est très nettement dégradée. Les ménages allemands semblaient être

très préoccupés par l'évolution à venir du chômage et des prix. Il n'est pas abusif de parler pour ce pays d'un retournement d'opinion.

Selon l'indicateur de confiance dans l'industrie manufacturière les chefs d'entreprises ont été peu sensibles au retournement des marchés boursiers. Un recul n'est perceptible qu'en France, encore est-il fort récent (graphique 9). Au Royaume-Uni le repli de décembre a été annulé dès janvier.

Les prévisions d'investissement formulées par les industriels en octobre-novembre confirment cette première impression. Dans la plupart des pays les chefs d'entreprises anticipent une croissance des dépenses d'équipement plus forte en 1988 qu'en 1987. C'est le cas en France, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis. En Italie, bien que plus modérée que l'an passé, la progression resterait notable cette année (6 % en valeur, après 15 %). La RFA fait, là encore, exception ; les investissements dans l'industrie manufacturière allemande qui ont augmenté de 6 % en valeur en 1987, ne croîtraient plus que de 3 % en 1988.

L'opinion des industriels sur leurs carnets de commandes fait elle aussi ressortir le pessimisme des Allemands relativement aux autres pays. La baisse des entrées en commandes des industries manufacturières a été très forte en République fédérale d'Allemagne au quatrième trimestre (- 2,7 %) et est essentiellement due au marché intérieur (- 3,8 %). Plus que la répercussion directe de la chute du cours des actions, c'est l'appréciation consécutive du deutschmark qui alimente ce climat actuel de morosité Outre-Rhin ; les perspectives d'exportation en ont été très affectées et, par là-même, les perspectives d'activité.

Un bilan boursier différencié

Le bilan des Bourses d'actions est apparu relativement contrasté. La Bourse de New-York a légèrement baissé jusqu'en décembre. En fin d'année le Dow Jones était proche de 2 000. Sur un an les cours ont en fin de compte légèrement progressé (+ 2,3 %). La Bourse de Londres, où les cours s'étaient plus fortement élevés au premier semestre, s'est, elle-aussi, sensiblement réappréciée après la mi-décembre et a terminé à un niveau légèrement supérieur à celui de début d'année. La meilleure performance en l'année 1987 a été celle de Tokyo avec des cours supérieurs de 14 % à ceux de la fin de 1986 ; le contraste avec les Bourses européennes est frappant. Le recul des cours s'est poursuivi après octobre à Paris, où ils étaient en fin d'année inférieurs de près de 30 % à leur niveau de la fin de 1986. Le recul à Francfort pour l'année était du même ordre.

Compte tenu de la taille de leurs portefeuilles en actions les ménages ont été plus ou moins affectés par ces mouvements. Le patrimoine brut des ménages américains a ainsi été réduit de 7 à 8 % d'octobre à décembre, mais le bilan sur l'année a été quasiment nul. Au Japon la perte de richesse a été de 2 % environ après le krach mais le patrimoine s'est globalement accru de 2 % sur l'année. En RFA les

pertes ont été limitées, 2 % au dernier trimestre comme sur l'ensemble de l'année. En France ces chiffres ont été plus élevés, 8,5 % de réduction du patrimoine brut des ménages d'octobre à décembre et 6,5 % en un an.

Au cours du premier trimestre 1988 les Bourses se sont progressivement réorientées à la hausse, après un début d'année difficile en France et en RFA. La multiplication des OPA a soutenu les cours. A la mi-mars la Bourse de Tokyo retrouvait ses niveaux historiques de septembre. L'indice Dow Jones était proche de 2 100, en recul de 2 % par rapport aux cours observés avant le krach. Pour les places de Londres, Paris, Francfort, ce recul était de 25 à 30 %.

Deux enseignements peuvent être tirés de ces divergences d'évolution des places financières. L'un est que les Bourses de second plan ont plus souffert que les autres, du fait du retrait des investisseurs étrangers qui a mis en lumière l'insuffisance de l'épargne intérieure investie en actions. L'autre est que la perspective d'une nouvelle dépréciation du dollar a spécialement affecté les marchés français et allemand, dont les monnaies étaient déjà surévaluées.

Quant au dollar il s'est déprécié de 24 % par rapport au yen au cours de l'année 1987 et de 15 % depuis le 19 octobre. Au premier trimestre il est resté proche de 127/129 yen.

Des causes plus profondes

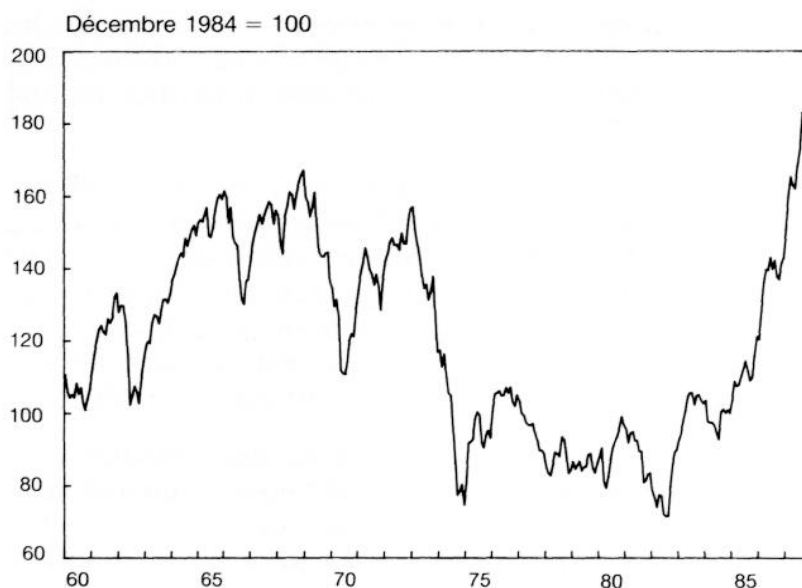
Des rendements trop faibles... ou trop forts

Pour comprendre le mouvement récent du cours des Bourses et tenter de situer à leur juste valeur les arguments relevés dans les analyses précédentes il nous a semblé utile de se placer dans une perspective assez longue ⁽¹⁾. On se limitera aux cas des Etats-Unis et de la France.

En termes réels les cours des actions américaines ont dépassé leurs hauts niveaux des années soixante vers la fin de 1986 (graphique 10). La chute induite par le premier choc pétrolier, qui a conduit à des niveaux relativement bas, a été ensuite largement compensée par le mouvement de reprise initié en 1982. En France, pays où le marché est beaucoup plus étroit, on a observé le même phénomène, mais les cours n'ont pas rejoint leurs hauts niveaux d'avant l'effondrement boursier des années 1963-1966 (graphique 11). Le phénomène marquant de ces dernières années a sans nul doute été le fort écart entre le taux de rendement des obligations et celui des actions mesuré par le ratio des dividendes aux cours (graphiques 12 et 13).

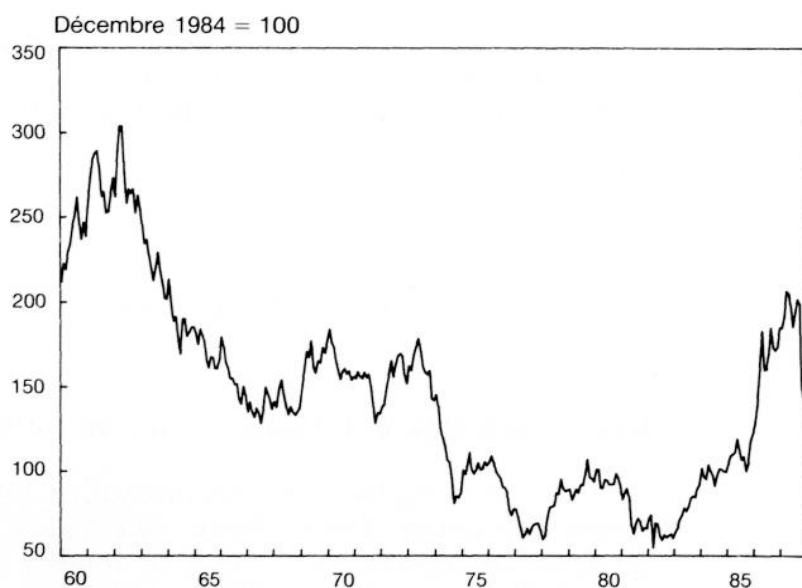
(1) Pour une analyse de très long terme voir Philippe Sigogne « La Bourse entre l'épargne et l'investissement », *Lettre de l'OFCE*, n° 49, novembre 1987.

10. Cours réel des actions à New-York ⁽¹⁾



Sources : Dow Jones & Co. Inc, US Department of Commerce.

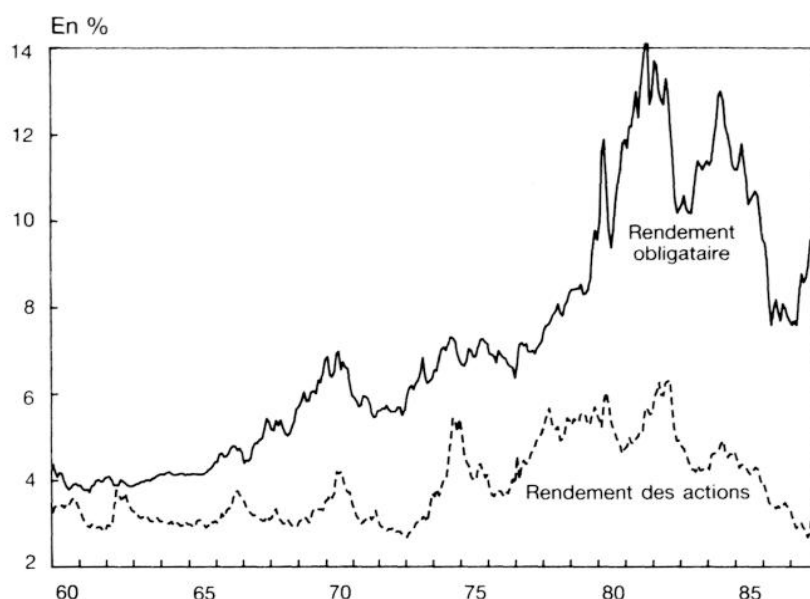
11. Cours réel des actions à Paris ⁽¹⁾



Source : INSEE.

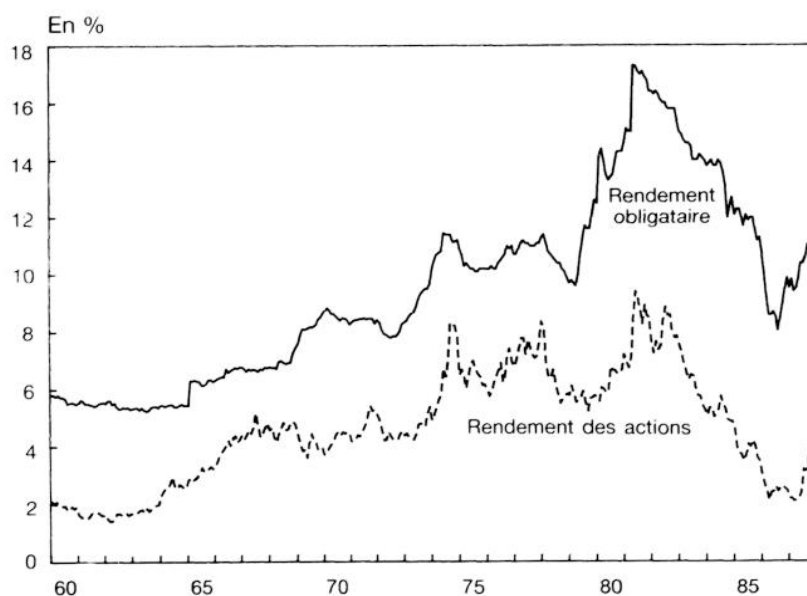
(1) L'indicateur de cours réel est mesuré par le rapport de l'indice boursier en fin de mois et de l'indice des prix à la consommation.

Les fluctuations des taux de rendement des actions ont reproduit assez bien celles des taux d'intérêt nominaux, mais ne les ont pas accompagnées dans leur ampleur. Une rupture très nette est apparue pour les deux pays à la fin de 1979, avec le durcissement de la politique monétaire américaine. Les taux nominaux ont crû alors très vite et les taux de rendement des actions ont suivi de loin, leurs écarts s'élevant désormais de 7 à 8 points dans les deux pays. Avant cette rupture, les écarts avaient été aux Etats-Unis de l'ordre de 1 point jusqu'en 1966 et de près de 3 points par la suite. En France les années 1960-1979 avaient connu un écart de l'ordre de 4 points, avec cependant une réduction entre 1962 et 1967, période de baisse des cours.



12. Taux de rendement des obligations et actions aux Etats-Unis

Source : Dow Jones & Co Inc.



13. Taux de rendement des obligations et actions en France

Sources : INSEE, Banque de France.

La période récente se caractérise toujours dans les deux pays par un écart très élevé entre taux d'intérêt et taux de rendement. Une réduction momentanée est survenue en 1985, la hausse des taux d'intérêt nominaux ayant été alors plus rapide que celle des rendements des actions. La chute des cours boursiers de l'automne 1987 en provoquant une remontée des rendements a de nouveau réduit quelque peu l'écart.

Tout se passe comme si les taux de rendement accompagnaient pleinement la réduction des taux d'intérêt nominaux depuis leurs points hauts, tandis qu'à la hausse leur mouvement avait été de bien moindre ampleur. On observerait le même phénomène avec les taux d'intérêt

2. Rendements des actions

Le ratio des dividendes aux cours des actions donne la valeur du rendement d'un titre conservé durablement en portefeuille. Il ne correspond pas au rendement total attendu par l'investisseur dans le cas d'un placement de courte durée puisque celui-ci intègre les perspectives de plus-values. Ce ratio est homogène à un taux d'intérêt réel.

La valeur boursière du titre se doit en principe de refléter la valeur des dividendes futurs versés par l'entreprise ramenés à leur valeur actuelle ⁽¹⁾. Même si le titre est conservé pendant une durée finie, sa valeur résiduelle pèse d'autant moins dans cette évaluation que la durée de détention envisagée est élevée.

Le taux d'actualisation utilisé est égal au taux d'intérêt obligataire accru de la prime de risque exigée par les investisseurs en actions. En supposant constants les taux de croissance anticipés des dividendes et des taux d'intérêt sur le futur, on a un lien simple entre taux de rendement sur actions et taux de rendement sur obligations. Leur écart dépend négativement de la croissance anticipée des dividendes futurs — le cours est alors accru à dividendes actuels donnés — et positivement de la prime de risque. En pratique les comportements semblent plutôt marqués par une forte illusion monétaire, confondant taux de rendement réels des actions et taux d'intérêt nominaux, si bien que leurs rapprochements semblent plus pertinents.

(1) On écrit pour cela
$$P_t = \sum_0^{\infty} \frac{D_{t+u}}{(1+r+\pi)^u} \text{ soit } P_t = D_t \cdot \sum_0^{\infty} \left(\frac{1+g}{1+r+\pi} \right)^u$$

avec P_t , D_t , g , r , π la valeur boursière et les dividendes versés à la date t , leur taux de croissance anticipé constant, le taux d'intérêt, la prime de risque. On tire $P_t = D_t / (r + \pi - g)$ et le taux de rendement $P_t = D_t / P_t = r + \pi - g$.

réels. Le maintien d'un écart élevé a eu pour corollaire la faiblesse des taux de rendement. Aux Etats-Unis ceux-ci ont atteint au début de 1987 le plus bas niveau enregistré avant la déprime boursière de 1974. En France on a rejoint dès 1986 les bas rendements des bonnes années 1960-1963.

De moindres écarts auraient impliqué des cours des actions beaucoup plus bas. A titre d'exemple pour que le taux de rendement des actions soit supérieur de 1 point et qu'ainsi l'écart soit réduit d'autant, les dividendes et les perspectives étant inchangés, il aurait fallu que le niveau du Dow Jones en août 1987 soit de 1 950 au lieu de 2 650 et, de même, que l'indice CAC de la Bourse de Paris soit en mars 1987, date de son niveau le plus élevé, à 385 au lieu de 450. Qui plus est, pour retrouver les écarts observés avant la période de politique monétaire stricte, il eût alors fallu un Dow Jones à environ 1 100 et un indice CAC à 170. Les perspectives de profit, l'évolution des primes de risque ne peuvent suffire à justifier des cours d'actions aussi élevés et des rendements aussi faibles que ceux observés.

Ces dernières années les variations des cours ne peuvent être expliquées par référence aux seules variables fondamentales de l'économie. La spéculation s'est nourrie d'elle-même, dans la mesure où les cours anticipés ont fait eux-mêmes partie des déterminants des cours actuels. C'est le cas dans tout marché, marché des changes comme marché des actions, où les actifs ne sont pas remboursables à un prix arrêté d'avance. L'amélioration de l'efficacité des marchés, permise par la déréglementation, a favorisé cette spéculation tandis que les besoins de restructuration des entreprises, imposés par le progrès technique et la pression de la concurrence, ont fourni un terrain idéal à son développement.

C'est ainsi qu'aux Etats-Unis depuis 1981 et en Europe maintenant, les offres publiques d'achat (OPA) ont pu se multiplier, avec des conséquences qui n'ont pas été immédiatement appréciées à leur juste ampleur. Elles contribuent à fausser les anticipations boursières dans un sens exagérément optimiste. Le point de départ est que la pression sur les salaires et les gains de productivité inhérents à toute restructuration améliorent les profits et donc la rentabilité escomptée. Sur la base de ces gains anticipés il est économiquement justifié d'emprunter à des taux d'intérêt réels supérieurs au rendement actuel du capital calculé sur la base des seuls profits d'exploitation. La réaction des entreprises confrontées à cette situation d'arbitrage est de freiner les investissements physiques en raison de la meilleure rentabilité des placements financiers et du risque accru de vulnérabilité qui résulterait d'une insuffisance de liquidités, en cas d'offre d'achat inamicale. D'un côté les entreprises, dissuadées d'investir physiquement beaucoup, accumulent des actifs financiers ; de l'autre les investisseurs, entreprises et intermédiaires financiers, empruntent activement pour bénéficier d'effets de levier qui leur semblent encore puissants. D'où l'écart inhabituel entre taux de rendement obligataire stimulé par l'emprunt, et taux de rendement des actions, comprimé par les perspectives de plus-values.

Dans la phraséologie ayant cours ces derniers temps, deux termes reviennent de plus en plus souvent : la déconnexion entre sphère financière et sphère réelle, l'existence de bulles spéculatives. Ces deux termes présentent l'inconvénient majeur de donner, au moins en apparence, le primat à l'irrationnel et à l'irréremédiable et celui de développer un sentiment d'impuissance. Il est sans doute préférable de considérer que les dérèglements des marchés financiers découlent des grandes facilités d'endettement introduites peu à peu par l'absence de régulation monétaire internationale, puis par les libéralisations introduites d'abord aux Etats-Unis et ensuite dans de nombreux autres pays, alors que la concurrence internationale remet en cause les rentes de situation. Ces remarques nous amènent à dresser le bilan des nations les plus développées en mettant en évidence la montée préoccupante de l'endettement au cours des années récentes.

La sensibilité des taux d'intérêt et des taux de change s'est accrue avec la taille des portefeuilles internationaux...

L'accumulation des besoins ou capacités de financement a conduit à des niveaux de stocks d'endettement ou de patrimoine de plus en plus lourds au regard des revenus courants. A un manque d'épargne des Etats-Unis, où la croissance économique est supérieure à ce qu'autorise l'épargne intérieure, s'oppose l'excès d'épargne en d'autres pays, principalement au Japon et en RFA. Face à la taille des portefeuilles internationaux comprenant une part importante de créances libellées en dollars ⁽²⁾, principalement sous forme de bons du Trésor américains, les flux jouent moins que l'équilibre des portefeuilles dans la détermination des prix, taux d'intérêt et taux de change. Que les anticipations sur les taux d'intérêt ou sur les taux de change se retournent, et voici que les rendements attendus des placements libellés dans les différentes devises en sont modifiés, de sorte qu'un nouvel équilibre ne pourra être atteint qu'avec une variation effective des cours de change ou des taux d'intérêt. Par exemple un moindre attrait pour les placements libellés en dollars modifie l'équilibre du portefeuille international, même à niveau de portefeuille inchangé. Ainsi tant que, de 1982 à 1984, le dollar a été orienté à la hausse les rendements des placements financiers américains ont été particulièrement élevés pour les investisseurs étrangers. Le déficit extérieur fut alors facilement financé. Par contre, depuis le retournement au début de 1985 des anticipations sur les changes, il est devenu moins intéressant de s'engager sur les marchés financiers américains. Les capitaux de court terme ont eu des rendements largement négatifs, sauf à l'été 1987 où le dollar s'est bien tenu, et ont de moins en moins contribué au financement de la balance courante. Cependant au cours de 1985 et de 1986, phase de baisse des taux à long terme, les rendements sur placements longs libellés en dollars bénéficiaient de perspectives de plus-values de nature à contrecarrer les effets de change. Pendant cette période la balance américaine a bénéficié d'entrées nettes de capitaux privés encore importantes (plus de 50 % du solde courant). Mais déjà en 1986 et particulièrement en 1987 les autorités monétaires ont dû contribuer davantage à l'équilibre financier. C'est ainsi qu'en 1987, pour la première fois de manière significative, les Etats-Unis ont réduit leurs avoirs en devises étrangères. L'accumulation de réserves par le Japon et la RFA a été particulièrement importante. En 1985, 1986 et 1987 leurs accroissements ont correspondu à - 0,5 %, 18 et 60 % du solde courant japonais et à 3,3 %, 15 et 32 % du solde courant allemand. La réduction des sorties nettes de capitaux à long terme du Japon explique que les taux correspondants s'y soient nettement détendus du second semestre 1986 au premier semestre 1987. L'écart entre taux courts et longs dans ce pays a été alors complètement gommé (graphique 2).

(2) La part du dollar dans le total des réserves atteignait 65 % à la fin de 1987.

...gonflés par l'accélération de l'endettement interne américain depuis 1982, ...

Pour comprendre l'évolution des stocks financiers internationaux il est utile de regarder aussi celle des stocks des agents intérieurs dont ils proviennent. Le débat sur les liquidités internes concerne le plus souvent les seuls agrégats monétaires ou leur contrepartie, les crédits bancaires. Depuis 1982 les agrégats monétaires ont augmenté partout sensiblement plus que la richesse nationale (tableau 3). C'est le cas aux Etats-Unis pour l'ensemble des agrégats, la croissance de (M1) étant de 60 %, celles des autres de 50 % environ, alors que le PNB en valeur augmentait de 42 %. C'est aussi le cas du Japon pour l'agrégat monétaire le plus contrôlé (M2 + CD), de la RFA, plus sensiblement pour la monnaie Banque centrale, de la France pour l'agrégat monétaire le plus large (L). Les profils en cinq ans n'ont cependant pas été réguliers. Cette croissance des liquidités plus rapide que celle des PIB/PNB est ce que l'on appelle augmentation des taux de liquidités ou à l'inverse baisse de la vitesse de circulation de la monnaie. On sait cependant que ces agrégats posent problème. Il est difficile d'interpréter leurs évolutions et de les contrôler, ce qui réduit la crédibilité de la politique monétaire. La baisse de la vitesse de circulation de la monnaie peut correspondre à une désinflation rapide. Les innovations financières y ont aussi contribué. Ce qui importe réellement c'est le total du patrimoine ou de l'endettement et pas seulement sa partie monétaire qu'on sait d'ailleurs mal délimiter. Quand on le considère on constate la déconnexion entre endettement et revenus réels, ce qui accroît les risques, avec pour conséquence des tensions potentielles sur les taux d'intérêt. Aux Etats-Unis la montée de l'endettement total, + 73 % en cinq ans, est encore plus rapide que celle de l'endettement monétaire. Pour les trois autres pays les accroissements sont assez proches de ceux des agrégats monétaires.

3. Croissance des PIB/PNB, des liquidités et de l'endettement entre 1982 et 1987

En pourcentage

	Etats-Unis	Japon	RFA	France
PIB/PNB	+ 41,7	+ 27,8	+ 26,7	+ 45,8
Agrégats monétaires	M1 : + 60,2 M2 : + 49,0 M3 : + 50,6 L : + 52,0	M2 + CD : + 46,4	M0 : + 36,8 M3 : + 31,3	M1 : + 47,6 M2 : + 43,4 M3 : + 47,7 L : + 57,7
Endettement des secteurs non financiers	+ 73 %	+ 43 %	+ 29 %	+ 59 %

Sources : Federal Reserve System, Bank of Japan, Deutsche Bundesbank, Banque de France.

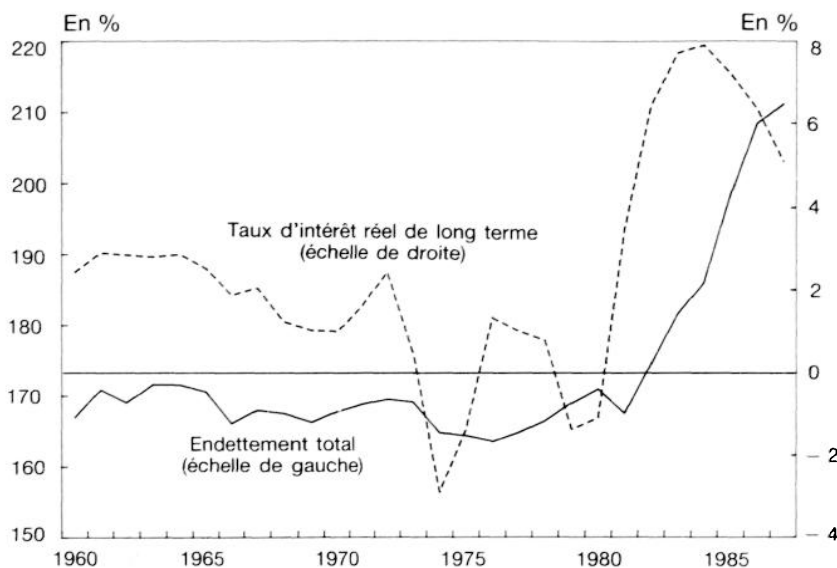
L'endettement total des Etats-Unis (graphique 14) apparaît remarquablement stable entre 1960 et 1982, fluctuant entre 1,64 et 1,71 fois le PNB. La forte accélération de l'endettement à partir de 1983

contraste avec la période précédente (+ 40 points de PNB entre 1983 et 1987). Pendant la période d'endettement stable les taux d'intérêt réels ont été modérés et se sont ajustés assez bien aux faibles fluctuations. La période récente tranche par des taux réels historiquement élevés au moment où l'endettement monte. En fin de période il n'y a plus de corrélation entre endettement et taux d'intérêt, mais cela correspond à la période d'ajustement par dévaluation rapide du dollar. Un autre point remarquable aux Etats-Unis est la grande stabilité du patrimoine monétaire et financier, y compris les actions, net de l'endettement, depuis la crise boursière de 1974 (graphique 15). Il avoisine 50 % du PNB. On avait observé de même une certaine stabilité avant cette crise mais à un niveau plus élevé d'environ 85 % du PNB. Le décrochage résulte de la chute des cours. L'essentiel est que la stabilité observée depuis 1974, comme celle de la période précédente, résulte d'une progression du patrimoine brut parallèle à celle de l'endettement même dans les années récentes. Ce parallélisme est rendu possible par la valorisation du cours des actions. Sans ces plus-values, le patrimoine net des Etats-Unis aurait diminué régulièrement de 80 % de PNB en 1960 à près de 0 % en 1986 ! Ainsi la Bourse a masqué la montée de l'endettement que sanctionne toute crise boursière, y compris la dernière d'ampleur en fin de compte limitée. Ceci illustre ce que l'on a dit plus haut, que l'endettement dope la Bourse par des mécanismes de levier divers : achat d'entreprises par endettement quand l'espérance de profits futurs est forte, emprunt au taux du marché quand il devient opportun tant pour les ménages que les entreprises d'emprunter pour placer.

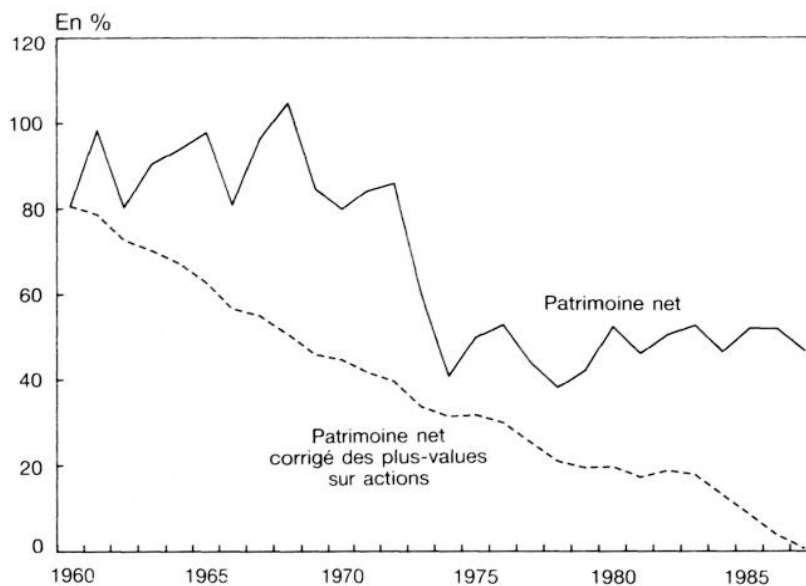
3. Patrimoine et endettement, définitions

Le patrimoine financier brut des agents comprend ici l'ensemble des actifs retracés dans les comptes patrimoniaux des différents pays. Pour définir l'endettement total on a, en revanche, exclu les actions du passif. Le patrimoine net résulte de la différence entre ces deux grandeurs. L'endettement monétaire comprend les seuls engagements auprès des institutions financières. Aux Etats-Unis les actions ne sont ventilées à l'actif qu'entre ménages et institutions financières. Le patrimoine brut que nous y retenons pour les entreprises et le patrimoine net ne comprennent pas d'actions. En RFA les opérations concernant le logement ne sont pas ventilées entre ménages et entreprises, mais elles sont regroupées dans un sous-secteur logement des entreprises. L'endettement logement est mis ainsi entièrement à la charge des entreprises.

Les séries de patrimoine financier sont extraites pour les Etats-Unis de « Assets and Liabilities » publié annuellement par le Federal Reserve System ; pour le Japon de « Economic Statistics Monthly » de la Bank of Japan ; pour la RFA de « Monatsberichte der Deutschen Bundesbank » de la Bundesbank, ces deux publications mensuelles donnant une fois par an le bilan financier de l'année précédente ; pour la France du Tableau d'équilibre des relations financières de la Banque de France.



14. Endettement total (en pourcent du PNB) et taux d'intérêt réel aux Etats-Unis



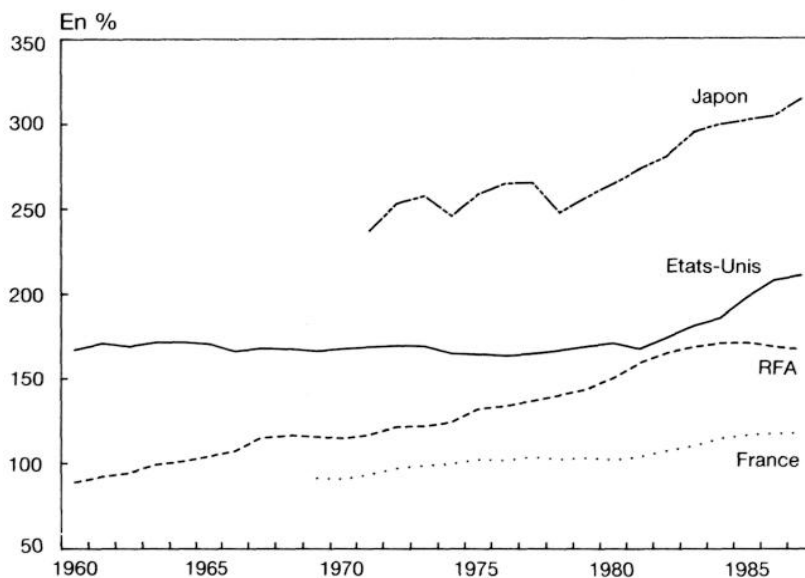
15. Patrimoine financier total aux Etats-Unis (en pourcent du PNB)

Sources : Federal Reserve System, US Department of Commerce, estimations OFCE pour 1987.

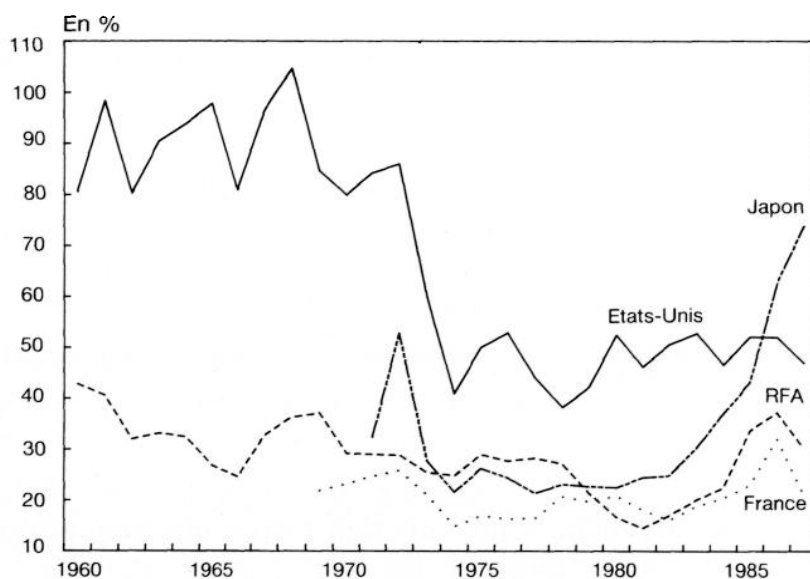
Les comparaisons internationales doivent être menées avec prudence. Il ne faut pas trop s'attarder aux niveaux observés et regarder simultanément les stocks bruts et nets. En termes bruts l'endettement (graphique 16) et le patrimoine des agents non financiers sont les plus élevés au Japon, puis aux Etats-Unis, en RFA et enfin en France. La montée de l'endettement est générale dans tous ces pays. En RFA elle a été continue depuis le début des années soixante et a été stoppée en 1985. Elle a été vigoureuse au Japon, mais le taux de croissance de l'endettement rapporté au PIB y a cependant été proche de celui observé en France et en deçà du taux américain. En terme d'endettement net (ou de patrimoine net) les résultats vont dans le même sens. Dans les trois pays autres que les Etats-Unis le patrimoine total a crû fortement depuis 1982/1983 à partir de niveaux relativement comparables au début des années quatre-vingt. Le niveau atteint en fin de

période au Japon dépassait largement celui des Etats-Unis : 74 % de PNB contre 47 % (graphique 17). Dans ces pays la montée des patrimoines, même hors plus-values, a largement compensé celle de l'endettement. Aussi la position relative, voire absolue, des Etats-Unis, partis d'un niveau de patrimoine beaucoup plus favorable, apparaît de loin la plus critique.

16. Endettement total des agents non financiers (en pourcent du PIB/PNB)



17. Patrimoine financier net des agents non financiers (en pourcent du PIB/PNB)

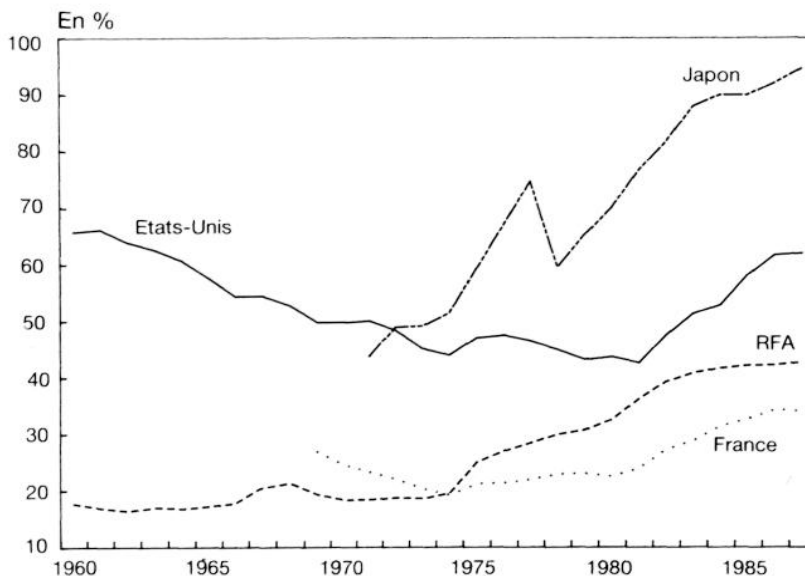


Sources : Federal Reserve System, Bank of Japan, Deutsche Bundesbank, Banque de France, estimations OFCE pour 1987.

...endettement simultané de tous les agents

La montée des endettements résulte à la fois de celle du secteur public et du secteur privé (graphiques 18 à 23). Aux Etats-Unis l'endettement public accumulé pendant la guerre a progressivement décliné

jusqu'en 1974, puis il s'est stabilisé jusqu'en 1981. La croissance de l'endettement du secteur privé, des entreprises jusqu'en 1973, des ménages au début des années soixante puis de nouveau de 1976 à 1980, a juste compensé cette réduction de l'endettement public. Au contraire de 1981 à 1987 l'endettement total a crû de 44 points de PNB, dont 20 pour le secteur public, 12 pour les entreprises et 12 pour les ménages.



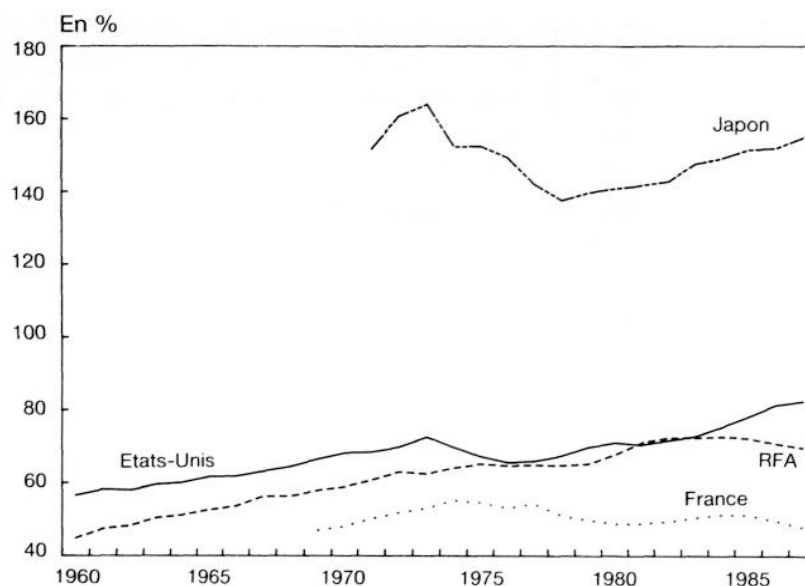
18. Endettement public brut (en pourcent du PIB/PNB)

Sources : Federal Reserve System, Bank of Japan, Deutsche Bundesbank, Banque de France, estimations OFCE pour 1987.

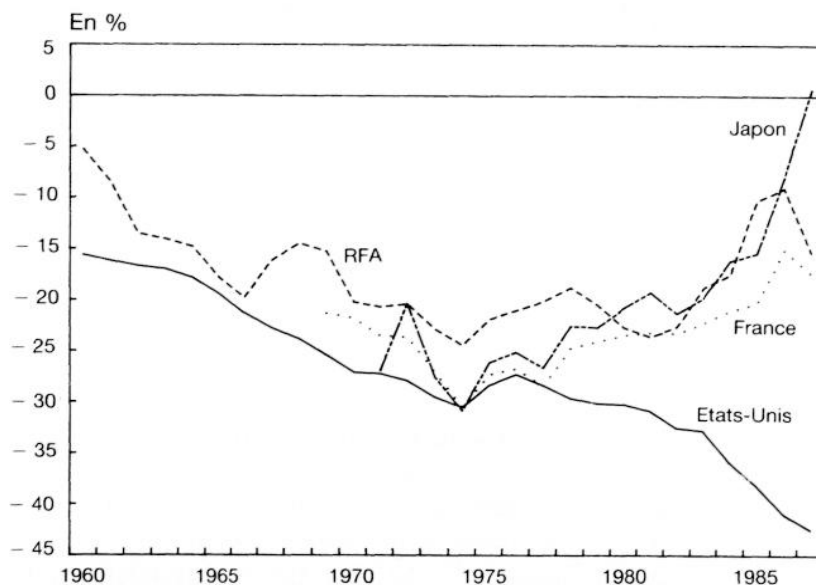
L'endettement public américain est certes élevé par rapport à ceux des pays européens, mais il reste nettement en dessous de celui du Japon (graphique 18). Avec l'endettement net ces rangs ne sont pas modifiés, mais les niveaux sont plus bas. L'endettement net du secteur public japonais est de 64 % de PNB, celui des Etats-Unis, bénéficiant du patrimoine des collectivités locales de 42 %, ceux de la RFA et de la France de 19 et 17 % de PNB à la fin de 1986. L'endettement public américain suscite deux remarques. Tout d'abord sa croissance est récente et continue, alors que l'endettement japonais résulte d'une politique expansive plus ancienne, suivie d'une politique plus restrictive. D'autre part les Etats-Unis retrouvent un niveau de dette publique proche de celui du début des années soixante. Mais alors l'endettement total était stabilisé, tandis qu'aujourd'hui l'endettement public contribue, comme celui des entreprises et des ménages, à son aggravation.

L'endettement brut des entreprises s'est plutôt stabilisé, voire réduit en France et en RFA. Il a, en revanche, continué à croître aux Etats-Unis et au Japon ; mais les entreprises disposent au Japon d'un patrimoine financier particulièrement élevé (graphiques 19 et 20). En terme d'endettement net les entreprises américaines ont connu une évolution originale. Alors que dans les trois autres pays les entreprises ont vu leur situation financière s'améliorer fortement depuis 1983 — dans le cas du Japon leur endettement net aurait même été totalement annulé en 1987

19. Endettement brut des entreprises non financières (en pourcent du PIB/PNB)



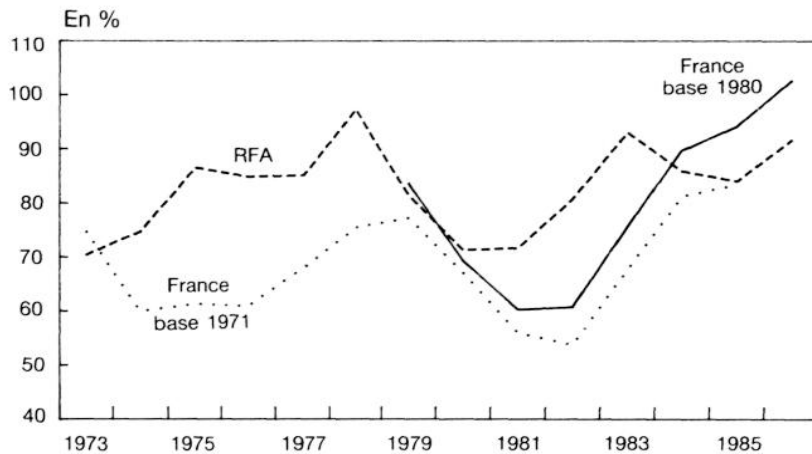
20. Patrimoine financier net des entreprises non financières (en pourcent du PIB/PNB)



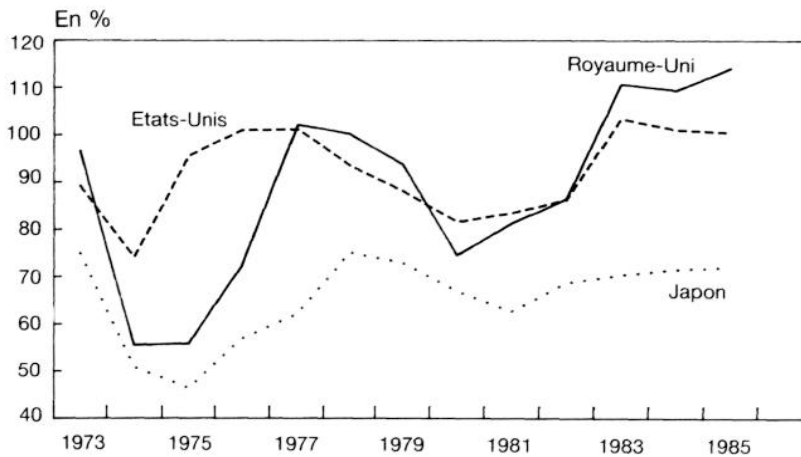
Sources : Federal Reserve System, Bank of Japan, Deutsche Bundesbank, Banque de France, estimations OFCE pour 1987.

— les entreprises américaines ont continué à s'endetter fortement. Ce contraste peut surprendre. On s'attend en effet à ce que l'endettement des entreprises rapporté à leur valeur ajoutée dépende positivement du taux d'investissement, négativement du taux d'autofinancement et de la croissance nominale observée ⁽³⁾. Dans le cas des Etats-Unis, où le taux d'autofinancement est en moyenne élevé (graphique 21) et le taux d'investissement moyen, le taux d'endettement devrait être bien inférieur à celui du Japon, où le taux d'autofinancement est plus faible et le

(3) Le flux net d'emprunt nouveau consacré à l'investissement s'écrit pour chaque année $(1 - TA).I$ ou $VA.TI.(1 - TA)$ avec I , TI , VA , TA l'investissement, le taux d'investissement, la valeur ajoutée, le taux d'autofinancement. Le cumul de l'endettement rapporté à la valeur ajoutée courante, sous des hypothèses de taux d'investissement, de taux d'autofinancement et de croissance nominale de la valeur ajoutée, g , constants est de la forme $TI.(1 - TA) / g$.

21. Taux d'autofinancement des sociétés ⁽¹⁾ (y compris institutions financières)

En France et en RFA

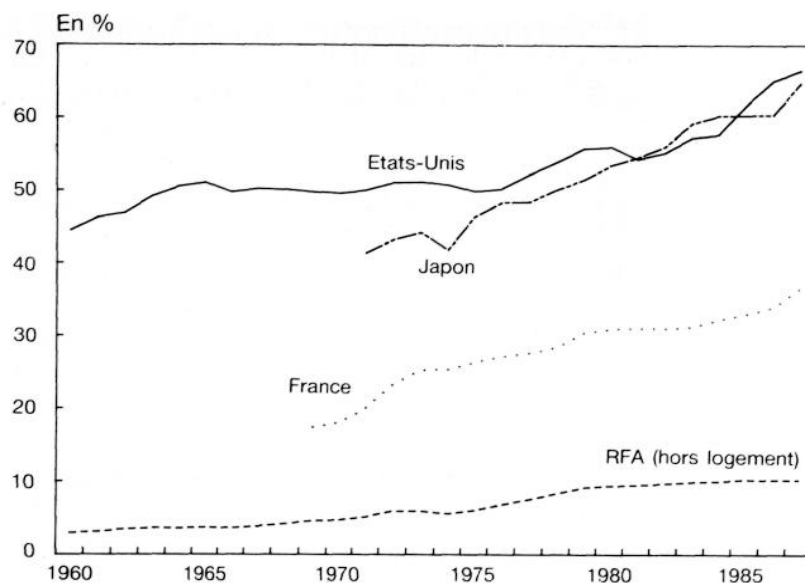
Aux Etats-Unis,
au Royaume-Uni
et au Japon

Sources : OCDE, Bundesbank, INSEE.

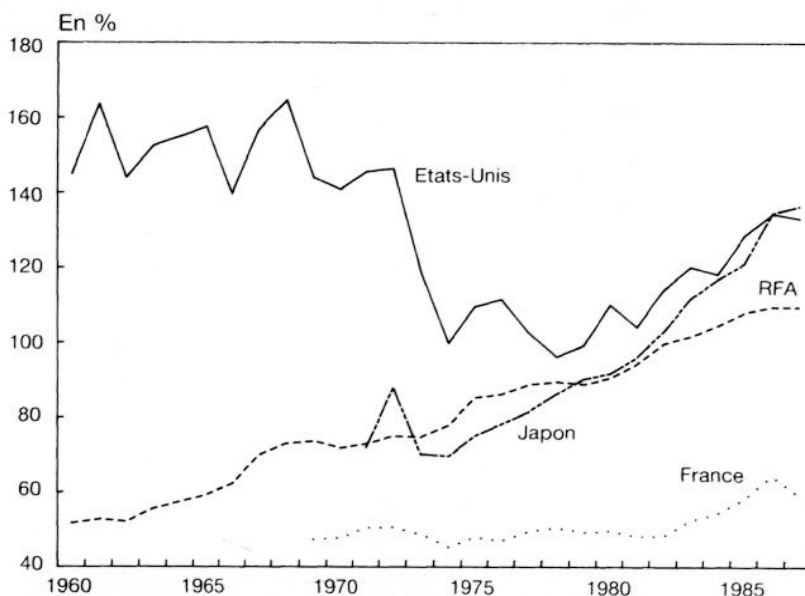
(1) Revenu disponible brut/investissement.

taux d'investissement plus fort. Il y a plusieurs explications à cette anomalie. Tout d'abord la progression de l'endettement des entreprises américaines s'est accompagnée d'une diminution relative de leurs fonds propres, car, sur longue période le flux annuel des émissions nettes d'actions a été en moyenne négatif aux Etats-Unis, mouvement qui s'est renforcé depuis 1986. La valeur boursière est accrue par la seule montée des cours. Le rachat par l'entreprise de ses propres actions, technique couramment utilisée visant à soutenir leur cours, conduit à en réduire le nombre. Ce rachat s'accompagne généralement de l'augmentation de l'endettement, brut ou net. Les hauts niveaux des ratios de fonds propres sur endettement, en comparaison des situations dans les autres pays, ont rendu encore facile l'octroi de crédit aux entreprises. Il n'en reste pas moins que la récente dégradation de ces ratios aggrave les risques et fragilise le système. Cet endettement croissant a aussi été encouragé par la fiscalité qui permettait, pour le calcul des profits imposables, la déduction des intérêts versés, mais non celle des dividendes. On peut aussi évoquer l'endettement pour des investissements financiers, qu'on sait massifs, mais qui n'apparaissent pas dans les statistiques retenues pour les Etats-Unis.

22. Endettement brut des ménages (en pourcent du PIB/PNB)



23. Patrimoine financier net des ménages (en pourcent du PIB/PNB)



Sources : Federal Reserve System, Bank of Japan, Deutsche Bundesbank, Banque de France, estimations OFCE pour 1987.

Le niveau de l'endettement brut des ménages américains est voisin de celui observé au Japon (graphique 22). La croissance a cependant été plus vive aux Etats-Unis qu'au Japon en fin de période. La France vient loin derrière, mais on y observe depuis peu, comme aux Etats-Unis, un fort développement du crédit hors logement, ce qui n'a pas lieu en RFA⁽⁴⁾. L'hypothèse d'un patrimoine financier désiré des ménages permettant de satisfaire les besoins futurs (retraite, maladie, éducation, logement...) est conforme à la théorie du cycle de vie. Le niveau de ce patrimoine en fonction des revenus courants dépend du développement des mécanismes de protection sociale. L'observation

(4) La RFA est plus difficile à situer, car l'endettement logement n'est pas ventilé entre ménages et entreprises. Sur le graphique 21 on n'en tient pas compte.

statistique révèle une grande stabilité du patrimoine financier des ménages français (graphique 23). Aux Etats-Unis son niveau a été élevé et stable jusqu'à la chute des cours des actions en 1973/1974. Il a retrouvé une nouvelle stabilité par la suite. Elle est assurée sur l'ensemble des deux périodes si on n'intègre pas les actions. Dans les deux pays les ratios augmentent en fin de période, ce qui s'explique notamment par la progression de la Bourse. Il semblerait, tout au moins depuis la rupture de 1973/1974, que les ménages aient une certaine réticence à comptabiliser intégralement les plus-values sur actions, la variabilité accrue des cours les conduisant à juger ces titres plus risqués. Ce qui donnerait à penser que les effets de richesse sont plutôt faibles. A côté de ces deux pays où le ratio désiré entre patrimoine et revenu paraît être atteint, le Japon et la RFA connaissent des ratios en croissance continue, plus-values comprises ou non. L'objectif de patrimoine sur revenu serait encore loin d'être atteint et le taux d'épargne pourrait ainsi demeurer encore élevé au Japon et être orienté à la hausse en RFA. Au total le patrimoine net des ménages américains, tant du fait du patrimoine brut que de l'endettement, est passé de niveaux très élevés relativement aux autres pays à des niveaux comparables à ceux du Japon et de la RFA.

Ainsi les évolutions de l'endettement et du patrimoine aux Etats-Unis divergent profondément de celles observées dans les trois autres pays. Les niveaux s'y dégradent, à l'inverse de ce qu'on observe ailleurs, et c'est le fait tout à la fois des administrations, des entreprises et des ménages. Plus que dans les autres pays, la montée de l'endettement est allée de pair avec celle des cours des actions. Cela semble être à l'origine d'une prise de conscience progressive des risques financiers et devoir alimenter, de manière récurrente, des anticipations défavorables quant aux taux d'intérêt et aux cours de Bourse.

La capacité des Etats-Unis à rejoindre le plein emploi d'une manière qui soit équilibrée reste en cause tant que l'appareil de production américain n'aura pas fait la preuve qu'il est capable de satisfaire le haut niveau correspondant de demande à un taux de change stabilisé.

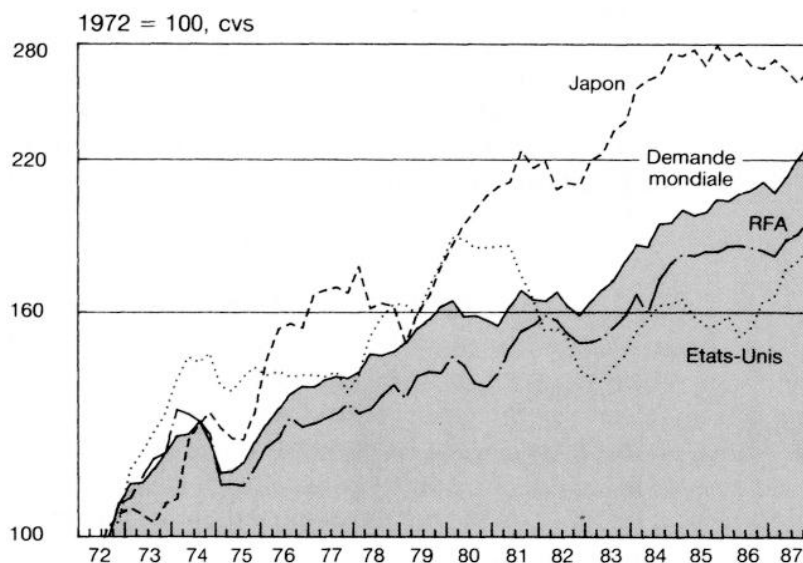
L'activité et la demande mondiales ont été supérieures aux attentes en 1987

La stabilisation des taux de change, voulue par les accords du Louvre, supposait que soient réunies trois conditions : le redressement rapide des parts de marché en volume des Etats-Unis, l'inversion du différentiel de croissance des demandes intérieures entre les Etats-Unis et les autres grands pays industrialisés, l'absence de ralentissement de la demande mondiale. Ces conditions formaient la base réelle des accords de février 1987, sans laquelle la stabilisation du dollar, obtenue d'abord principalement par des voies monétaires, ne pouvait être considérée comme durable.

Le redressement des exportations américaines...

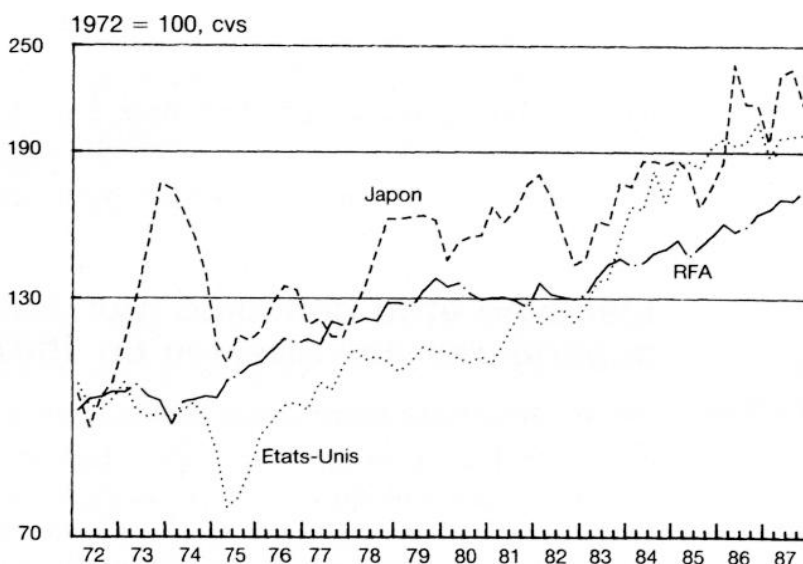
Après six années de dégradation continue les parts de marché des entreprises américaines se sont redressées en 1987, tant sur leur marché intérieur que sur les marchés mondiaux. Dans le même temps les parts du Japon et de la RFA ont poursuivi le déclin amorcé au second semestre 1985. Ce mouvement est nettement plus rapide pour le Japon que pour la RFA, les exportations de produits manufacturés du premier diminuant en volume depuis cinq semestres, tandis que celles du second augmentent de nouveau (graphiques 24 et 25).

24. Volume des exportations de produits manufacturés et demande mondiale



Sources : OCDE série A, estimations et calculs OFCE.

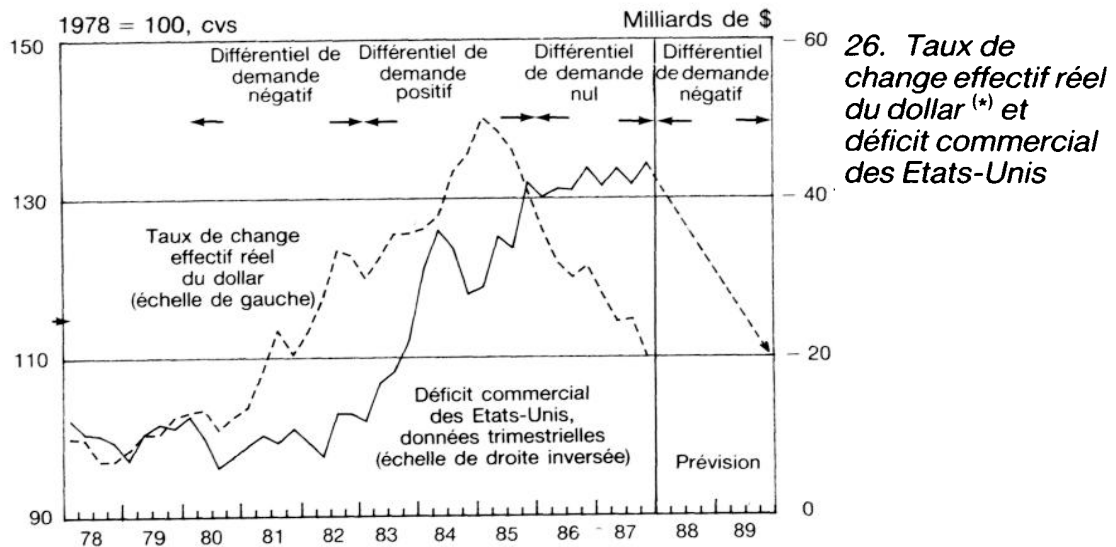
25. Taux de pénétration des importations de produits manufacturés en volume



Sources : OCDE séries A, comptes nationaux, estimations et calculs OFCE.

La reprise des exportations américaines, sensible depuis le second semestre 1986, a été favorisée par deux facteurs :

• Le retour du dollar à un niveau assurant la compétitivité-prix des produits américains. Dès le premier semestre 1987 le dollar avait rejoint vis-à-vis du DM et du yen sa tendance de moyen terme, soit 1,80 DM et 150 yen ⁽⁵⁾. Calculé vis-à-vis d'un panier de monnaies des pays industrialisés et en développement, le taux de change effectif réel du dollar s'est stabilisé au cours des second et troisième trimestres 1987 à son niveau de la fin de 1981 (graphique 26).



Sources : OCDE et calculs OFCE.

(*) L'indicateur de taux de change effectif réel utilisé ici est celui qui a été proposé par J. le Cacheux et F. Leconte, dans la revue n° 20 de l'OFCE. Il prend en compte, outre les 23 pays de l'OCDE, 33 pays en développement ou à économie planifiée.

• L'arrêt de la baisse des prix à l'exportation européens et japonais exprimés en monnaies nationales. Entre le second semestre de 1985 et le premier semestre 1987, les prix allemands avaient baissé de 5 % et les prix japonais de 20 %. Ces baisses étaient autorisées par la réduction du coût des intrants importés et accentuées par les efforts de compression des marges bénéficiaires pratiquées par les entreprises exportatrices. On peut estimer que sur une appréciation nominale de 80 % du DM et du yen vis-à-vis du dollar entre le premier semestre 1985 et le second semestre 1987, près d'un cinquième dans le cas de la RFA et près de la moitié dans le cas du Japon ont été absorbés par le différentiel de hausse des prix à l'exportation en monnaies nationales qui s'est creusé entre les Etats-Unis et leurs principaux concurrents à partir du milieu de l'année 1985 (tableau 4).

L'amplitude inégale des baisses de prix à l'exportation du Japon et de la RFA doit être mise en relation avec les degrés inégaux d'ouverture sur l'extérieur des deux économies et de substituabilité de leurs pro-

(5) Nous avons, dans une précédente chronique, défini celle-ci en fonction de l'évolution sur une longue période du différentiel de prix avec la RFA et le Japon, de la surévaluation de la monnaie américaine après la guerre et de la tendance à l'appréciation du DM et du yen, liée au mûrissement économique de la RFA et du Japon, cf. « L'onde de contre-chocs », *Revue de l'OFCE*, n° 15, août 1986.

4. Quelques éléments sur la compétitivité des produits manufacturés américains

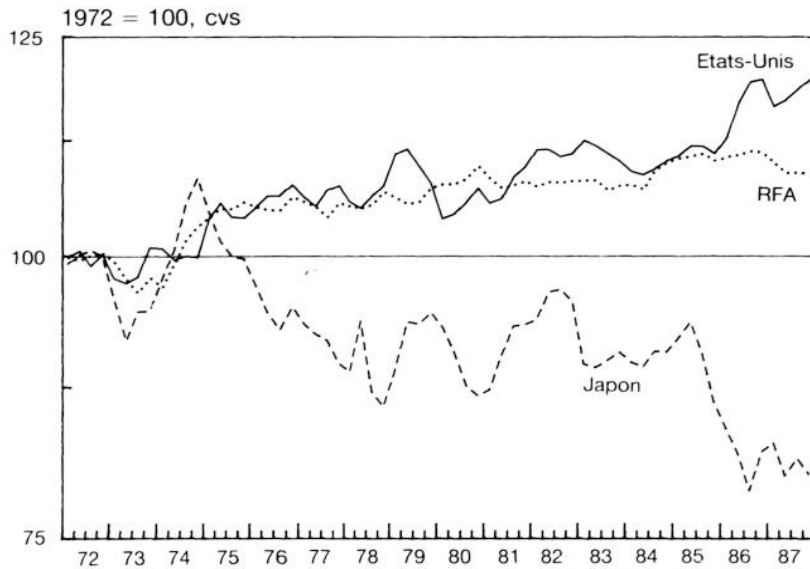
En pourcentage

		1985		1986		1987		1985	1986	1987	Cumul S285 à S287
		S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Variation des taux de change nominaux	Yen/dollar	- 3,8	+ 14,1	+ 25,3	+ 12,7	+ 7,1	+ 4,6	- 0,5	+ 42	+ 16,4	+ 80,5
	DM/dollar	- 5,8	+ 16,8	+ 18,0	+ 12,5	+ 12,1	+ 3,1	- 3,3	+ 35,4	+ 20,9	+ 79,1
Différentiel de croissance des prix à l'exporta- tion en monnaie nationale	Etats-Unis - Japon	- 0,2	+ 6,5	+ 9,6	+ 11,7	+ 0,2	+ 3,9	+ 2,7	+ 19,6	+ 7,9	+ 35,6
	Etats-Unis - RFA	- 0,9	+ 0,4	+ 2,1	+ 5,5	+ 1,1	+ 4,3	- 1,6	+ 5,2	+ 6,1	+ 14,2
Etats-Unis	Variation des parts de mar- ché à l'exportation ^(a)	- 1,6	- 3,8	- 1,6	+ 0,4	+ 6,7	- 1,9	- 3,4	- 3,2	+ 5,8	- 0,5
	Variation du taux de péné- tration marché intérieur	+ 5,7	+ 2,0	+ 3,9	+ 2,5	- 3,7	+ 3,1	+ 9,9	+ 6,2	- 1,0	+ 7,8

Sources : OCDE série A, Bundesbank, US Department of Commerce et Bank of Japan, calculs OFCE.

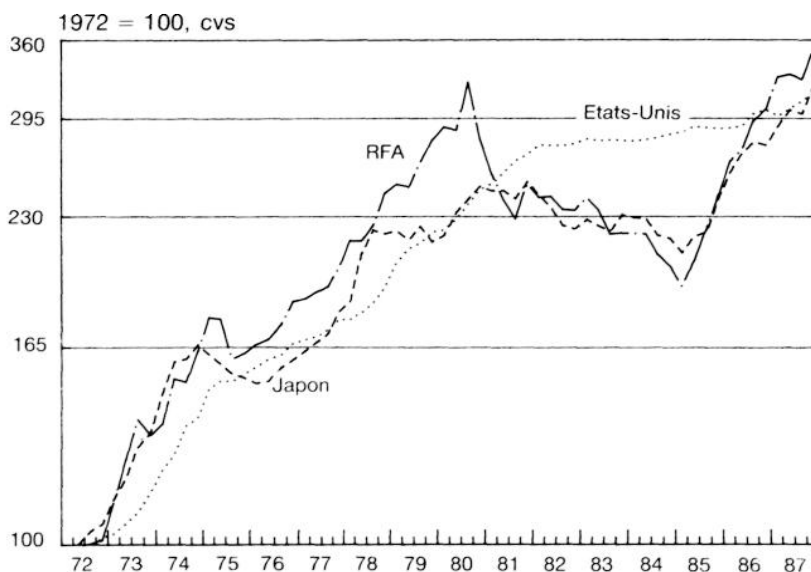
(a) Les parts de marchés sont calculées par rapport à la demande adressée aux Etats-Unis.

duits. Moins ouvertes sur l'extérieur et plus exposées à la concurrence des NPI asiatiques et des producteurs américains que leurs homologues allemandes, les entreprises japonaises ont pu et dû consentir des efforts plus importants sur leurs marges à l'exportation (graphiques 27 et 28).



27. Indicateur de marge dans l'industrie manufacturière (Prix à l'exportation / prix de production)

Sources : OCDE, Bundesbank, Department of Commerce.



28. Evolution des prix en dollar des exportations de produits manufacturés

Sources : OCDE séries A, estimations et calculs OFCE.

L'effort de réduction des marges à l'exportation semble avoir atteint ses limites au second semestre 1987, les prix allemands et japonais exprimés en monnaies nationales se stabilisant ou se redressant après quatre semestres consécutifs de baisses. Sur une base 100 en 1972 les prix en dollars allemands et japonais avaient rejoint les prix américains au début de 1987⁽⁶⁾. Compte tenu des écarts de productivité par

(6) L'année 1972 peut être considérée comme une année d'équilibre approximatif des coûts salariaux unitaires des Etats-Unis et de l'Europe, mais non du Japon.

5. Gains et pertes de parts de marché des NPI asiatiques et des grands pays de l'OCDE sur les importations mondiales de produits manufacturés en 1986-1987

	Valeur des exportations en 1985 (en Mds \$)	Variation du volume des exportations en 1986-1987 (en %)	Variation en volume de la part détenue dans le commerce mondial en 1986-1987		Effets de la variation du volume des importations mondiales (en Mds \$)	Variation des prix à l'exportation en dollars en 1986-1987		Variation de la valeur des exportations en 1986-1987 (en Mds \$)
			En %	Effets en Mds \$		En %	Effets en Mds \$	
Etats-Unis	144	+ 10,6	+ 1,4	+ 2	+ 13	+ 6,4	+ 9	+ 24
Japon	169	- 3,3	- 11,4	- 19	+ 15	+ 36,1	+ 61	+ 57
RFA	158	+ 3,3	- 5,3	- 8	+ 14	+ 54,9	+ 87	+ 93
8 grands OCDE (a)	748	+ 5,2	- 3,6	- 27	+ 68	+ 35,0	+ 262	+ 303
4 NPIA	95	+ 42,7	+ 30,7	+ 29	+ 9	+ 12,9	+ 12	+ 50
Monde	1 200	+ 9,1	0	0	+ 109	+ 33,7	+ 404	+ 513

Sources : OCDE série A, GATT, calculs OFCE.

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

secteurs, le mouvement de recomposition des parts de marché des Etats-Unis pouvait alors s'enclencher dans certaines activités dès le second semestre 1986.

...a été freiné en 1987 par les gains de parts de marché des NPI asiatiques

Ce mouvement a toutefois été freiné en 1987, comme en 1986, par l'accroissement rapide des volumes de produits manufacturés exportés par les NPI asiatiques, dont les monnaies — à l'exception du dollar de Taiwan — se sont dépréciées presque aussi vite que la devise américaine vis-à-vis du yen et du DM. En deux ans, 1986 et 1987, les exportations de ces quatre pays ont progressé de 53 % en dollars courants (+ 50 milliards de dollars) et de 43 % en volume, tandis que les importations mondiales de produits manufacturés progressaient de 9 %. Fortement tournés vers le marché américain, qui absorbait l'an passé 53 % de leurs exportations vers la zone OCDE, au lieu de 26 % pour l'Europe et 16 % pour le Japon, ces pays ont « confisqué » la quasi-totalité des parts de marché perdues par les pays de l'OCDE autres que les Etats-Unis sur les importations mondiales (tableau 5) ⁽⁷⁾.

Tirée par les exportations la croissance économique s'est maintenue en 1987 en Corée du Sud, à Taiwan et à Hong Kong au taux record de 12 % atteint en moyenne en 1986, tandis que le PNB de Singapour progressait de 8 %, après deux années de sévère récession. Bien que s'inscrivant sur une tendance longue d'insertion sans cesse améliorée dans la division internationale du travail, les gains récents de parts de marché réalisés par les NPIA n'en traduisent pas moins, après les performances médiocres de 1984 et 1985, une nette accélération des volumes exportés par eux (tableau 6).

Désignés par les Sept depuis le communiqué du Louvre comme les nouveaux boucs émissaires des difficultés rencontrées dans le proces-

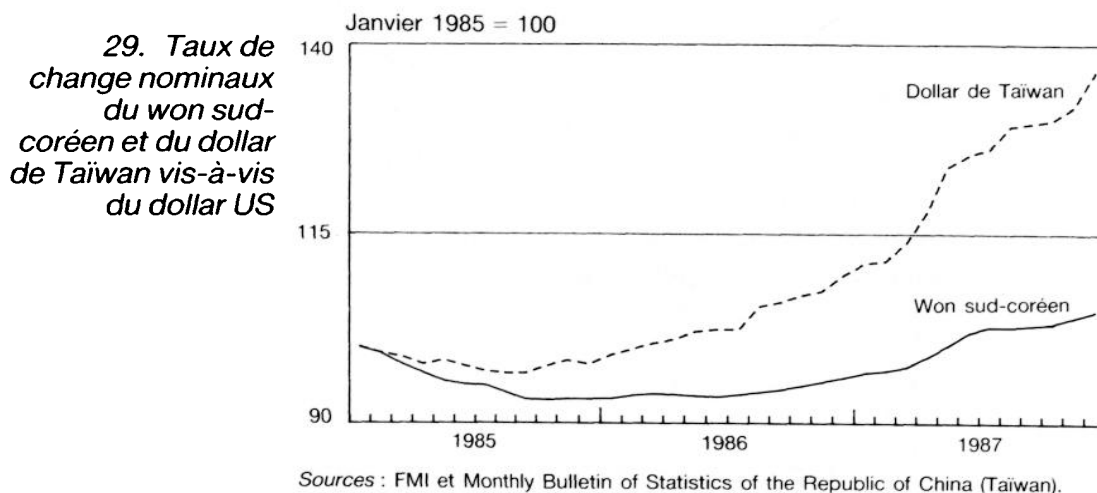
6. Part des NPIA dans les importations mondiales de produits manufacturés en valeur

	1967	1970	1973	1976	1979	1982	1985	1987
Corée du Sud . . .	0,27	0,46	0,94	1,33	1,56	1,98	2,20	2,69
Taiwan	0,52	0,76	1,29	1,33	1,68	2,07	2,54	3,13
Hong-Kong	1,25	1,38	1,45	1,45	1,61	1,99	2,52	2,74
Singapour	0,86	0,75	0,98	1,06	1,42	1,85	1,79	1,67
Total des 4	2,90	3,35	4,66	5,17	6,27	7,89	9,05	10,23

Sources : GATT, FMI, Economic planning Board of the Republic of Korea, Council for Economic Planning and Development of the Republic of China, Census and Statistics Department of Hong-Kong, calculs OFCE.

(7) Cf. « La croissance confisquée », *Revue de l'OFCE*, n° 19, août 1987.

sus d'ajustement international des balances des paiements, les NPIA ont dû, sous la pression américaine, accélérer en 1987 la libéralisation de leurs économies et la Corée du Sud et Taïwan réévaluer en outre leurs monnaies vis-à-vis du dollar (graphique 29). Singapour et Hong-Kong se sont jusqu'à présent refusés à toute inflexion de leur politique de change. Jugeant insuffisants les efforts de ces pays pour contenir la progression de leurs excédents, les Etats-Unis ont décidé le 29 janvier 1988 de supprimer, à partir du 1^{er} janvier 1989, les privilèges tarifaires dont ils bénéficiaient au titre de pays en développement.

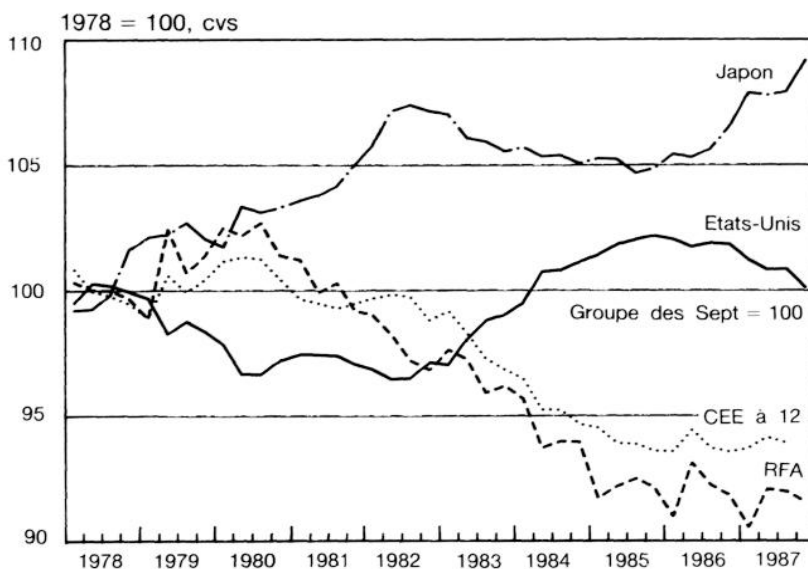


Les attaques ainsi portées contre ces pays sont sans doute excessives : la Corée du Sud, quatrième débiteur du tiers monde, a réalisé en 1986 et 1987 les premiers excédents commerciaux de son histoire et elle s'est aussitôt engagée dans un processus de désendettement extérieur (tableau 9) tout en maintenant une croissance rapide de ses importations. Hong-Kong est l'une des économies les plus ouvertes du monde, sa balance commerciale est équilibrée et ses réserves de change ne couvrent que quelques mois d'importations. Singapour sort à peine d'une crise grave et son commerce extérieur était encore déficitaire en 1987. Seule Taïwan entretient depuis le début des années quatre-vingt une position de plus en plus excédentaire. A la fin de 1987 elle avait accumulé des réserves de change atteignant 73 milliards de dollars, soit plus de deux ans d'importations. Mais c'est aussi le pays qui a fait le plus de concessions aux Etats-Unis en laissant sa monnaie s'apprécier de 30 % depuis août 1985, soit la moitié de l'appréciation du yen vis-à-vis du dollar depuis cette date.

L'écart conjoncturel entre les Etats-Unis et les autres pays industrialisés est resté modéré en 1987

Si les NPIA portent une responsabilité certaine dans la lenteur relative des gains de parts de marché des Etats-Unis, les difficultés de l'ajustement des échanges extérieurs américains en volume doivent aussi être imputées au trop faible différentiel de croissance des demandes intérieures entre les Etats-Unis et les autres grands pays

industrialisés au cours des deux dernières années. Ce différentiel, fortement positif entre 1983 et 1985 à raison de 1,8 point par an en moyenne, s'était résorbé en 1986. Il s'est inversé en 1987 pour la première fois depuis 1982, la demande intérieure finale américaine progressant de 1,7 au lieu de 2,8 % en moyenne pour le groupe des Sept (graphique 30).



30. Evolution des différentiels de croissance des demandes intérieures vis-à-vis de la moyenne du groupe des Sept (*)

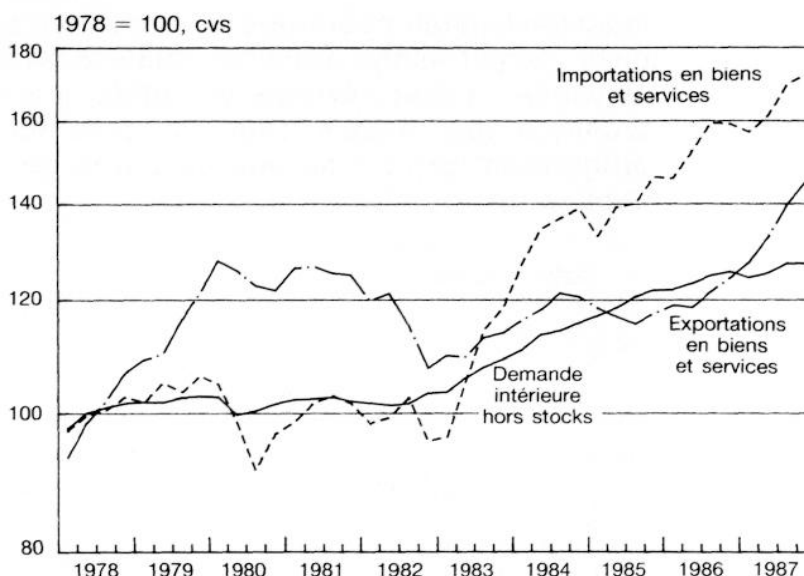
Sources : OCDE, comptes nationaux, calculs OFCE.

(*) Le niveau 100 représente l'indice de la demande intérieure finale agrégée des pays du groupe des Sept (Etats-Unis, Japon, RFA, France, Royaume-Uni, Italie, Canada). Une courbe qui augmente signifie, pour le pays considéré, que sa demande intérieure progresse plus vite que celle du groupe. Cet indicateur est bien sûr imparfait dans la mesure où les différentiels de croissance des demandes intérieures reflètent, outre les décalages conjoncturels, les inégalités structurelles dans les rythmes de croissance des économies.

Ce ralentissement de la demande américaine a contribué activement à la décélération des volumes importés par les Etats-Unis, dont la progression est revenue, en moyennes annuelles, pour les seuls produits manufacturés, de 13,2 % en 1985 et 9,3 % en 1986 à 1,9 % en 1987. A l'inverse les importations de la CEE et du Japon ont continué à croître à un rythme rapide, respectivement de 9,3 et 6,9 % l'an passé.

Ce mouvement d'inversion, bien engagé au début de 1987, s'est toutefois ralenti, puis interrompu en cours d'année, sous l'effet d'un regain de dynamisme de la demande intérieure américaine aux deuxième et troisième trimestres 1987, contrastant avec l'essoufflement observé à la fin de 1986 et au début de 1987. Cette reprise est imputable à l'accélération de la consommation de biens durables et de l'investissement productif, qui ont progressé de 2,7 puis de 5,8 % au cours de ces deux trimestres. Les importations de biens et services ont dès lors recommencé à croître fortement (+ 2,7 et + 5,2 % en variations trimestrielles), freinant le rééquilibrage de la balance commerciale américaine (graphique 31).

31. Demande intérieure et échanges extérieurs des Etats-Unis



Sources : Department of Commerce, calculs OFCE.

La stabilisation du dollar entre mai et octobre 1987 intervint donc à un moment où l'économie américaine cessait de contribuer à l'inversion du différentiel de demande avec les autres grands pays industriels. La stabilisation des taux de change, recherchée par les accords du Louvre, s'en trouvait d'autant plus compromise que les parts de marché à l'exportation des Etats-Unis cessaient de s'améliorer au second semestre 1987 (tableau 4).

La participation des autres grands pays industriels au processus d'ajustement global a été très inégale.

Au Japon la demande intérieure finale s'est encore accélérée en 1987, progressant de 5,2 après 4,4 % en 1986. L'investissement est resté particulièrement dynamique, notamment la construction de logements, en raison du faible niveau des taux d'intérêt. La progression rapide du revenu disponible brut des ménages, + 5 % en 1987 comme en 1986, a soutenu la consommation privée, sans pour autant freiner l'augmentation du taux d'épargne des ménages. La demande intérieure a ainsi continué à tirer l'activité, le PNB progressant de 3,5 % l'an passé et le différentiel de demande avec le groupe des Sept, qui était négatif entre 1983 et 1985 et positif de 0,7 point en 1986, a atteint + 2,4 points en 1987. Relativement peu gourmande en importations, cette croissance a néanmoins bénéficié au cours des deux dernières années environ trois fois plus aux NPIA qu'aux Etats-Unis : entre le troisième trimestre 1985 et le troisième trimestre 1987 le volume des importations japonaises en provenance des Etats-Unis a augmenté de 25 % et celui des importations provenant des NPIA de 75 % (tableau 8). Il est vrai qu'une large part de ces dernières résulte du commerce interne aux firmes japonaises ayant délocalisé une partie de leur production dans les NPIA, mouvement qui s'est fortement accentué depuis deux ans à la suite de l'appréciation du yen.

Si globalement le Japon joue le jeu de l'ajustement des flux commerciaux préconisé par les ministres du groupe des Sept, on ne peut pas en dire autant de la RFA : le différentiel de demande intérieure vis-à-vis du groupe des Sept, qui s'était stabilisé en 1986 après cinq années de détérioration continue, l'écart atteignant - 2,5 points en 1984 et en 1985, est redevenu négatif en 1987 (- 0,5 point). La demande intérieure ne prenant pas le relais des exportations, l'activité a été particulièrement médiocre en 1987, le PNB progressant de 1,7 % par rapport à 1986. Ce chiffre recouvre une régression de 0,4 % au premier semestre et une légère reprise par la suite. Avec un différentiel de demande intérieure négatif et des exportations qui continuent de progresser la RFA est restée doublement en dehors du jeu coopératif imaginé par les Sept en février 1987. Ce faisant elle contribue à freiner la demande et l'activité dans l'ensemble des pays membres du SME. La croissance européenne n'a ainsi été tirée en 1987, comme en 1986, que par les pays d'Europe du Sud (à l'exception de la Grèce) et le Royaume-Uni, dont les politiques économiques, s'exerçant hors du SME, sont moins contraintes par l'orthodoxie allemande, aux dépens toutefois de leurs échanges extérieurs qui ont subi une dégradation rapide (tableau 7).

7. PNB et demande intérieure dans les pays de la Communauté

Variation par rapport à l'année antérieure en %

	PNB			Demande intérieure totale		
	1985	1986	1987	1985	1986	1987
RFA	2,0	2,5	1,7	1,0	3,7	2,5
Pays-Bas	2,3	2,4	1,7	2,4	3,9	2,5
Belgique-Luxembourg	1,5	2,4	1,3	1,3	3,4	2,0
Danemark	4,1	3,4	- 0,7	5,7	5,7	- 2,5
France	1,4	2,1	2,1	2,2	3,7	3,0
Irlande	- 0,8	- 1,6	2,0	- 1,3	0,8	0,3
Royaume-Uni	3,8	3,0	3,5	3,0	3,8	4,0
Italie	2,8	2,7	3,2	3,1	3,2	4,5
Espagne	2,2	3,4	4,5	2,7	6,2	6,7
Portugal	3,3	4,3	5,0	1,0	7,9	8,5
Grèce	3,0	1,3	- 0,5	3,9	0,3	- 0,5
CEE à 12	2,4	2,6	2,3	2,3	3,8	3,3

Sources : OCDE et sources nationales pour la France, la RFA, l'Italie et le Royaume-Uni.

Au total la demande intérieure finale européenne a crû au même rythme en 1986 et 1987 que la moyenne du groupe des Sept. Les importations européennes de produits manufacturés se sont accélérées

au second semestre 1987 (+ 15 % en volume en rythme annuel, après + 6,1 % au premier semestre), sous l'impulsion du Royaume-Uni et de l'Europe du Sud (+ 30 % en rythme annuel). En Europe comme au Japon les NPIA ont mieux tiré parti que les Etats-Unis du dynamisme des importations (tableau 8).

8. Progression de la valeur des importations selon l'origine entre le troisième trimestre 1985 et le troisième trimestre 1987

Variation en pourcentage

Importation de / En provenance de	Etats-Unis	Japon	CEE	Prix à l'exportation toutes zones ^(a)
Etats-Unis	/	+ 34	+ 29	+ 7
Japon	+ 25	/	+ 85	+ 35
CEE	+ 24	+ 85	+ 53	+ 40
4 NPIA	+ 61	+ 97	+ 135	+ 15

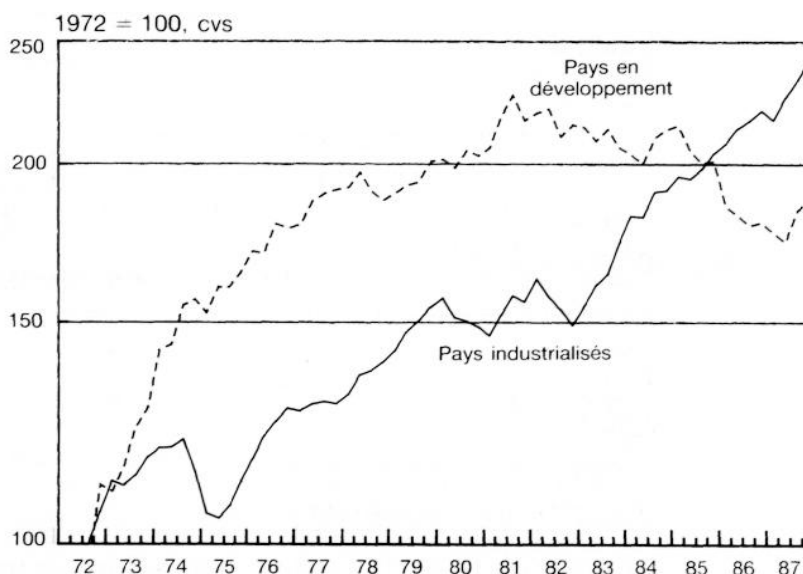
Sources : OCDE série A, GATT, Monthly Bulletin of Statistics of the Republic of China, Korea Development Institute : Quaterly Economic Outlook, calculs et estimations OFCE.

(a) Produits manufacturés seulement.

Les importations mondiales se sont accélérées au second semestre 1987

Le commerce mondial de produits manufacturés, qui avait pratiquement stagné au premier semestre 1987 (+ 0,3 % en variation semestrielle), a connu une vive accélération dans la seconde partie de l'année, progressant de plus de 7 % en volume. Contrastant avec la précédente phase d'accélération du second semestre 1983, la période récente se caractérise par une progression simultanée et d'amplitude comparable des importations des pays industrialisés et des pays en développement (graphique 32).

32. Volume des importations de produits manufacturés : pays industrialisés et pays en développement



Sources : OCDE série A, estimations et calculs OFCE.

Cet équilibre global recouvre toutefois des disparités importantes, comme on l'a vu, entre pays industrialisés, et plus encore entre zones en développement. Parmi celles-ci l'OPEP a mis à profit la stabilisation du prix du pétrole au dessus de 18 dollars le baril durant la majeure partie de l'année pour redresser ses importations, après onze semestres consécutifs de contraction en volume. En Asie l'augmentation des importations des NPIA a été de 22 % en volume en 1987, après 14 % en 1986, prenant le pas sur la baisse des importations chinoises. La République populaire de Chine est parvenue à éliminer en un an la quasi-totalité d'un déficit qui menaçait la politique d'ouverture mise en œuvre depuis plusieurs années. Les importations de l'Amérique latine et de l'Afrique sont restées déprimées, l'interruption des financements bancaires extérieurs nets mis à la disposition de ces régions et la poursuite de la détérioration de leurs termes de l'échange limitant leurs capacités d'importation (tableau 9).

9. Financements bancaires extérieurs nets vers les régions en développement

En milliards de dollars

		Encours décembre 1985	Encours décembre 1986	Encours décembre 1987
OPEP	Moyen-Orient .	43,6	44,3	47,8
	Autres	67,9	72,8	74,5
Amérique latine (hors OPEP)		218,6	225,0	225,2
Afrique (hors OPEP et Afrique du Sud) .		21,6	23,0	23,0
Extrême-Orient (hors OPEP)		97,0	103,4	104,2
dont				
– Corée du Sud		34,4	33,2	27,7
– Autres		62,6	70,2	76,5

Sources : BRI.

Incertitude et concurrence

Dans une situation de sous-emploi persistant il est d'usage de se référer aux enseignements keynésiens pour en diagnostiquer l'origine. Bien que ceux-ci aient fait l'objet de nombreuses critiques au cours des dernières années, en raison de l'incapacité des gouvernements à mettre en œuvre les thérapies recommandées, ces enseignements valent encore à présent d'être remémorés avant toute prise de position à leur égard.

Certains points soulignés dans la Théorie générale apparaissent d'une brûlante actualité.

Ainsi la modernisation des marchés financiers y est vue comme un moyen d'attirer l'épargne vers les emplois stables permettant la consti-

tution de capital physique, tout en donnant à chaque individu l'assurance de la liquidité. Mais la mise en garde suit aussitôt : la liquidité à l'échelle de la nation n'en est nullement accrue. Par expérience Keynes et ses contemporains reconnaissaient que la déconnexion croissante entre le spéculateur et l'entrepreneur, qui en découlait, contenait en germe des risques d'embarde des cours, d'autant plus grands que des individus mal informés sur les réalités économiques de la firme ont un comportement plus moutonnier.

Les emballements des marchés financiers, comme leurs effondrements, y trouvent leur origine dans une modification soudaine de l'efficacité marginale du capital, c'est-à-dire du rendement net prévisible que pourrait apporter un investissement supplémentaire. Il est clair que sur cette question l'opinion générale du petit actionnaire, ou même celle d'un gérant de portefeuille institutionnel, risquent d'être beaucoup plus influençables que celle du producteur. Mais celui-ci même voit ses perspectives personnelles et ses intentions d'investir modifiées par l'état d'esprit ambiant. En ce sens la capacité des dirigeants d'un pays à dissiper l'incertitude et à renforcer le climat général est primordiale.

Il en découle un grand scepticisme quant à l'efficacité de la politique monétaire. La hausse des taux d'intérêt en période d'euphorie n'est guère plus efficace pour freiner la constitution de capital que la baisse ne l'est en période de pessimisme pour la relancer. L'injection de liquidités n'est même pas assurée d'agir sur le taux d'intérêt des titres si l'unanimité se fait pour envisager, en général par crainte d'inflation, leur stabilité ou leur hausse prochaine.

Les deux aspects qui méritent le plus notre attention dans ce rappel des thèses de Keynes sont les termes retenus dans ce que l'on appelle la profitabilité, à savoir le rendement du capital et le taux d'intérêt. Il semble que ces aspects aient beaucoup à voir avec les deux points d'analyse développés dans cette première partie de la chronique de conjoncture.

Comme on l'a indiqué ci-dessus, ce qui importe ici est, non pas le rendement moyen du capital en place, mais le rendement escompté des investissements à venir. Si l'on revient sur le comportement des firmes américaines au cours de ces dernières années deux constatations s'imposent à nous. Avant Reagan l'industrie s'est prise à douter de sa capacité à lutter efficacement contre la montée de la concurrence étrangère, et spécialement japonaise. En effet la maîtrise nippone dans l'organisation de la production est alors apparue supérieure à la gestion américaine. Relever un tel défi nécessitait une action politique vigoureuse. La déréglementation a visé à casser les rigidités des marchés des biens, mais aussi du travail. La baisse du coût du capital a été favorisée par les aides fiscales. La relance de la consommation a renforcé l'optimisme des producteurs. L'efficacité marginale du capital a donc été dopée, avec tous les excès que l'on pouvait attendre d'une telle convergence de moyens. Mais l'insuffisance d'épargne intérieure et la résistance des concurrents asiatiques ont peu à peu insinué le doute dans les esprits quant aux chances de réussite d'une opération aussi coûteuse.

Dans un monde concurrentiel il y a deux portes de sortie pour rétablir la capacité compétitive d'un pays ; par le haut, avec une productivité renforcée, ce qui valide *a posteriori* les anticipations boursières favorables ; ou par le bas, en dévaluant la monnaie, ce qui fait subir une perte aux placements étrangers. Les Etats-Unis n'ont pu éviter de passer par la deuxième porte, mais s'efforcent encore d'atteindre la première. Les conséquences sur leurs partenaires européens sont lourdes. Ceux-ci n'ont pas les mêmes raisons qu'ont eues les Américains de croire à un sursaut durable de l'efficacité marginale du capital. Ils ont pu y croire un moment quand leurs monnaies se sont trouvées sous-évaluées vis-à-vis du dollar en 1984-1985, puis quand le cours du pétrole s'est effondré. Mais les rigidités structurelles, l'euro-sclérose, n'ont été qu'entamées, et surtout les monnaies sont à nouveau surévaluées.

Le paradoxe apparent qui résulte de la situation internationale des années quatre-vingt, c'est que le progrès technique n'a sans doute jamais été aussi puissant, mais que son incorporation dans le capital se fait de façon si inégale dans le monde qu'il tend en moyenne à déprimer, plutôt qu'à relancer, les anticipations sur le rendement du capital. Cela tient à ce que les pays où les rigidités structurelles sont les moindres ont été aussi ceux qui, compte tenu des taux de change, distribuaient les salaires les plus faibles. Du fait des excédents commerciaux accumulés par eux, tout se passe comme si pour l'ensemble du monde l'on répondait à la baisse de l'incitation à investir par la baisse des salaires nominaux.

L'autre point d'analyse concerne la montée de l'endettement rapporté au PIB, dont on a vu qu'elle a été particulièrement nette aux Etats-Unis, mais aussi très générale à l'étranger. Ceci relativise la portée des théories bâties dans un contexte où les crédits bancaires n'avaient guère d'autonomie du fait de l'ancrage des politiques monétaires sur un étalon de change servant de prix de référence. Toutefois cette portée s'est probablement renforcée à nouveau lorsque la politique américaine est devenue plus restrictive afin de stabiliser les changes. Alors le poids de l'endettement accumulé dans l'espoir d'échapper à la crise se fait d'autant plus sentir et constitue une menace d'aggravation de la récession. C'est l'effet de levier négatif.

Si l'on se tourne du côté des patrimoines accumulés par les agents privés, ceux-ci ont atteint, tout comme l'endettement, des niveaux élevés en proportion des revenus courants. L'opinion que l'on peut porter sur leur sécurité, c'est-à-dire leur capacité à conserver leur valeur réelle, n'est que le reflet du sentiment de fragilité qui résulte de la montée des dettes. On peut avancer qu'il s'agit pour une large part d'une épargne forcée, qui n'a pas été accompagnée d'une réduction de la préférence pour la liquidité. C'est en ce sens que le monde continue à souffrir d'une insuffisance d'épargne.

Croissance ralentie et inflation modérée en 1988 et 1989

Dans le monde

Le risque de récession aux Etats-Unis...

L'analyse de l'environnement international est dominée depuis plus d'un an par la perspective d'une entrée prochaine en récession de l'économie américaine. Ce risque, largement évoqué dans nos deux précédentes chroniques de conjoncture, semble paradoxalement moins présent cinq mois après le krach boursier d'octobre.

Schématiquement la discussion peut être résumée ainsi : en l'absence d'orientation très restrictive de la politique budgétaire, le danger principal pour l'économie américaine réside dans une remontée des taux d'intérêt susceptible d'étouffer la croissance de la demande intérieure. Cette remontée des taux d'intérêt peut résulter soit d'une résurgence des tensions inflationnistes, soit d'une réduction du volume de l'épargne étrangère spontanément mise à la disposition de l'économie. En 1986 deux éléments majeurs avaient permis de conjurer ce risque en dépit de la dépréciation du dollar : le vote en décembre 1985 de la loi Gramm-Rudman-Hollings, qui fixait un calendrier de diminution des besoins de financement du Trésor américain, et le début, le même mois, de la chute des cours du pétrole, qui relançait le mouvement de désinflation aux Etats-Unis comme dans la plupart des grands pays industrialisés.

Ce climat conjoncturel, propice à la détente des taux et à la reprise de l'activité, n'allait pas durer. Dès la fin de 1986 et le début de 1987 quatre éléments venaient relancer les anticipations inflationnistes et favoriser le relèvement des taux d'intérêt :

— le prix du pétrole, qui se redressait à 15 dollars le baril en août 1986, puis à 18 dollars en décembre, cessait de faire contrepoids à l'augmentation du prix des importations de produits manufacturés liée à la baisse du dollar, révélant les pressions inflationnistes existant dans l'économie ;

— la bonne tenue de la demande intérieure, résultant des gains importants de pouvoir d'achat intervenus en 1986 et de la décrue des taux d'intérêt, s'ajoutait à la forte reprise des exportations et risquait de provoquer rapidement des tensions sur les capacités de production, tout en freinant le rétablissement du solde commercial ;

— la réduction du déficit budgétaire, préconisée par la loi Gramm-Rudman-Hollings, s'avérait bien plus difficile que prévu et les perspectives de diminution des besoins de financement du secteur public semblaient compromises à l'approche des élections de 1988 ;

— la stabilisation prématurée du dollar, voulue par les accords du Louvre, n'était pas avalisée par les marchés et provoquait de nouvelles tensions sur les taux d'intérêt.

Dans ces conditions un étouffement rapide de la demande intérieure semblait prévisible, que les gains de parts de marché des entreprises américaines ne pourraient compenser dans un contexte de croissance encore lente de la demande mondiale.

...s'éloigne avec la résorption des tensions inflationnistes...

Ce panorama général s'est modifié de façon substantielle à la suite du krach boursier. Tout d'abord les autorités monétaires des principaux pays industrialisés ont dû réagir en injectant des liquidités, autorisant une baisse générale des taux d'intérêt, qui a contribué à soutenir l'activité. La nouvelle vague de défiance vis-à-vis du dollar — qui a perdu 10 % vis-à-vis du yen et du DM entre octobre et décembre 1987 — donnait ensuite une nouvelle impulsion aux exportations américaines et ce alors même que les importations mondiales s'accéléraient. Enfin le recul du prix du pétrole depuis un point haut de 20 dollars le baril (de mer du Nord) en juillet 1987 jusqu'à 14 dollars au début du mois de mars 1988 fournissait de nouvelles marges de désinflation à l'économie, tout en soutenant globalement la demande intérieure.

L'économie américaine peut-elle se maintenir au cours des prochains semestres sur le sentier de croissance lente qu'elle semble emprunter en ce début d'année 1988 ? Une réponse positive suppose en premier lieu une triple absence de tensions sur les capacités de production, sur le marché du travail et sur les cours des produits de base. Examinons brièvement ces différents points.

Le prix du pétrole et les cours des matières premières se stabiliseront au cours des prochains trimestres

Le recul du prix du pétrole a véritablement commencé au dernier trimestre 1987. La montée des cours au-dessus de 20 dollars le baril pendant l'été avait été provoquée par l'aggravation de la situation dans le Golfe Persique (juillet) et les émeutes de La Mecque (août). Jusque-là les pays de l'OPEP avaient dans l'ensemble respecté le plafond de production défini en décembre 1986 et s'étaient permis, lors de leur conférence de juin 1987, un modeste relèvement de ce plafond de 5 % au second semestre. Le fort mouvement de stockage dans l'OCDE au troisième trimestre et le rétablissement rapide de la capacité d'exportation de l'Irak — non signataire des accords de limitation de la production — ont fait voler ce dispositif en éclats. Sur l'ensemble du second semestre la production des treize pays de l'OPEP a dépassé le plafond fixé en juin 1987 de 2,4 millions de barils par jour (mbj), soit 15 %.

L'Irak est responsable d'un tiers de ce dépassement, le Koweït et surtout les Emirats Arabes Unis de la moitié environ. L'Arabie Saoudite, conformément à ses déclarations antérieures, s'est contentée de respecter son quota. Autorisés dans un premier temps par le gonflement de la demande spéculative, ces dépassements ont commencé à peser sur les prix en fin d'année, les stocks de l'OCDE atteignant le niveau exceptionnellement élevé de 99 jours de consommation future à la fin de décembre 1987. La clémence de l'hiver a continué à déprimer les cours au premier trimestre de 1988 en dépit des ajustements à la baisse de la production OPEP intervenus en décembre et janvier.

Cette baisse des cours est-elle susceptible de se prolonger ou peut-on attendre une stabilisation prochaine à un bas niveau ? On peut proposer une réponse en deux temps :

- Premièrement un effondrement des cours comparable à celui de 1986 ne nous semble guère probable : une telle évolution s'inscrirait en effet dans un scénario de guerre des prix alimentée par un accroissement massif de la production saoudienne, ce qui n'est pas le cas actuellement. Si l'Arabie Saoudite refuse désormais d'assumer au nom de l'Organisation le rôle de producteur tampon, elle s'est efforcée jusqu'à présent de respecter son quota de production et a fait clairement pression sur ses alliés du Golfe pour qu'ils modèrent leurs rythmes d'extraction. La conciliation des intérêts à court et à long terme de l'Arabie Saoudite passe par la stabilisation des prix dans une fourchette comprise entre 15 et 20 dollars le baril, non par leur effondrement.

- Cette stabilisation suppose toutefois que l'offre de pétrole OPEP s'ajuste à la demande qui lui est adressée. A cet égard la phase délicate que traverse actuellement le marché pétrolier pourrait n'être que temporaire. En dehors de toute hypothèse particulière sur les stocks, sur les exportations nettes des pays de l'Est et les importations nettes des autres pays en développement (hors OPEP), la demande de pétrole adressée à l'OPEP pourrait s'accroître de façon significative (un peu plus de 1 mbj) d'ici la fin de 1989, en dépit de perspectives modestes de croissance économique dans l'OCDE. La poursuite de la hausse de la consommation de pétrole (0,8 % en 1988, après 1,4 % en 1987) et du déclin de la production pétrolière de l'OCDE (- 5 % d'ici la fin de 1989) sont à l'origine de ce mouvement. Le respect des engagements pris par les pays de l'OPEP, à l'exception de l'Irak, en sera facilité. Compte tenu de la baisse de la production OPEP déjà intervenue depuis décembre (- 10 % en deux mois, soit près de 2 mbj) l'écart qui subsistait entre offre et demande sur le marché pétrolier au premier trimestre 1988 est extrêmement réduit et peut intégralement être imputé aux conditions climatiques. Les pressions à la baisse sur le marché pourraient disparaître dès le deuxième trimestre avec l'arrêt du destockage saisonnier des compagnies pétrolières. La stabilisation du prix du baril à 16 dollars en 1988, après 18,4 dollars en 1987, nous semble donc l'hypothèse la plus probable.

Les cours en dollars des matières premières non énergétiques, qui se sont nettement redressés en 1987 (+ 6,6 %), notamment au second semestre, pourraient connaître une évolution plus modérée en 1988.

L'envolée des cours des matières industrielles (+ 45 % entre août 1986 et décembre 1987) faisait suite à un mouvement de restructuration intense de l'offre dans ce secteur, après la forte baisse des prix dans la première partie de la décennie. La reprise de la production industrielle de l'OCDE à partir du second semestre 1986, conjuguée à la baisse du dollar, avait ainsi provoqué une résorption rapide des stocks et même l'apparition de pénuries à court terme sur certains marchés. Le redressement des prix, qui ont rejoint en décembre 1987 leur niveau de janvier 1980, a cependant déjà entraîné une reprise de la production qui compromet de nouvelles hausses.

Les cours des produits alimentaires, qui avaient continué à baisser jusqu'en août 1987, se sont aussi redressés dans les derniers mois de 1987. L'annonce de campagnes 1987-1988 déficitaires à la fois en céréales, en oléagineux et en sucre, explique ce mouvement. Le rétablissement en octobre 1987 des quotas dans le cadre de l'accord sur le café et les réductions de production décidées à trois reprises par la suite ont permis d'interrompre la baisse du prix du café, tandis que l'absence d'accord international sur le cacao continuait à déprimer les cours de ce produit. Ce début de rétablissement des cours des matières alimentaires devrait se confirmer en 1988. Au total l'indice global hors énergie des prix des matières premières exprimés en dollars progresserait de 15 % en moyenne annuelle en 1988. Cette forte hausse traduit des acquis en début de période et une stabilisation par la suite.

Les tensions inflationnistes internes resteraient modérées

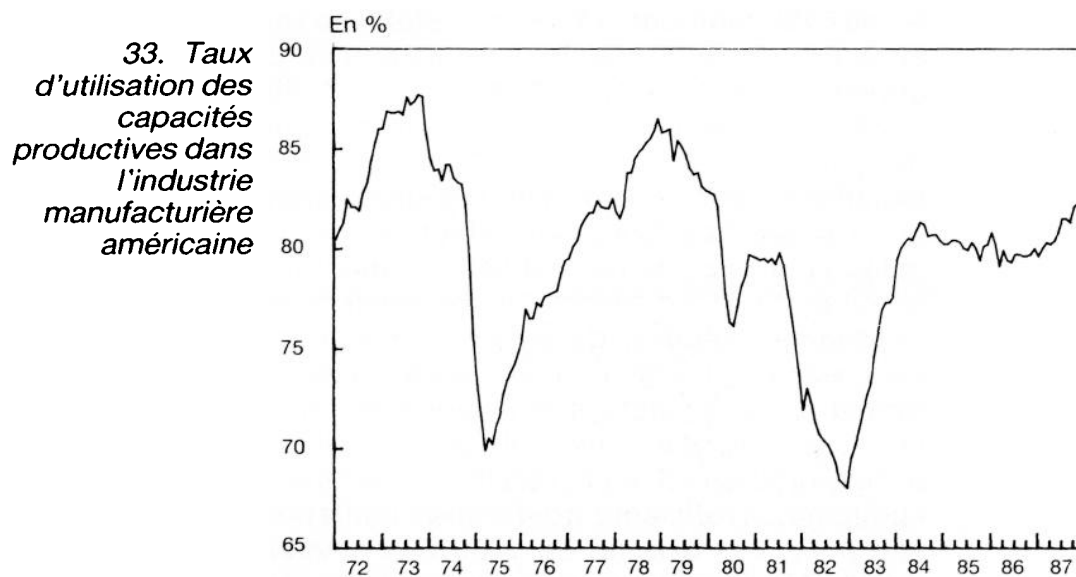
Le risque de dérapage inflationniste aux Etats-Unis, perçu par de nombreux observateurs depuis plusieurs trimestres, semble aujourd'hui pouvoir être écarté. Ce risque découlait principalement des tensions susceptibles d'apparaître sur le marché du travail au fur et à mesure que l'économie s'approchait du taux de chômage considéré comme de « plein emploi ». Les économistes américains s'accordaient ces dernières années à situer ce taux à 6 % environ de la population active. Or le taux de chômage, qui s'était stabilisé autour de 7 % entre la mi-1984 et la fin de 1986, décline régulièrement depuis le début de 1987 et a atteint 5,7 % en février 1988, soit son plus bas niveau depuis janvier 1979. Les créations nettes d'emplois ont été soutenues, notamment dans les services (+ 2,4 millions en 1987) mais aussi dans l'industrie manufacturière (+ 406 000). L'évolution récente des salaires, l'élévation de la durée hebdomadaire effective du travail et les négociations salariales vont dans le sens d'une augmentation un peu plus soutenue des rémunérations en 1988. Ce mouvement sera toutefois freiné par l'accroissement régulier de la population active, dont la progression dépassera encore 1,5 % l'an en 1988. Ceci pourrait permettre d'éviter la formation de goulots d'étranglement sur le marché du travail, que fait craindre l'évolution favorable de l'activité dans les secteurs performants à l'exportation. Il n'en résulterait qu'une faible diminution du taux de chômage, insuffisante pour attiser l'inflation salariale. Ce taux atteindrait son point bas à la fin de 1988 aux environs de 5,5 % de la population active. Le taux de salaire horaire dans l'industrie s'accroîtrait ainsi de 3,5 % en 1988, après 2,5 % en 1987 (tableau 10).

10. Population active, emploi et taux de chômage aux Etats-Unis

Milliers et pourcentages

	Population active		Emplois		Chômage		
	Milliers	t/t-1	Milliers	t/t-1	Milliers	Taux	
1980	106 974	1,9	99 303	0,5	7 671	7,2	
1981	108 676	1,4	100 400	1,1	8 276	7,6	
1982	110 244	1,6	99 529	- 0,9	10 715	9,7	
1983	111 461	1,1	100 823	1,3	10 638	9,5	
1984	113 531	1,9	105 004	4,1	8 524	7,5	
1985	115 464	1,7	107 154	2,0	8 310	7,2	
1986	117 834	2,1	109 597	2,3	8 237	7,0	
1987	119 850	1,7	112 440	2,6	7 410	6,2	
1988	121 779	1,6	114 868	2,2	6 911	5,7	
1989	123 554	1,5	116 431	1,4	7 123	5,8	
1987	S1	119 389	0,9	111 709	1,4	7 680	6,4
	S2	120 311	0,8	113 170	1,3	7 141	5,9
1988	S1	121 292	0,8	114 318	1,0	6 974	5,7
	S2	122 265	0,8	115 418	1,0	6 847	5,6
1989	S1	123 184	0,8	116 169	0,7	7 015	5,7
	S2	123 924	0,6	116 692	0,5	7 232	5,8

Sources : Survey of Current Business, prévisions OFCE.



Source : US Department of Commerce.

L'évolution favorable de la productivité dans l'industrie en 1987 a limité l'augmentation des prix de production que le renchérissement des importations et les tensions éventuelles sur les capacités productives semblaient à même de provoquer. Le taux d'utilisation des capacités de production restait toutefois sensiblement inférieur en février 1988 à son point maximal de 86 % (graphique 33).

Compte tenu de ces différents éléments et notamment des effets de la récente baisse du prix du pétrole sur les coûts des consommations intermédiaires, les prix à la consommation augmenteraient en moyenne annuelle de 4,5 % en 1988 après 3,7 % en 1987.

...tandis que la politique économique sera modérément restrictive jusqu'aux élections de novembre 1988

L'absence de dérapage des variables nominales fournira des marges de manœuvre précieuses à la politique monétaire. Celle-ci restera toutefois sensible à l'évolution des besoins de financements externes de l'économie et aux tensions susceptibles d'en découler sur le change. L'exécution des engagements de réduction du déficit budgétaire pris en novembre 1987 sera déterminante à cet égard. En septembre 1987 les prévisions officielles faisaient état d'un déficit de 177 milliards de dollars pour l'exercice fiscal 1988, après 150 milliards en 1987 et 220 milliards en 1986. L'accord entre l'exécutif et le Congrès, qui a suivi le krach boursier, portait l'objectif à 147 milliards en 1988 et 129 milliards en 1989, soit des niveaux conformes aux plafonds fixés par la loi Gramm-Rudman-Hollings dans sa version révisée de septembre 1987 (tableau 11).

11. Déficit fédéral des Etats-Unis (année fiscale : 1^{er} octobre-30 septembre)

1987	Prévisions officielles	1988	1989
150,4	Déficit initial (septembre 1987)	176,7	175,5
	Réductions proposées le 20 novembre 1987 ...	30,0	46,0
	Estimations du déficit (février 1988) ⁽¹⁾	146,7	129,5
144,0	Objectifs GRH (septembre 1987)	144,0	136,0
+ 20,1	Effets de la réforme fiscale sur les recettes budgétaires totales ⁽²⁾	- 5,0	- 14,6
- 11,7	• ménages	- 28,5	- 42,6
+ 31,4	• entreprises	+ 23,0	+ 27,7
+ 0,4	• divers	+ 0,5	+ 0,3

Sources : Survey of Current Business, Ambassade des Etats-Unis, calculs OFCE.

(1) Les estimations reposent sur les prévisions officielles de la Maison Blanche à savoir une croissance du PNB de 2,4 % en 1988 et 3,5 % en 1989 en glissement (T4/T4). Calculées sur la même base nos prévisions se chiffrent par une croissance de 0,7 % en 1988 et 0,4 % en 1989.

(2) Estimations officielles de septembre 1987.

Les effets négatifs de la réforme fiscale de l'automne 1986 sur les recettes budgétaires joueront pleinement en 1988 et 1989 et se traduiront par une moins-value de 5 puis 15 milliards sur les recettes pour chacune de ces deux années. Ces prévisions officielles sont toutefois fondées sur des hypothèses d'activité de 3 % l'an, qui semblent peu réalistes. A niveau de dépenses publiques inchangées l'amputation des recettes fiscales qui résulterait d'une croissance du PNB inférieure de plus de moitié sur deux ans — soit 1,9 % en 1988 et 0,6 % en 1989 — dépasserait 50 milliards de dollars à la fin de l'exercice 1989. Le déficit fédéral pourrait ainsi approcher 160 milliards de dollars en 1988 et 170 milliards en 1989. Les effets négatifs sur l'activité de la politique budgétaire seraient donc limités en 1988. En revanche de nouvelles mesures correctives interviendraient probablement après les élections de novembre et la politique budgétaire deviendrait alors plus restrictive. Les marges de baisse des taux d'intérêt seront dans ces conditions limitées en 1988, mais le risque d'une remontée des taux semble également pouvoir être écarté, d'autant que les autorités monétaires resteront attentives à l'évolution de la Bourse.

La décélération de la demande finale se poursuivra en 1988

La progression soutenue de l'emploi permettra une progression encore rapide, supérieure à 6 %, de la masse salariale en 1988. Les effets de la réforme fiscale joueront par ailleurs plus nettement qu'en 1987. La réduction de l'impôt sur les revenus payés par les ménages, qui doit résulter de la nouvelle simplification de la structure des taux (deux tranches de 15 et 28 % à partir de 1988), est estimée à 50 milliards de dollars pour 1988 comme pour 1989. L'autre volet de la réforme en ce qui concerne les ménages élargit la base d'imposition et annule un quart environ des gains évoqués ci-dessus sur deux ans. Le revenu disponible brut progressera donc suffisamment pour autoriser à la fois une augmentation de la consommation privée, de l'ordre de 1 % en 1988, après 1,8 % en 1987, et une reconstitution de l'épargne des ménages, probable après les pertes patrimoniales d'octobre 1987. Le taux d'épargne des ménages s'établirait à 4,5 % en 1988 après 3,8 % en 1987, confirmant le redressement intervenu au dernier trimestre de 1987.

L'évolution de l'investissement productif résultera en 1988 de plusieurs effets contradictoires. D'un côté, en effet, les parts des entreprises américaines continueront d'augmenter sur des marchés en expansion, lente à l'intérieur, plus soutenue à l'extérieur. Les marges de capacités disponibles sont limitées et devront être élargies dans les branches les plus saturées. Le financement des dépenses d'équipement sera en outre facilité par la forte progression des profits en 1987 et par la détente d'ores et déjà intervenue des taux d'intérêt. En sens inverse un risque d'attentisme existe, du fait des incertitudes pesant sur l'orientation de la politique économique au-delà des élections. Le risque d'une restriction budgétaire pourrait décourager l'investissement dans les secteurs peu tournés vers les marchés extérieurs. Par ailleurs les répercussions défavorables de la réforme fiscale sur les entreprises joueront un

rôle essentiel et semblent avoir déjà affecté les décisions d'investissement des industriels pour 1988 ⁽⁸⁾. L'enquête la plus récente réalisée par le Département du commerce au cours des mois d'octobre et novembre 1987 permet d'anticiper une contraction des dépenses d'équipement pendant la deuxième moitié de 1988 après un premier semestre dynamique. La progression sur l'ensemble de l'année resterait toutefois élevée (+ 5,5 %) en raison de l'acquis enregistré à la fin de 1987. L'investissement en logement, qui a baissé en 1987, ne semble pas devoir se redresser au regard des mises en chantier, en déclin régulier et des enquêtes réalisées auprès des ménages relatives à leurs intentions d'achat dans ce domaine. La FBCF totale progresserait ainsi de 2,2 % en 1988 en moyenne annuelle, ce chiffre masquant toutefois une régression dans la seconde partie de l'année.

La balance commerciale ne s'améliorera nettement en valeur qu'à partir du second semestre 1988

Le déficit de la balance commerciale américaine s'est encore accentué en 1987, dépassant 170 milliards de dollars. La poursuite de la dégradation des termes de l'échange des produits manufacturés (- 3 %, comme en 1986), la hausse du prix du pétrole et la progression encore soutenue du volume des importations, notamment au second semestre, expliquent cette mauvaise performance. La dépréciation de 10 % du dollar, qui a suivi le krach d'octobre, provoquera une nouvelle détérioration des termes des échanges industriels, de l'ordre de 1,5 % au premier semestre 1988. En dépit d'une poursuite des gains de parts de marché à l'exportation et d'une stabilisation des importations en volume, le déficit des échanges de produits manufacturés resterait au même niveau qu'au second semestre de 1987, soit 12 milliards de dollars par mois environ. L'amélioration du commerce de marchandises proviendra principalement au cours de cette période de la baisse du prix des importations énergétiques. Toutefois, compte tenu de l'augmentation rapide des volumes importés, le gain ne dépasserait pas 3 milliards sur l'ensemble du premier semestre de 1988.

Ces chiffres supposent bien sûr l'absence de nouvelles tensions sur les taux de change au cours de cette période. Les interventions conjointes et massives des banques centrales dans la première semaine de janvier avaient permis d'interrompre la baisse du dollar et de stabiliser les cours de la devise américaine autour de 128 yen et 1,68 DM. La participation du FED, tranchant avec sa relative passivité en 1987, avait contribué activement au succès de l'opération. Cette stabilisation des taux de change, effective au cours du premier trimestre 1988, semble pouvoir se prolonger encore quelques mois, les engagements budgétaires pris en décembre, la détermination affichée par les banques centrales en janvier et l'érosion du prix de pétrole étant de nature à

(8) Les charges fiscales pesant sur les entreprises s'alourdiront malgré l'abaissement des taux d'imposition dont elles bénéficieront (46 % en 1986, 40 % en 1987 et 34 % en 1988). Deux mesures tendent en effet à augmenter le coût du capital : la modification du régime de l'amortissement et la suppression du crédit d'impôt à l'investissement qui avait été institué en 1981.

rassurer les marchés. La lenteur de l'amélioration du solde commercial pourrait toutefois provoquer de nouvelles tensions au milieu de l'année 1988. Les anticipations baissières seraient alors d'autant plus vives que les réserves de change en devises du FED étaient pratiquement épuisées à la fin janvier et que de nouvelles interventions supposeraient des emprunts en devises ou une réduction des réserves en or, l'un et l'autre peu probables. Le dollar pourrait alors glisser jusqu'à 120 yen et 1,60 DM au quatrième trimestre 1988. Les attaques contre la devise américaine entraîneraient une tension passagère sur les taux d'intérêt au troisième trimestre. Celle-ci serait toutefois promptement enrayée par les autorités monétaires, peu contraintes par une demande de crédit privée moins soutenue et par des anticipations inflationnistes modérées.

Le ralentissement spontané de la demande intérieure pèsera de plus en plus sur les volumes importés au second semestre 1988. Dans ces conditions le solde commercial en valeur s'améliorerait nettement en fin d'année, des déficits mensuels inférieurs à 10 milliards de dollars étant envisageables dès le quatrième trimestre 1988. Les tensions sur les changes se résorberaient ainsi rapidement et une stabilisation aux niveaux atteints en fin d'année paraît plausible en 1989. Le déficit commercial diminuerait dans ces conditions d'une douzaine de milliards en 1988 (à 160 milliards) et de 40 en 1989 (à 120 milliards).

Au total le PNB américain progresserait de 2 % en 1988, grâce au dynamisme des exportations de biens et services (+ 14 % en volume), la demande intérieure restant déprimée sur l'ensemble de l'année. En 1989 la poursuite de la décélération du marché intérieur et le ralentissement des exportations ramèneront la croissance de l'activité en dessous de 1 %.

L'intense redistribution des parts de marché...

Fortement conditionnée par le redressement de la compétitivité et la modération de la demande intérieure, l'amélioration attendue de la balance commerciale américaine — d'une cinquantaine de milliards en deux ans — exercera un effet restrictif sur l'activité du reste du monde. La redistribution des parts de marché au profit des Etats-Unis, amorcée à la fin de 1986, s'accélèrera en 1988 et se poursuivra en 1989. En deux ans la part des entreprises américaines dans les importations mondiales de produits manufacturés pourrait progresser de 12 % en volume. Les gains des NPIA, qui approchaient 15 % l'an en 1986 et 1987, seront moins importants, du fait de la contraction des importations américaines et des effets retardés de l'appréciation de leurs monnaies. Ils pourraient revenir au rythme de 7 à 8 %, qui était le leur à la fin des années 70 et au début des années 80. Les pertes agrégées des principaux pays industrialisés en dehors des Etats-Unis (Japon et CEE à 6) atteindraient 4 % en cumul sur les deux années, en retenant une légère détérioration de la position du reste du monde (– 0,5 % l'an en 1988 et 1989, comme en 1986-1987) (tableau 12).

De même qu'en 1986-1987 les pertes de la RFA seront inférieures de moitié à celles du Japon en raison des effets de structure des

**12. La redistribution des parts de marché en volume :
produits manufacturés ^(a)**

	Valeur des exportations en 1987 en Mds \$	Variation des parts dans le commerce mondial de produits manufacturés en volume et en %	
		Cumul 1986-1987	Cumul 1988-1989
Etats-Unis	168	+ 1,4	+ 12,0
Japon	226	- 11,4	- 5,5
RFA	251	- 5,3	- 3,0
5 pays européens ^(b)	423	- 2,5	- 3,5
Sous-total 7 pays ..	900	- 5,7	- 4,0
4 NPIA	145	+ 30,7	+ 15,0
Reste du monde ...	500	- 1,0	- 1,0

Sources : OCDE série A, GATT, calculs OFCE.

(a) Les variations des parts de marchés en volume sont calculées en rapportant la progression des exportations du pays considéré à celle du commerce mondial de produits manufacturés.

(b) France, Italie, Royaume-Uni, Belgique, Pays-Bas.

exportations par produits et par marchés, le Japon subissant davantage la concurrence des NPIA et des Etats-Unis au sein de la « zone dollar ». Pour les deux pays l'effet de l'appréciation des monnaies, très sensible en 1987, s'atténuera en 1988 et deviendra minime en 1989 du fait de la stabilisation progressive des taux de change. Compte tenu des différentiels d'inflation toujours négatifs avec les Etats-Unis et les autres grands pays industrialisés, ces deux pays pourraient même bénéficier d'une légère amélioration de leur compétitivité en fin de période. Dans le reste de l'Europe le fait marquant sera le « retour à la normale » des exportations du Royaume-Uni après les excellentes performances enregistrées en 1987 (+ 7,3 % en volume pour les produits manufacturés). L'appréciation de la livre sterling vis-à-vis du DM qui a eu lieu depuis février 1987 (+ 10 % en mars 1988) pèsera en effet sur la compétitivité des entreprises britanniques en 1988 et 1989.

...freinera l'activité en Europe

L'Europe, bien que perdant moins de parts de marché que le Japon, maintiendra un rythme de croissance économique inférieur de moitié à celui du Japon en 1988. Le contraste entre le dynamisme du Royaume-Uni et surtout de l'Espagne et la langueur de l'activité en RFA et dans les pays du Bénélux continuera de caractériser la situation européenne au cours des prochains semestres, l'Italie se rapprochant désormais davantage du second groupe de pays. L'appréciation des monnaies, y compris de la livre sterling, et la poursuite de la pénétration étrangère

seront les principaux facteurs de ralentissement de l'activité, donc de l'emploi et de la demande intérieure, en l'absence d'actions compensatrices majeures des politiques économiques.

Les politiques budgétaires des grands pays européens seront certes délibérément un peu plus expansives ou un peu moins restrictives qu'en 1987, mais cette réorientation ne porte globalement que sur un ou deux dixièmes de point de PNB. En RFA l'accentuation prévue du déficit des administrations publiques de 0,6 point de PNB en 1988, qui est imputable pour moitié à la faiblesse de l'activité, a dissuadé les autorités d'aller au-delà des mesures de réduction d'impôts décidées dans le cadre de la réforme fiscale 1986-1988. L'effet de ces allègements fiscaux sera progressivement gommé par la non-indexation sur l'inflation des tranches du barème de l'impôt. La volonté affichée de réduire le déficit en 1989 semble de même exclure toute anticipation de la réforme fiscale programmée pour les années quatre-vingt-dix⁽⁹⁾. Au Royaume-Uni des allègements fiscaux de l'ordre de 1 % du PNB ont été finalement décidés au profit des ménages pour l'année budgétaire 1988-1989. Ces mesures, attendues, vont de pair avec une refonte globale de la fiscalité directe (réduction du nombre des tranches d'imposition). Elles ont été permises par l'amélioration spectaculaire des comptes du secteur public en 1987, qui sont revenus à l'équilibre sous l'effet de l'accélération de la croissance économique et des bons résultats financiers du programme de privatisations. Dans tous les autres pays européens, à l'exception de l'Espagne et de la Suède, la politique budgétaire sera délibérément restrictive en 1988.

Les politiques monétaires resteront contraintes par la fragilité des équilibres externes dans la plupart des pays européens. En RFA, en revanche, les baisses de taux intervenues depuis l'automne 1987 et l'abandon de l'objectif de « quantité de monnaie banque centrale »⁽¹⁰⁾ semblent témoigner d'une conduite plus pragmatique de la politique monétaire à la suite du krach boursier. La baisse du dollar prévue pour le milieu de l'année devrait entraîner une légère détente des taux d'intérêt à long terme au second semestre 1988.

Modérément soutenue par la politique économique, la consommation des ménages allemands sera affectée par la faible progression, puis la diminution, de l'emploi, tandis que les salaires augmenteront à un rythme modéré (+ 2 % au 1^{er} mars 1988 et au 1^{er} août 1989 aux termes, par exemple, de l'accord récent signé dans la sidérurgie). Au Royaume-Uni les gains de pouvoir d'achat seront entamés par un rythme d'inflation plus rapide (5,3 % en glissement en 1988, après 4,1 % en 1987) tandis que la progression de l'emploi sera freinée par la décélération des exportations. Les besoins de reconstitution de l'épargne des ménages à la suite du krach boursier seront nettement plus sensibles que dans les autres pays européens, accentuant le redressement du taux d'épargne, qui pourrait passer de 6,3 à 7,5 % en moyenne

(9) Le contenu et l'orientation de la politique budgétaire allemande ont été discutés par Richard Wind dans « RFA : Un attentisme de rigueur », *Revue de l'OFCE*, n° 22, janvier 1988.

(10) Très sensible à l'augmentation de la préférence pour la liquidité dans une période d'inflation quasiment nulle et de faibles taux d'intérêt, cet agrégat devenait inadéquat et nuisait à la crédibilité de la politique monétaire. Il a été remplacé par M3 en janvier 1988.

annuelle, tandis que ce taux resterait pratiquement stable un peu au-dessus de 13 % en RFA. La consommation des ménages reviendrait ainsi de + 5 % en 1987 au Royaume-Uni à + 3 % en 1988, soit un rythme encore supérieur à celui de la RFA (+ 2,6 % en 1988, après + 2,9 % en 1987).

L'investissement productif restera soutenu au Royaume-Uni (+ 4 %) du fait des tensions sur les capacités de production, et se ralentira en RFA (+ 2,5 %) où les décisions des entreprises dans ce domaine sont fortement conditionnées par l'évolution de la compétitivité externe. Au total le PNB progresserait de 1,7 % en RFA en 1988, comme en 1987, et de 0,8 % en 1989. Au Royaume-Uni la croissance économique reviendrait à 2,5 % en 1988 et 2 % en 1989, après 3,5 % en 1987.

La croissance économique restera soutenue au Japon et dans les NPI asiatiques

L'économie japonaise a retrouvé en 1987 son rythme de croissance tendanciel tel qu'on peut le mesurer sur la période 1975-1986, soit 4 %, après 2,5 en 1986. Cette amélioration, qui intervient malgré une contribution fortement négative des échanges extérieurs, résulte du dynamisme conjugué de l'investissement, tant public que privé, et de la progression rapide du pouvoir d'achat des ménages favorisée par la hausse des termes de l'échange. Le sentier de croissance ainsi défini semble pouvoir se prolonger en 1988 et, dans une moindre mesure, en 1989, la politique budgétaire maintenant son orientation expansionniste et les effets favorables de l'appréciation du yen sur la demande privée continuant de s'exercer. En dépit d'importantes pertes de parts de marché à l'exportation et d'une poursuite de l'augmentation du taux de pénétration du marché intérieur, le PNB japonais progresserait de 3,7 % en 1988 et 3 % en 1989.

Dans les NPIA l'expansion sera modérée par l'appréciation des monnaies vis-à-vis du dollar et/ou le ralentissement des marchés d'exportation traditionnels. Les rythmes de croissance économique reviendraient ainsi de 12 à 7 % en moyenne en 1988. La progression des importations resterait toutefois soutenue tant du fait des politiques d'ouverture imposées de l'extérieur que des pressions croissantes des populations pour un accès plus large aux biens de consommation durables.

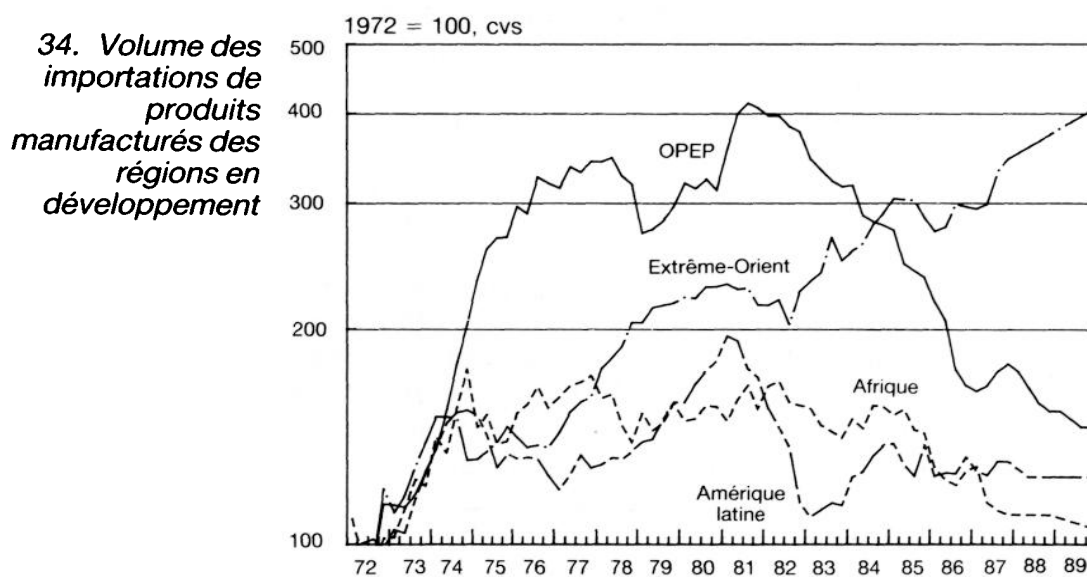
La demande des pays en développement cessera de contribuer à l'accroissement du commerce mondial

Le redressement au second semestre de 1987 des importations de produits manufacturés de l'ensemble des pays en développement, OPEP et NPIA inclus, n'est pas appelé à durer. La forte baisse du prix du pétrole et la dépréciation supplémentaire du dollar à la fin de 1987 correspondent à une nouvelle amputation d'un quart de la capacité d'importation des pays de l'OPEP. Le volume des importations de cette

zone s'ajustera à la baisse dès le premier semestre 1988. Le maintien des prix autour de 15-16 dollars le baril jusqu'à la fin de la période couverte par cette prévision et une production plafonnée se traduiront par une baisse des importations en volume de 13 % en deux ans.

En Afrique et en Amérique latine (hors OPEP) les importations resteront contraintes par la charge des transferts négatifs de ressources supportée par ces régions en l'absence de reprise des financements extérieurs nets ou d'allègement substantiel des dettes et de leur service. La période récente a été marquée de ce point de vue par l'échec du plan de conversion d'une partie de la dette mexicaine en obligations à long terme garanties par le Trésor américain incorporant une décote significative par rapport à la valeur faciale des créances échangées par les banques. Six ans après le déclenchement de la crise de la dette et deux ans et demi après la présentation du plan Baker, le problème de la dette demeure entier, tant pour les gros débiteurs latino-américains que pour les pays africains, asphyxiés par la détérioration des termes de l'échange et la stagnation de l'effort réel d'aide au développement des pays de l'OCDE.

L'Extrême-Orient sera, grâce aux NPIA, la seule région en développement dont les importations progresseront rapidement en volume en 1988 et 1989. Globalement les importations des PED stagneront en moyenne annuelle en 1988 et 1989, ce qui correspond à une régression sensible (de 4 %) en glissement en 1988 (graphique 34).



Trois points méritent d'être soulignés à l'issue de cet exercice prévisionnel.

L'accélération du commerce international des produits manufacturés enregistrée au second semestre 1987 ne se poursuivra probablement pas au cours de 1988 et 1989. La baisse des termes de l'échange de la plupart des régions en développement d'une part, la contraction des

importations américaines d'autre part, freineront brutalement cette expansion dès le premier semestre 1988 et provoqueront une quasi-stagnation par la suite. Les acquis de la fin de 1987 sont tels toutefois qu'en moyenne annuelle, les importations mondiales progresseront de près de 6 % en 1988, les zones motrices restant, comme en 1987, la CEE et l'Extrême-Orient. Le ralentissement sera très marqué en revanche en 1989 pour les raisons évoquées ci-dessus, une progression supérieure à 1,5 % nous paraissant peu probable en moyenne annuelle.

Ces données sont compatibles avec un processus de résorption lente des déséquilibres des balances courantes des trois grandes nations commerçantes du monde. Cependant les 50 milliards de dollars d'amélioration en deux ans de la balance commerciale américaine ne se retrouveront vraisemblablement pas tous en balance courante, la charge des intérêts versés sur la dette extérieure augmentant plus vite que l'excédent des échanges de services. L'ajustement, lent en 1988, s'accélérerait aux Etats-Unis en 1989, la stabilisation des termes des échanges industriels laissant jouer pleinement les effets volumes. Il ne sera visible (en dollars) en RFA et au Japon qu'en 1989, une légère augmentation des soldes commerciaux et courants étant encore attendue en 1988. La détérioration du solde courant de l'OPEP et des autres pays de l'OCDE sera dans ces conditions l'une des contreparties, tant en 1988 qu'en 1989, du redressement des comptes extérieurs américains. Les déséquilibres sont ainsi reportés pour partie vers des zones qui n'ont pas nécessairement la capacité ou la volonté de les assumer, créant ainsi de nouveaux foyers potentiels de tension économique et financière. Le maintien probable d'importants excédents des quatre NPIA, situation tout à fait anormale pour des pays en développement, contribuera à freiner l'ajustement en cours (tableau 13).

13. Soldes commerciaux des Etats-Unis, du Japon et de la RFA

En milliards de dollars

	1986	1987	1988	1989
Etats-Unis	- 166	- 171	- 160	- 122
Japon	+ 93	+ 97	+ 102	+ 90
RFA	+ 52	+ 65	+ 68	+ 58

Sources : nationales, calculs et prévisions OFCE.

Le dernier point a trait à la nature particulière du cycle actuel de l'économie américaine. Par rapport aux cycles précédents, relativement courts et accusés, le cycle récent se caractérise à la fois par sa durée et la faiblesse de son amplitude. Ces deux éléments doivent être reliés à l'ouverture accrue de l'économie américaine dans les années quatre-vingt et aux fluctuations exceptionnelles du dollar au cours de cette période. Les mouvements du taux de change ont joué un rôle d'amortisseur des tendances spontanées de l'économie, tant à la hausse qu'à la baisse. Au cours de la phase de reprise en 1983-1984, l'appréciation du

dollar, en stimulant les importations et en réduisant les coûts des entreprises, a empêché l'économie de buter sur les capacités de production installées et d'être confrontée à un durcissement trop prononcé de la politique monétaire face au risque inflationniste. A l'inverse la dépréciation rapide de la devise américaine à partir de 1985, conjuguée à la baisse du prix du pétrole, a permis la poursuite, à un rythme certes ralenti, de la phase d'expansion. Dans une période de resserrement impératif de la politique budgétaire et de redressement prévisible du taux d'épargne des ménages, cette dépréciation transforme, par son ampleur, une récession certaine en un ralentissement marqué et prolongé de l'activité.

14. Etats-Unis

Equilibre des biens et services en volume (aux prix de 1982)	Niveau en 1986	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent											
	Unité : milliards de dollars 1982	1986		1987		1988		1989		1986	1987	1988	1989
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	2 450,5	1,8	2,4	0,1	1,1	0,4	0,5	0,4	0,2	4,2	1,8	1,1	0,7
Consommation publique	754,6	- 0,2	2,7	- 0,2	2,6	0,5	- 0,8	- 3,4	- 2,2	3,8	2,5	1,4	- 4,9
FBCF totale	640,2	0,2	0,6	- 2,0	5,8	0,8	- 2,8	- 0,6	1,2	1,8	1,2	2,2	- 1,4
dont :													
- Résidentielle	196,4	7,8	5,5	- 2,1	- 1,3	- 3,0	- 3,5	- 2,0	- 0,7	12,5	- 0,1	- 5,3	- 4,1
- Productive	443,8	- 2,7	- 1,5	- 1,9	9,0	2,4	- 2,5	0,0	2,0	- 2,3	1,7	5,5	- 0,3
Exportations de biens et services	377,4	2,0	3,5	5,8	9,7	6,5	5,1	3,4	1,2	3,3	12,8	14,2	6,6
Importations de biens et services	523,2	4,1	6,9	- 0,1	7,4	0,7	- 2,8	- 2,4	- 0,3	10,5	7,0	2,8	- 3,9
Variations des stocks en milliards de dollars 1982	+ 13,8	+ 31,7	- 4,2	+ 43,3	+ 32,3	+ 15,0	+ 5,0	+ 10,0	+ 10,0	+ 13,8	+ 37,8	+ 10,0	+ 10,0
PNB	3 713,3	1,8	0,6	1,6	1,9	0,7	0,4	0,4	0,1	2,9	2,9	1,9	0,6
Prix à la consommation		0,6	0,7	2,2	2,1	2,3	2,1	2,0	2,0	1,8	3,6	4,4	4,1
Solde courant en % du PNB		- 1,6	- 1,7	- 1,8	- 1,8	- 1,7	- 1,5	- 1,3	- 1,1	- 3,3	- 3,6	- 3,2	- 2,4

Sources : Department of Commerce, prévisions OFCE.

15. RFA

Equilibre des biens et services en volume (aux prix de 1980)	Niveau en 1986	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent											
	Unité : milliards de DM 1980	1986		1987		1988		1989		1986	1987	1988	1989
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	904,5	2,1	1,8	0,6	2,7	0,9	0,7	0,7	0,5	4,3	3,0	2,6	1,2
Consommation publique	322,4	0,1	1,9	- 0,1	1,5	0,6	0,6	1,0	1,0	2,3	1,6	1,6	1,8
FBCF totale	324,8	- 0,7	3,1	- 2,7	4,7	0,5	0,8	0,8	0,7	3,1	1,1	3,2	1,5
dont :													
- Equipement	135,8	3,0	- 1,8	5,4	0,0	1,7	1,7	1,4	1,4	4,1	4,4	2,5	3,0
- Bâtiment	189,0	- 3,3	6,8	- 8,3	8,4	- 0,4	0,2	0,2	0,2	2,4	- 1,3	3,7	0,4
Exportations de biens et services	547,2	0,5	- 0,2	- 1,1	3,4	0,8	0,3	0,6	0,7	- 0,2	0,5	2,6	1,1
Importations de biens et services	481,8	1,8	1,8	1,2	4,2	1,5	1,0	1,6	1,7	3,5	4,3	4,1	3,0
Variations des stocks en milliards de DM 1980	0,7	- 1,8	2,5	7,1	3,9	3,0	3,0	3,0	3,0	0,7	11,0	6,0	6,0
PNB	1 617,8	0,4	2,0	- 0,4	2,3	0,9	0,4	0,4	0,3	2,5	1,7	1,7	0,8
Prix à la consommation		- 0,3	- 0,5	0,3	0,5	0,2	0,4	0,6	0,6	- 0,2	0,3	0,7	1,1
Solde courant en % du PNB		4,0	4,6	4,2	3,7	3,6	3,4	2,9	2,3	4,3	4,0	3,5	2,6

Sources : Bundesbank, prévisions OFCE.

16. Royaume-Uni

Equilibre des biens et services en volume (aux prix de 1980)	Niveau en 1986	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent											
	Unité : millions de livres 1980	1986		1987		1988		1989		1986	1987	1988	1989
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	162 557	3,3	2,7	1,7	3,8	0,8	1,2	1,1	1,0	6,0	5,0	3,2	2,1
Consommation publique	51 430	0,7	0,4	- 0,8	1,9	1,3	0,9	1,0	1,1	0,8	0,4	2,7	2,0
FBCF totale	46 411	- 0,3	3,6	0,4	2,2	2,9	1,7	1,4	1,2	0,1	3,4	4,9	2,8
dont :													
- Logement	9 038	2,1	10,3	- 4,6	7,9	3,5	1,7	0,5	0,4	8,9	4,1	8,4	1,5
- Productive	37 403	- 0,9	2,1	1,7	0,9	2,7	1,7	1,6	1,5	- 1,9	3,2	4,0	3,2
Exportations de biens et services	75 171	1,1	5,2	1,4	4,7	3,5	0,9	0,2	0,8	3,2	6,4	6,3	1,1
Importations de biens et services	75 082	0,8	9,6	- 1,9	10,6	2,7	1,2	0,8	0,6	6,2	8,0	8,5	1,6
Variations des stocks en millions de livres 1980	559	389	170	- 198	1 349	400	200	175	125	559	1 151	600	300
PNB	261 076	2,4	1,0	1,7	2,6	0,7	1,0	0,9	1,1	3,0	3,5	2,5	2,0
Prix à la consommation		1,4	1,6	2,6	1,5	2,6	2,6	2,0	1,8	3,3	4,2	4,7	4,3
Solde courant en % du PNB		0,4	- 1,0	0,0	- 1,2	- 0,8	- 0,6	- 0,4	- 0,2	- 0,3	- 0,7	- 0,7	- 0,3

Sources : CSO, prévisions OFCE.

En France

Une ressemblance apparente...

La prévision pour 1988 présentée dans cette chronique de conjoncture ressemble à s'y méprendre à celle d'octobre dernier. La consommation des ménages progresserait de 2,1 %, deux dixièmes de moins seulement que ce que nous anticipions alors. L'investissement total serait encore soutenu (+ 3 %) et l'effort d'équipement des entreprises serait même plus intense qu'initialement prévu. Nos échanges extérieurs seraient encore déséquilibrés, et si la prévision du déficit est actuellement ramenée d'une cinquantaine à une trentaine de milliards de francs, c'est parce que la baisse récente du prix du pétrole permet d'alléger la facture énergétique d'une vingtaine de milliards. Tout au plus peut-on déceler une contribution des exportations à la croissance plus forte qu'auparavant, suivant en cela la progression plus élevée du commerce mondial. La croissance du PIB en 1988 serait de 1,8 %, répétant exactement la prévision d'octobre (tableau 17).

Pourtant entre ces deux prévisions il y eut un 19 octobre. Et nous ne considérons pas la crise boursière comme un incident sans conséquence, simple éclatement d'une bulle spéculative trop gonflée par les diverses spéculations. Les premières réactions des conjoncturistes au krach furent de réviser en baisse leurs prévisions, dans le temps même où les enquêtes de conjoncture témoignaient d'un optimisme maintenu, voire renforcé, en France comme en Europe. Les ménages continuaient à anticiper des achats en hausse, semblant nier les effets-richeesse abondamment commentés depuis la chute des cours boursiers. Et si d'aventure le crédit à la consommation devait être rationné, ils déclaraient qu'ils épargneraient moins... Les industriels allaient même jusqu'à réviser en hausse de 3 points leurs projets d'investissement pour cette année. Considérer alors que les fluctuations financières sont déconnectées des évolutions réelles était un pas facile à franchir. En revanche invoquer une sous-estimation des délais de réaction devenait de plus en plus téméraire au fur et à mesure que les résultats confirmaient les enquêtes d'opinion. La consommation des ménages en produits industriels s'est encore accrue en janvier, alors que le niveau atteint à la fin de 1987 était déjà très élevé ; les livraisons de biens d'équipement ont encore été soutenues entre novembre 1987 et janvier 1988 ; et les carnets de commandes étrangères ne cessent de progresser. Somme toute l'opinion des industriels résume bien la période actuelle : si les perspectives générales d'activité ont franchement reculé depuis novembre les perspectives personnelles ne se sont repliées que très modérément. La récession, c'est pour les autres.

17. Prévisions de l'économie française

	1987	1988	1988	1989
	Résultat	Prévisions d'octobre 1987	Prévisions de février 1988	
<i>En % de variation aux prix de 1980</i>				
PIB marchand	2,1	1,8	1,8	1,0
Importations	6,4	4,3	4,9	2,5
Consommation des ménages	2,4	2,3	2,1	1,5
Investissement total	2,9	3,2	3,0	1,8
dont :				
• entreprises	(4,1)	(3,3)	(3,6)	(1,6)
• ménages	(- 0,4)	(2,3)	(1,3)	(1,5)
Exportations	1,2	2,6	4,3	1,0
Contribution des stocks à la croissance en %	0,9	- 0,2	- 0,4	- 0,1
Prix à la consommation (glissement)	3,1	3,1	2,7	2,6
Salaires nets réels (%)	- 1,2	- 0,1	- 0,3	- 0,8
Revenu disponible réel des ménages (%) ...	0,8	0,2	1,8	1,1
<i>En milliards de francs :</i>				
Solde commercial (FAB/FAB)	- 3,1	- 50	- 31,5	- 44,5
dont :				
industrie (FAB/CAF)	(- 8,6)	(- 20)	(- 24,5)	(- 37,4)
Balance des paiements courants	- 27,2	- 30	- 31	- 47
Taux de change \$/F	6,00	5,83	5,70	5,65

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

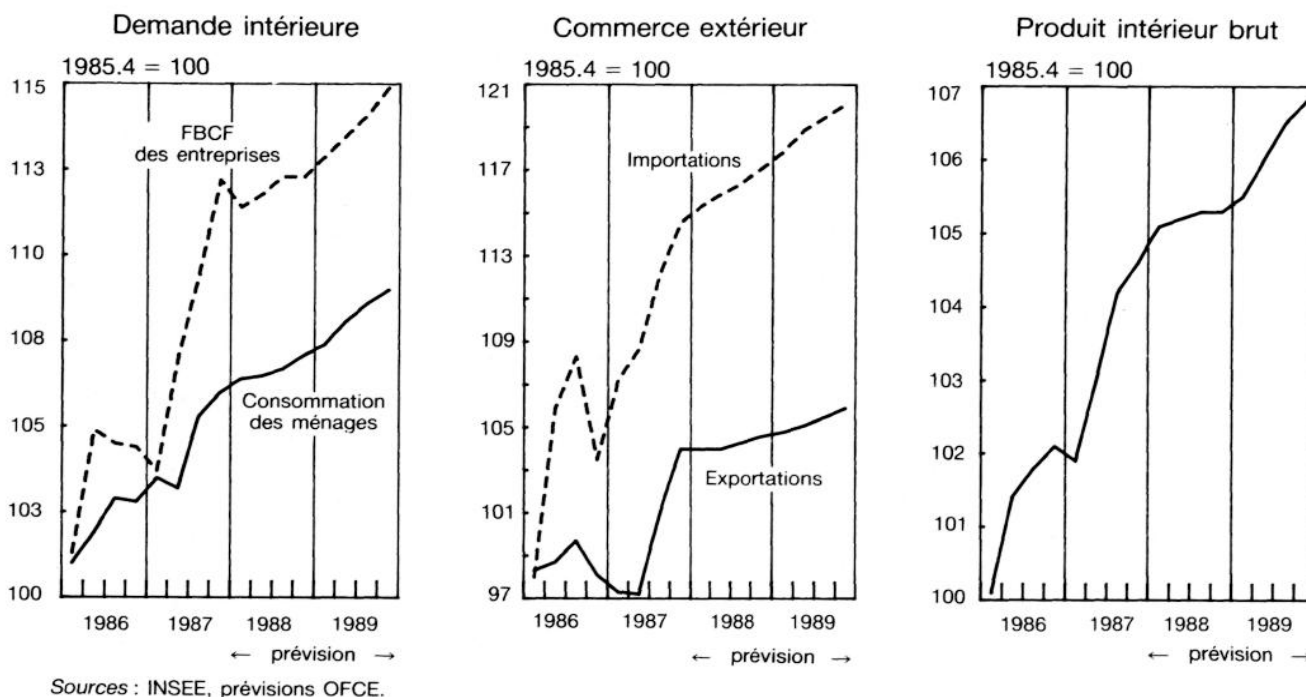
...qui masque des différences

Un grand angle permet d'intégrer un large champ, mais il déforme les perspectives. La prévision pour 1988 n'est identique à la précédente qu'en apparence, car seules les moyennes annuelles se ressemblent. Les profils marquent presque tous un net ralentissement ; la demande étrangère continuera à progresser, mais si modérément que le volume de nos exportations industrielles stagnerait en glissement. La reprise de l'investissement, essentiellement fondée sur les petites et moyennes entreprises, est sujette à de brusques retournements dès lors que l'activité se tasserait. Et la consommation des ménages sera contrainte par le fait que le déficit structurel des comptes sociaux imposera à la fois de réduire la croissance des prestations versées et d'alourdir les prélèvements. Le ralentissement de la demande et de l'activité sera d'autant moins sensible sur les moyennes annuelles de 1988 qu'il n'interviendra qu'en cours d'année et surtout parce que l'activité s'est révélée très soutenue au second semestre 1987, ce que nous n'avions guère anticipé lors de notre précédente prévision. Les réactions des

banques centrales au krach boursier ont alors permis que ce regain se prolonge au début de 1988.

Le produit intérieur brut progresserait de presque 2 % en 1988, mais sa croissance n'atteindrait que 1 % en 1989, les effets d'acquis s'inversant entre la fin de 1987 et la fin de 1988 (graphiques 35).

35. Ressources et emplois de biens et services aux prix de 1980



Les gains récents de parts de marché à l'exportation...

Les évolutions récentes de nos échanges extérieurs sont diversement interprétées, ce qui donne lieu à des prévisions contrastées. La hausse des importations industrielles en volume s'est poursuivie tout au long de l'année 1987, pour atteindre près de 10 % en moyenne annuelle, bien davantage que le progrès de la demande intérieure (proche de 4 %). En revanche les exportations industrielles n'ont crû que de 2 % en volume pendant que nos clients augmentaient leurs achats de 5,5 %. Si bien que, malgré des gains de termes de l'échange, l'excédent industriel a laissé place à un déficit de 8,6 milliards, dont 35 milliards pour les seuls matériels civils. En deux ans la dégradation a atteint une centaine de milliards : en 1985 l'excédent atteignait encore 89 milliards, dont 58,6 hors armement.

Cette vision pessimiste d'une dégradation sans précédent peut cependant être tempérée par la vive reprise des exportations au second semestre 1987. Nos ventes ont progressé de 9,2 % au cours du second semestre sur des marchés en croissance de 6,5 %. Ceci suffit-il à

considérer comme révolue la période où la France perdait sans cesse des parts de marché ? Nos produits peuvent-ils désormais maintenir leur position dans un marché mondial où la concurrence est pourtant rendue plus âpre par la baisse du dollar ?

Il découle de l'analyse des résultats détaillés qu'il est prématuré de répondre à ces questions par l'affirmative. Vers la CEE nos ventes en volume ont suivi la progression des importations de la zone tout au long de l'année 1987, après deux années de pertes de marchés (graphiques 36). C'est vers les pays de l'OCDE hors CEE que les performances ont été les meilleures au second semestre ; la progression des ventes a excédé la hausse, pourtant vive, de la demande, surtout dans les pays européens extérieurs à la Communauté. Là encore ce rattrapage s'est produit après plusieurs trimestres où les performances de nos concurrents ont été meilleures que les nôtres. Vers les pays en développement des parts ont été conquises sur des marchés en reprise passagère à partir du printemps 1987.

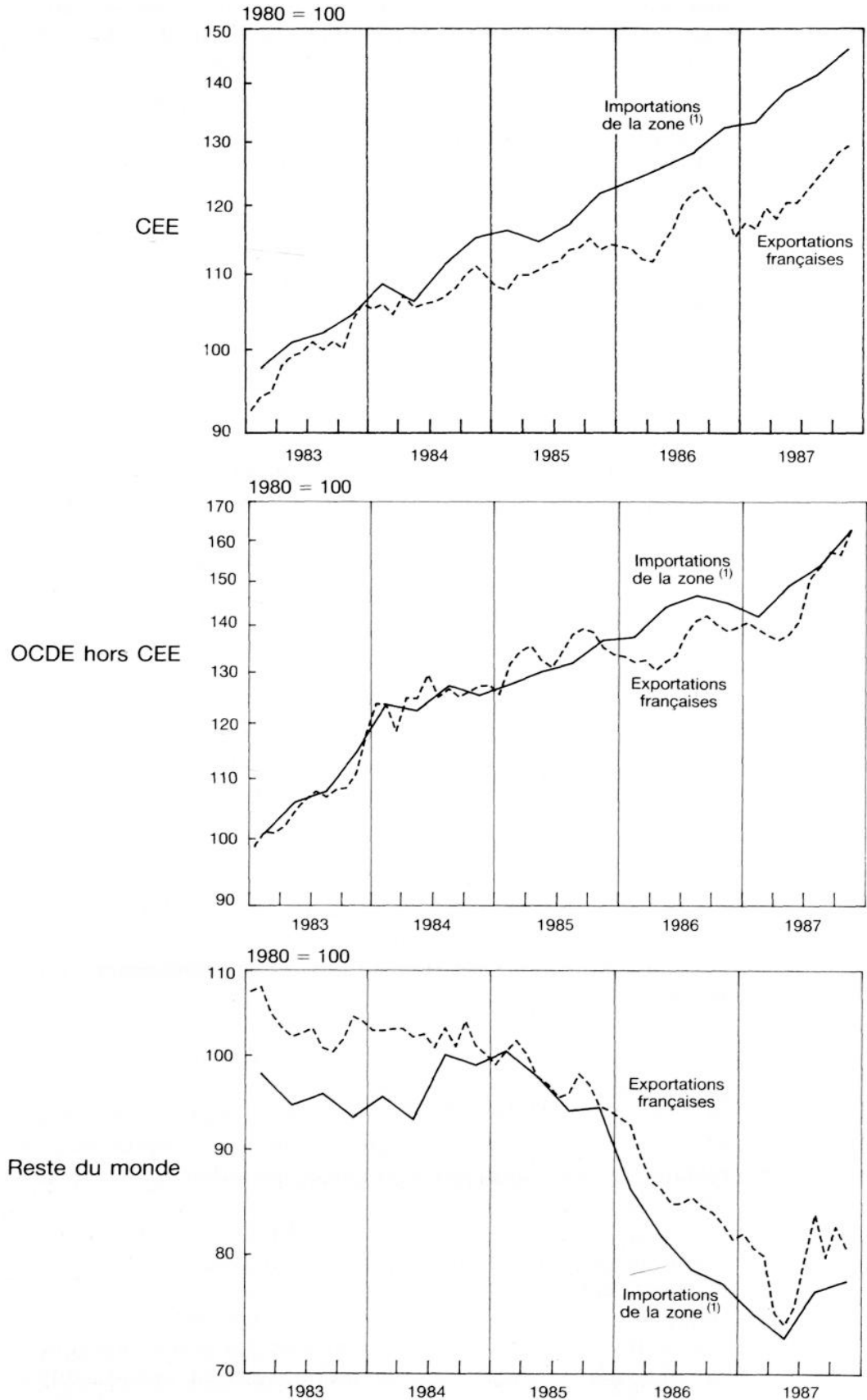
Malheureusement il ne nous semble pas qu'on puisse prolonger ces tendances très récentes. Les produits industriels français sont traditionnellement mis à mal sur des marchés en régression lorsque la concurrence s'avive. En revanche les producteurs nationaux parviennent à s'insérer sur des marchés en progrès ; quand la demande s'accélère, comme en 1987, ils réussissent à conquérir des positions. Ceci n'est pas nouveau et avait déjà été analysé dans le passé. Disposant de capacités de production moins sollicitées que celles de nos partenaires, l'industrie française joue alors en partie le rôle de producteur d'appoint sur des marchés qui s'emballent et comble partiellement le retard que traditionnellement elle prend lors du début de la phase de montée de la demande. C'est bien le cas à présent si l'on considère en particulier le degré de saturation des industries britanniques et allemandes, voire de certaines branches américaines.

...ne se poursuivraient pas du fait du ralentissement du commerce mondial

Si nous anticipions que le commerce mondial continue de fortement progresser cette année et l'an prochain, alors il serait réaliste de prolonger la tendance récente de récupération de parts de marché. Mais telle n'est pas notre prévision pour l'environnement international, le taux d'expansion du commerce mondial s'infléchissant dès le début de 1988. Face à des compétiteurs étrangers disposant de marges de manœuvre reconstituées, les producteurs français pourraient de nouveau perdre du terrain. Nous avons supposé que ces pertes seraient limitées (tableau 18), rompant ainsi avec la période 1981-1987 durant laquelle elles atteignaient 2,5 à 3 % par an. En 1988 la progression de nos ventes serait certes encore très forte en moyenne, essentiellement du fait des acquis, mais le ralentissement serait sensible dès 1989.

La compétitivité des prix de revient s'est améliorée au cours de 1987 grâce à la modération des salaires et aux gains de productivité.

36. Performances françaises à l'exportation pour les produits manufacturés



Sources : INSEE, OFCE.
 (1) Optique France.

18. Parts de marché des produits manufacturés, en volume

En pourcentage

	En moyenne				En glissement ⁽¹⁾			
	1986	1987	1988	1989	1986	1987	1988	1989
Demande adressée à la France	3,0	5,5	6,0	1,8	2,1	8,8	1,7	1,9
Exportations françaises	- 0,7	2,1	5,1	0,8	- 0,8	7,5	0,1	1,2
Pertes de part de marché ...	- 3,7	- 3,3	- 0,9	- 1,0	- 2,9	- 1,2	- 1,6	- 0,7

Sources : estimations et prévisions OFCE.

(1) Glissement annuel, quatrième trimestre/quatrième trimestre de l'année précédente.

Néanmoins les prix de vente se sont accrus, entamant l'avantage de compétitivité qu'aurait pu permettre le ralentissement des coûts. Reconstituer des marges sur un marché porteur prête en effet moins à conséquence que sur un marché en progression lente. Aussi avons-nous supposé, mais c'est une hypothèse optimiste, qu'au cours des trimestres à venir nos prix de vente ne progresseraient pas davantage que ceux de nos concurrents. Si ce n'était pas le cas, les pertes de parts de marché pourraient être plus grandes que celles que nous anticipons.

La hausse des importations pourrait être ralentie dès cette année...

La hausse en volume des importations industrielles en 1987 a concerné tous les produits : + 7,1 % pour les biens intermédiaires ; + 10 % pour les biens d'équipement professionnels ; + 11,6 % pour les biens d'équipement ménager ; + 15 % pour l'automobile et + 11 % pour les biens de consommation courante.

Si la reprise des exportations au second semestre 1987 avait réellement témoigné d'une meilleure adaptation de la production française à la demande, n'aurait-elle pas dû s'accompagner d'une moindre croissance des importations ?

On ne peut pourtant déceler de cause particulière à cette contre-performance. Du côté de la demande, il n'y a pas eu d'événement exceptionnel permettant d'expliquer une brusque hausse des achats de biens de consommation comme en 1986 (le *mundial*) et si la reprise des investissements des entreprises s'est poursuivie, elle ne s'est pas sensiblement accélérée en 1987.

A court terme on ne peut escompter d'infléchissement sensible de la demande intérieure. Tout au plus le déstockage de biens de consommation chez les commerçants, se répercutant par la suite au stade de la production pourrait-il ralentir la progression des importations. En 1989

la moindre hausse de la consommation des ménages et l'attentisme des entreprises dans un contexte de demande moins soutenue pourraient contribuer à contenir un peu les achats. Mais le ralentissement serait spontanément de faible ampleur. Il est possible qu'il soit jugé insuffisant et que des mesures de contrôle soient mises en œuvre pour ralentir certaines pénétrations sectorielles, en particulier celle de l'électronique domestique. Le développement récent des achats en provenance des NPI asiatiques, s'il n'est pas spécifique à la France, est en effet considérable : + 50 % en 1986 et + 65 % en 1987 mesurés en dollars (environ + 15 et + 40 % exprimés en francs).

Comme pour les exportations, le ralentissement des importations serait moins sensible en moyenne annuelle cette année (+ 7 % au lieu de 10 % en 1987) que l'an prochain (+ 2,8 %). Et pour ces deux années, les achats de la France seraient moins soutenus que ceux de nos partenaires européens.

...mais cela ne suffirait pas à empêcher que le déficit industriel se creuse à nouveau

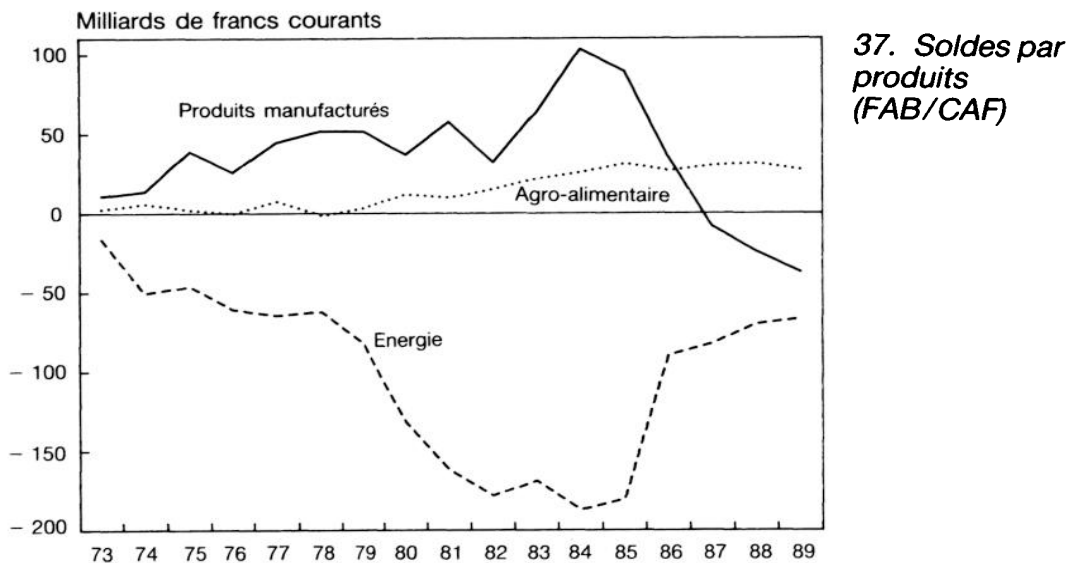
Malgré des hypothèses plutôt optimistes (moindres pertes de parts de marché à l'exportation, ralentissement volontariste de la hausse des importations en volume, stabilisation des termes de l'échange) il est à craindre que le déficit industriel continue de se creuser, car on voit mal comment les exportations pourraient croître davantage que les importations. Le déficit industriel pourrait atteindre 25 milliards en 1988 et près de 40 milliards en 1989.

Le progrès des ventes aéronautiques civiles sera plus important en volume qu'en valeur : 67 Airbus devraient être exportés cette année et 105 l'an prochain (après 30 en 1987), la valeur en francs atteignant une vingtaine de milliards cette année et une trentaine l'an prochain (après 10 en 1987).

Les ventes militaires s'établiraient à une vingtaine de milliards, en recul par rapport à 1987 où elles avaient atteint 26,4 milliards. La très faible hausse des commandes en 1987 (27,3 milliards, après 25 en 1986) ne suffirait en effet pas à redresser les ventes⁽¹¹⁾. Le déficit industriel civil se creuserait ainsi d'une dizaine de milliards cette année (- 45) puis l'an prochain (- 57).

Cette dégradation sera compensée par une réduction de douze milliards de la facture énergétique en 1988 (graphique 37). La baisse du prix du pétrole est déjà acquise en début d'année et devrait être répercutée progressivement sur les prix d'achat du gaz en cours d'année. La dépréciation du dollar se poursuivant, le coût d'approvisionnement continuera de se réduire. Dans le même temps la douceur du climat de l'hiver a permis de comprimer les volumes importés, d'autant qu'un stockage de produits raffinés avait été opéré à la fin de 1987

(11) Voir chronique de conjoncture, *Revue de l'OFCE*, n° 21, octobre 1987, pages 67-68.



Sources : INSEE, prévisions OFCE.

chez les distributeurs. En 1989 une nouvelle réduction du déficit énergétique est prévisible, mais de plus faible ampleur que celle de cette année.

Malgré la hausse du prix des matières premières agricoles importées en 1988, l'excédent agro-alimentaire devrait rester élevé grâce aux progrès des exportations de céréales.

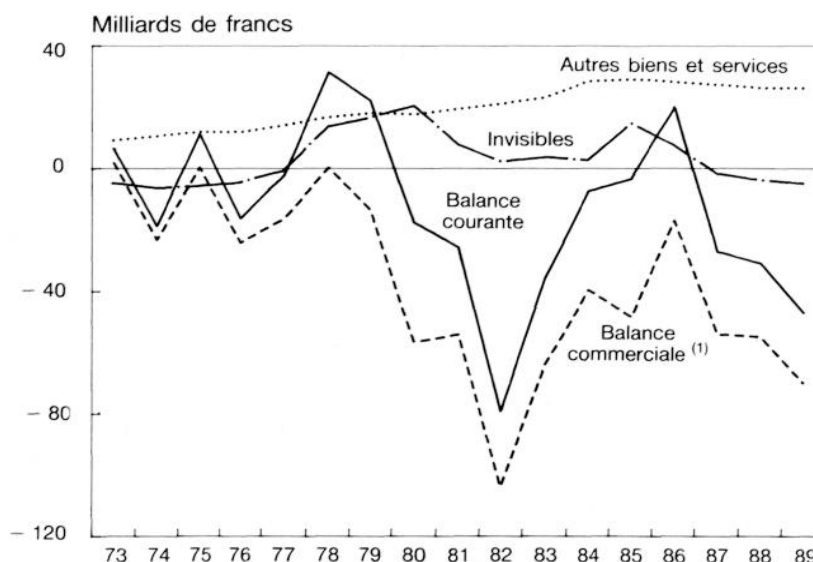
Le déficit des marchandises et des paiements courants s'approfondirait en 1989, après un répit en 1988

On peut s'attendre à ce que le déficit commercial FAB/FAB atteigne comme en 1987 une trentaine de milliards de francs cette année, puis se creuse à nouveau en 1989 (- 45 milliards) si le prix du pétrole en francs ne baisse pas davantage que ce que nous prévoyons (15 dollars le baril en 1989, après 16 en 1988). Le répit de 1988, consécutif à la seule contraction de la facture énergétique, serait donc éphémère. Et les réflexions formulées lors de la précédente chronique de conjoncture demeurent : la coexistence d'une faible croissance et du creusement du déficit extérieur est le prix à payer du handicap de la compétitivité externe. Le contexte international a changé avec le krach boursier. Cela conduit à ce que l'accélération du commerce international des produits manufacturés enregistrée au second semestre 1987 ne se poursuive pas en 1988 et 1989, ce qui aggravera les difficultés de la France. On peut en partie financer momentanément l'insuffisance industrielle par des économies d'énergie, mais la vulnérabilité en est accrue. Le cumul de plusieurs années de déficit industriel est lourd de conséquences, par lui-même et parce qu'il accroît la sensibilité aux chocs externes.

Le déficit des paiements courants (27,2 milliards en 1987, après un excédent de 20 milliards en 1986) a résulté de l'approfondissement du

déficit des échanges de marchandises et de l'apparition, pour la première fois depuis 1977, d'un léger déficit des échanges d'invisibles. Celui-ci non plus n'est pas dû à des facteurs occasionnels. Le repli des services, en particulier des recettes touristiques, se prolongera tant que le dollar sera déprécié. Les contributions du gouvernement français au budget de la CEE seront croissantes. Le déficit des paiements courants risque de se creuser à 31 milliards en 1988 et 47 milliards en 1989, soit presque 1 % du PIB (graphique 38).

38. Balance courante



Sources : Banque de France, prévisions OFCE.

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

Une inflation de 2,7 % en 1988, un peu plus faible qu'en 1987

Des augmentations de salaire probablement encore modérées, des hausses de cours de matières premières en monnaies de cotation atténuées par la baisse du dollar et celle du pétrole seront autant de facteurs de modération des prix. Toutefois des tensions persistantes dans le secteur des services privés et des hausses encore fortes de loyers limiteront le ralentissement de l'inflation. Les prix pourraient ainsi s'élever de 2,7 % au cours de 1988 (après 3,1 % en 1987), puis de 2,6 % en 1989.

Les raisons de la décélération très marquée des prix alimentaires en 1987 ne se reproduiront pas cette année. Les prix du café cesseraient de diminuer et plus généralement les prix exprimés en dollars des matières premières alimentaires augmenteraient assez sensiblement au cours du premier semestre 1988. Toutefois la crise de surproduction (céréales, oléagineux, viande porcine, lait) que connaît encore actuellement la Communauté européenne continuera d'exercer une influence dépressive sur les prix. La concurrence très vive qui règne au stade de la distribution limite les velléités de hausse. Les prix alimentaires pourraient ainsi augmenter de l'ordre de 2 % l'an en 1988 et 1989, après 1,4 % en 1987.

Le ralentissement de la hausse des prix des produits manufacturés du secteur privé en 1987 a été plus marqué que nous ne l'anticipions. Ces prix ont crû de 2,1 % en 1987, après 4,5 % en 1986. Les baisses de TVA ne suffisent pas à expliquer l'intégralité de ce phénomène. Hors effet TVA la hausse n'aurait été que de 2,7 %. Il semble que, après reconstitution des marges à un niveau jugé satisfaisant, les baisses de coût de production aient enfin pu être répercutées. Des baisses de coût salarial unitaire ont déjà eu lieu dans la deuxième moitié de 1987 et pourraient se poursuivre en 1988. Elles compenseraient alors les hausses des prix des consommations intermédiaires. Producteurs et consommateurs seraient peu tentés de relever leurs marges, ce qui n'apparaît pas nécessaire au regard de leur situation financière, particulièrement dans l'industrie. Et le tassement de la demande en 1989 ne les y incitera pas, des tensions sur les capacités étant dès lors peu probables. Un nouveau ralentissement des prix des produits manufacturés privés apparaît ainsi possible en 1988 et 1989. Ils ne croîtraient plus que de 2 % l'an.

Les augmentations des prix des services du secteur privé ont été exceptionnellement amplifiées en 1987 (7,8 %) par la libération des prix. Les rattrapages paraissant en grande partie acquis en fin d'année, les prix pourraient progressivement retrouver en 1988 et 1989 leur rythme usuel (plus rapide que l'ensemble des prix d'environ 1,5 point). Les hausses de loyer ont été fortes l'an passé et pourraient l'être plus encore en 1988 et 1989 en raison des modalités d'application de la loi Méhaignerie (extension progressive du secteur libre). La plupart des hausses des services de santé en 1988 sont connues à présent ; elles s'élèveront à 3,5 %. En 1989 elles pourraient encore excéder la hausse générale des prix ; à condition que le déficit de la Sécurité sociale et la croissance du volume des actes soient limités.

L'ensemble des prix du secteur privé, hors énergie, augmenterait ainsi de 2,9 % en 1988 (après 3,4 % en 1987) et de 2,8 % en 1989.

Les tarifs publics hors énergie pourraient cette année croître plus rapidement que l'ensemble des prix à en juger par les quelques relèvements déjà connus. Il est vraisemblable que cette politique se poursuivra en 1989.

Contrairement à ce qui était envisagé à l'automne dernier, les prix de l'énergie paraissent ne pas devoir augmenter plus fortement cette année qu'en 1987. Malgré le relèvement de la TIPP⁽¹²⁾ le prix de l'essence à la pompe diminuerait en raison de la baisse des cours mondiaux du pétrole cette année et n'augmenterait que modérément l'an prochain. Quant aux autres énergies, le plus probable est que les pouvoirs publics ne pèseront pas sur leurs prix, mais au contraire autoriseront des hausses susceptibles d'améliorer les comptes d'EDF et de GDF. Au total le prix de l'énergie augmenterait de 0,5 % en 1988 (après 0,7 % en 1987) et 1,5 % en 1989.

(12) La TIPP sera relevée de 3,3 % cette année, elle l'a déjà été de 1,65 % le 15 février 1988 et le sera à nouveau le 30 mai prochain. Pour 1989 nous avons fait l'hypothèse que la TIPP serait réévaluée de 2,5 %, soit la hausse moyenne des prix prévue pour 1988.

Les revenus directs des ménages...

La modération des salaires restera probablement de mise en France cette année et l'an prochain. La concurrence étrangère y incite les entreprises et l'excès de main-d'œuvre le permet.

Dans le secteur privé les salaires ont été négociés en 1987 sur la base d'un taux d'inflation anticipé inférieur aux réalisations⁽¹³⁾. Les salariés n'auraient donc pas bénéficié de gain de pouvoir d'achat. Pour 1988 les syndicats professionnels⁽¹⁴⁾ n'ont pas donné de directive chiffrée concernant la politique salariale. Ils continuent à prôner une plus grande individualisation des salaires et un plus large développement de l'intéressement des salariés, pouvant aller jusqu'à n'accorder aucune augmentation générale. Il est peu probable que la rigueur salariale soit accentuée, car l'amélioration de la situation financière des entreprises, les gains de productivité réalisés et la modération des coûts des consommations intermédiaires autorisent des hausses nominales du même ordre de grandeur que celles de 1987. Une plus grande prudence dans la gestion du personnel, se concrétisant par un recours croissant aux contrats à durée déterminée, facilitera les variations des effectifs. La masse des salaires bruts du secteur privé pourrait ainsi augmenter de 3,2 % cette année (après 3 % en 1987) et de 3 % l'an prochain, soit respectivement 0,7 et 0,5 % en termes réels.

Le gouvernement s'est lui aussi refusé à fournir toute directive chiffrée concernant les salaires du secteur public, mais réaffirme son attachement au principe d'un strict maintien du pouvoir d'achat et souhaite que la hausse des rémunérations nominales continue d'être modérée. La prévision officielle de hausse des prix pour 1988 étant de 2,5 % (en glissement comme en moyenne), c'est sur cette base que s'effectueront les négociations dans les entreprises publiques et la fonction publique. D'ores et déjà les fonctionnaires ont vu leurs traitements revalorisés de 1 % au 1^{er} mars. Il n'est guère vraisemblable que les principes énoncés soient remis en cause en 1989.

Si cela est, la masse totale des salaires bruts, tant publics que privés, augmenterait de 3 % en 1988 et 2,7 % en 1989 après avoir augmenté de 2,7 % l'an dernier.

La variation de la masse des salaires réels aurait ainsi été de - 0,3 % en 1987, et bénéficiant du ralentissement de l'inflation importée, elle serait de + 0,5 % en 1988 et de + 0,2 % en 1989. Ces estimations se fondent sur les données des comptes trimestriels de la nation, qui ne sont encore que provisoires.

Si l'on s'efforce de prendre en compte la sous-estimation probable des données officielles (voir encadré 4) les résultats apparaissent un

(13) Initialement fixée à 2 % en moyenne, la prévision officielle du gouvernement pour 1987 a été portée à 2,5 % après le mauvais résultat du mois de janvier. Les prix de détail ont en fait augmenté de 3,1 %.

(14) Essentiellement le CNPF et l'UIMM (Union des industries métallurgiques et minières).

4. Les incertitudes statistiques

Prévoir les revenus des ménages avec quelque chance de succès implique pour le moins une connaissance relativement assurée de leur évolution récente. Cette exigence ne semble pas satisfaite à l'heure actuelle. Il est probable que les revenus calculés dans les comptes de la nation trimestriels sont sous-évalués depuis plus de deux ans.

La principale interrogation porte sur les salaires, compte tenu des changements intervenus dans les modes de rémunérations et de la manière dont ceux-ci sont provisoirement évalués par l'INSEE. Le développement des salaires au mérite et des primes individuelles est incontestable. Il introduit, par rapport aux augmentations générales, des distorsions déjà décelées dans une précédente chronique. Or les enquêtes du ministère du Travail sur les taux de salaire horaire des ouvriers et employés, voire celles ultérieurement disponibles sur les gains mensuels des employés et techniciens, sur lesquelles s'appuie l'INSEE, n'incluent pas l'essentiel de ces primes. Celles-ci ne peuvent être correctement saisies que par l'exploitation des déclarations fiscales sur les salaires, qui est effectuée après un délai de plus de deux ans.

Deux éléments confortent cette idée de sous-évaluation. Le rendement de l'impôt sur les revenus de 1986 a été meilleur que celui inscrit au budget et les rentrées de cotisations sociales de l'an dernier ont été à leur tour plus élevées qu'escompté.

Les données globales de l'impôt sur le revenu qui concernent l'ensemble des ménages ne peuvent servir à apprécier les variations de la masse salariale que très imparfaitement. Les encaissements de cotisations sociales du régime général devraient permettre une meilleure mesure du biais existant entre les statistiques des taux de salaire et le revenu salarial individuel. Mais il faudrait avoir accès aux documents administratifs pour faire la part des décalages comptables, des variations de rendement, des divergences d'appréciation des effectifs et de ce qui relève des revenus non-salariaux. L'OFCE ne peut le faire. Néanmoins, après avoir présenté une estimation des revenus de 1987 et une prévision pour 1988 et 1989 fondées sur les seules données officielles, nous avons, pour tenter de nous rapprocher de la réalité, fait des évaluations corrigées d'un biais approximatif tant pour la masse salariale que pour l'évolution du taux d'épargne.

peu différents. Il a même été dit lors de la session de janvier de la Commission des comptes de la Sécurité sociale que la croissance nominale de la masse salariale avait été en 1987 d'environ 4 %, au lieu de 2,7 %. S'il en avait été ainsi, la masse salariale brute réelle aurait augmenté de l'ordre de 1 % en 1987. Faut-il réviser dans le même sens les prévisions pour 1988 et 1989 ? Pas nécessairement, car les primes dépendent d'une multitude de décisions de chefs d'entreprise et sont soumises aux aléas de la conjoncture.

...seront amputés par la hausse des prélèvements qu'impose la croissance encore forte des revenus sociaux...

La croissance des salaires bruts sera amputée par l'alourdissement des prélèvements nécessaires pour équilibrer les comptes de la Sécurité sociale. La progression des salaires nets serait ainsi réduite à 2,2 % en 1988 et 1,7 % en 1989, soit des pertes de pouvoir d'achat de - 0,3 et - 0,8 %, après - 1,2 % en 1987.

La croissance des prestations a été nettement ralentie en 1987 du fait de l'instauration en mai du plan d'économies de la Sécurité sociale. Les dépenses d'assurance-maladie n'ont augmenté que de 2,3 %, contre 11,6 % en 1986. Plus rapides que prévus, les effets du plan Séguin ont permis un quasi-équilibre du régime général en 1987. Pour spectaculaire qu'il soit, ce rétablissement risque de n'être qu'un répit. Tandis que les effets du plan sur les dépenses médicales s'atténueront, les dépenses de retraites continueront de s'élever à cause du vieillissement de la population et des mises en préretraite destinées à lutter contre le chômage. Il est difficile de s'éloigner durablement de la tendance de long terme d'une croissance de 3 % en francs constants des prestations versées⁽¹⁵⁾. Dans le même temps le recul des effectifs employés (hors stages de formation) limitera les entrées de cotisations. Selon la Commission des comptes de la Sécurité sociale de décembre dernier, le déficit prévu en 1988 pour le régime général atteindrait 19,2 milliards de francs. L'accroissement du nombre de bénéficiaires de retraites et préretraites se conjuguera avec un rattrapage des prestations individuelles : les retraites n'ayant augmenté que de 2,8 % en 1987, soit moins que les prix, seront revalorisées de 3,9 % en 1988 (2,6 % acquis en janvier et 1,3 % en juillet). Et les dépenses de santé recommenceront à croître en termes réels.

Pour résorber ce déficit nous avons maintenu les hypothèses faites lors de la prévision d'octobre : reconduction au second semestre des mesures adoptées en mai 1987 pour un an (cotisations sociales accrues de 0,6 %) et instauration en juillet d'un prélèvement supplémentaire, sous forme d'une cotisation déplafonnée de 0,5 % des salaires, destinée au régime vieillesse. Ces deux mesures rapporteraient environ 12 milliards, ce qui laisserait subsister un faible déficit, comblé par l'excédent de trésorerie dégagé en 1987.

En 1989 le déficit se creuserait davantage et serait proche de 50 milliards de francs si les prestations s'accroissaient selon leur tendance de long terme. Pour obtenir l'équilibre il serait nécessaire à la fois de modérer la croissance des dépenses (à 2,3 % en francs constants), ce qui suppose qu'un nouveau plan d'économies soit entrepris, et d'accroître les recettes. Nous avons supposé que les hausses de cotisations de 1988 seraient toutes reconduites et qu'une nouvelle hausse de 1 % interviendrait au milieu de l'année 1989. Nous avons fait l'hypothèse supplémentaire que la contribution sociale serait portée à 0,8 % du

(15) Voir « Les comptes de la protection sociale : historique et perspectives », *Revue de l'OFCE* n° 22, janvier 1988.

revenu, au lieu des 0,4 % actuels ; on pourrait aussi envisager une mesure de même rendement calculée sur l'ensemble des revenus. Ces prélèvements supplémentaires contribueront à fortement réduire la croissance du revenu disponible des ménages.

Dans le même temps l'excédent brut d'exploitation des ménages, qui a depuis deux ans assuré l'essentiel de la croissance du revenu disponible, continuerait à progresser vigoureusement en 1988, mais irait en se ralentissant en 1989. Car si les revenus des ménages propriétaires de logements doivent continuer à s'élever grâce aux hausses de loyers, les agriculteurs bénéficieront moins que dans le passé de la baisse du coût des consommations intermédiaires et, surtout, les revenus des entrepreneurs individuels des commerces et des services seront limités par une moins bonne tenue de la consommation des ménages.

En revanche les intérêts et dividendes progresseront encore au rythme de 8 % l'an en valeur, grâce à des taux encore élevés et parce que les revenus perçus concernent en partie les placements de l'année antérieure.

...et une progression du rendement des impôts supérieure à celle des prix

Les impôts sur le revenu et le patrimoine auraient dû en 1987 et devaient en 1988 progresser moins que les salaires perçus du fait des réductions d'impôts des deux dernières lois de finances. Le bilan de l'année passée, bien qu'encore provisoire, mérite qu'on s'y attarde. Car les impôts, dont la progression devait être limitée à 1,1 % selon la loi de finances initiale se sont accrus d'environ 6,5 %, alors que les salaires de 1986 n'auraient progressé que de 4,5 %. Les résultats des contrôles fiscaux ne peuvent expliquer un tel écart. Il est probable qu'à nouveau les revenus aient été sous-estimés (voir encadré 4). D'abord les revenus non salariaux provenant des patrimoines. Mais aussi la masse des salaires, puisque les augmentations individuelles sous forme de primes tiennent une place croissante dans les rémunérations⁽¹⁶⁾. Cette tendance n'est pas nouvelle⁽¹⁷⁾. Nous en avons déjà tenu compte en prévoyant une croissance des impôts supérieure à celle inscrite en loi de finances initiale lors de notre précédente prévision, mais de manière insuffisante. Pour l'avenir, les mêmes distorsions perdureront ; les impôts pourraient ainsi croître de 4 à 5 %, au lieu de 1,4 % prévu au budget en 1988, et ce malgré les baisses de barèmes. En 1989 aussi ils progresseraient davantage que les salaires apparents de 1988, d'autant que la contribution sociale de 0,8 % du revenu alourdira le prélèvement (tableau 19).

(16) Dans le passé l'intégration des déclarations fiscales a conduit à relever fortement le niveau de la masse salariale comme en témoignent les comptes nationaux en base 1980. Il est probable que les sous-estimations ont été particulièrement fortes en 1986 et 1987 (voir encadré 4 ci-dessus).

(17) Une première évaluation avait été tentée dans la chronique de conjoncture d'avril 1987, *Revue de l'OFCE* n° 19, pages 82 à 84.

19. Contribution à la croissance du revenu réel des ménages

En pourcentage

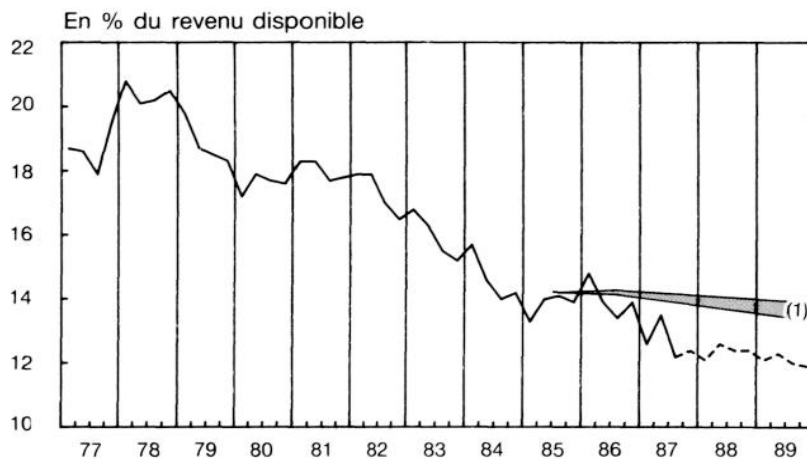
	1987	1988	1989
Excédent brut d'exploitation	1,0	1,1	0,6
+ salaires nets	- 0,6	- 0,1	- 0,4
dont :			
+ salaires bruts	- 0,2	0,3	0,1
- cotisations	- 0,4	- 0,4	- 0,5
+ prestations sociales	0,6	0,9	0,8
+ intérêts - dividendes (nets)	0	0,2	0,3
- impôts sur le revenu et le patrimoine ...	- 0,3	- 0,2	- 0,2
Revenu disponible réel	0,8	1,8	1,1
Prix à la consommation ⁽¹⁾	3,0	2,5	2,5

Source : OFCE.

(1) Indice des prix à la consommation des ménages.

La baisse récente du taux d'épargne a été vraisemblablement exagérée

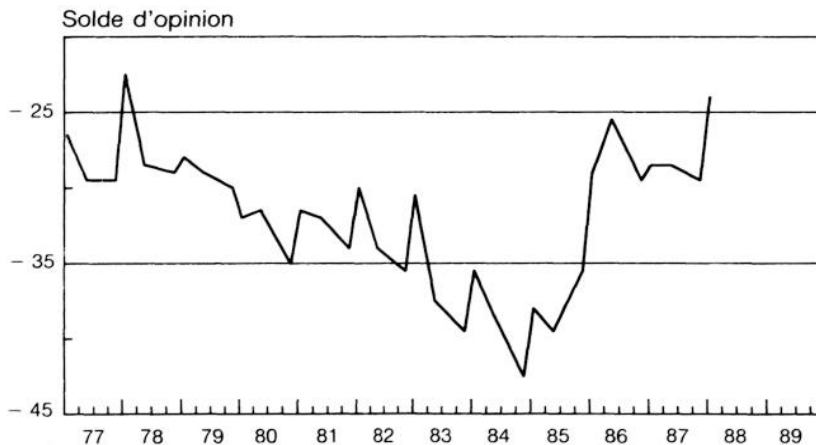
Au-delà de cette simple constatation d'une sous-estimation systématique depuis trois ans du rendement des impôts sur le revenu, on doit s'interroger sur la signification et surtout les conséquences d'un tel phénomène. Car si le revenu disponible brut a été sous-estimé, la baisse du taux d'épargne a pu être surestimée. On peut penser que le taux d'épargne ne se serait pas stabilisé en 1986, mais se serait accru et qu'en 1987 il se serait peu comprimé, alors que la comptabilité nationale fait apparaître un recul de 1,3 point (graphique 39). Que la désinflation ait à partir de 1983 limité les sommes nécessaires à compenser l'érosion des patrimoines ne peut être contesté. Mais qu'en 1986, face à un ralentissement inattendu de la hausse des prix à la suite du contre-choc pétrolier, le taux d'épargne se soit accru n'aurait rien de surprenant. En 1986 et 1987 la forte croissance de l'excédent brut d'exploitation des entrepreneurs individuels, plus enclins à épargner que les salariés, a sûrement contribué aussi à soutenir l'épargne. Il se pourrait alors que les ménages (entrepreneurs individuels compris) aient eu, au travers des enquêtes d'opinions de l'INSEE, une vision plus conforme à la réalité des choses. Interrogés sur leurs intentions d'épargner au cours des prochains mois, ils ont, à partir de 1985, affirmé mettre davantage d'argent de côté (graphique 40). De tels soldes d'opinions ne permettent certes pas d'évaluer des niveaux, mais indiquent des tendances ; elles sont ici conformes aux évaluations qu'on peut faire lorsqu'on s'interroge sur l'ampleur des distorsions introduites par le développement des rémunérations au mérite au détriment des augmentations générales de salaires. Ce détour par le passé permet de mieux apprécier les conséquences de la crise boursière sur le partage futur entre la consommation et l'épargne.



39. Taux d'épargne des ménages

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

(1) Estimation annuelle du taux d'épargne après correction de la sous-estimation des salaires et du revenu disponible.



40. Intention d'épargne des ménages (1)

Source : INSEE, série brute. La remontée de janvier est en grande partie saisonnière.

(1) L'INSEE demande aux ménages s'ils pensent réussir à mettre de l'argent de côté dans les mois qui viennent.

La préférence pour la consommation...

Le haut niveau de la consommation en 1987 (+ 2,4 %) a pu surprendre certains. La crise boursière va-t-elle ralentir sensiblement les achats, alors que la rigueur salariale les a moins amputés qu'attendu ? C'est peu probable.

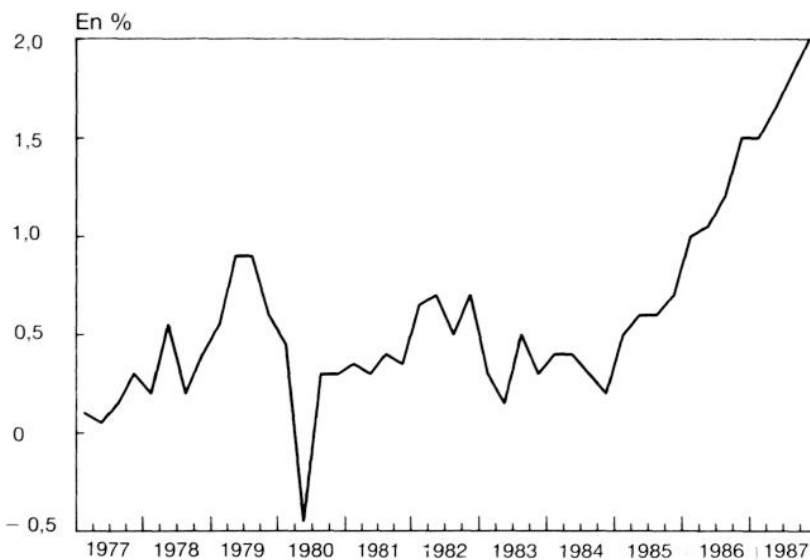
La montée des cours boursiers et des plus-values n'avait que marginalement soutenu la consommation. Et la reconstitution des patrimoines qui ont été dévalorisés restera de faible ampleur. Davantage qu'un transfert de la consommation vers l'épargne, il faut s'attendre à une réallocation des portefeuilles vers des placements moins risqués. L'analyse de la détention des valeurs mobilières par les ménages français conforte cette hypothèse. Si le taux de détention de titres par les

particuliers a plus que doublé en trois ans pour atteindre 26 % en 1987, la concentration des portefeuilles est restée importante. En 1986 plus de la moitié de l'encours était détenue par 4,3 % des ménages ; la diffusion des actions, due aux premières privatisations, n'avait pas conduit à une moindre concentration par rapport à 1985. Il est probable qu'en 1987 les ordres de grandeur sont restés identiques. Or pour les ménages les plus fortunés, l'arbitrage s'opère peu entre consommation et épargne.

La crise boursière aurait sur la consommation, plutôt que des effets-richeesse, des effets indirects si les entreprises, inquiètes d'un retournement conjoncturel, modéraient les salaires et comprimait leurs effectifs davantage que nous l'avons prévu.

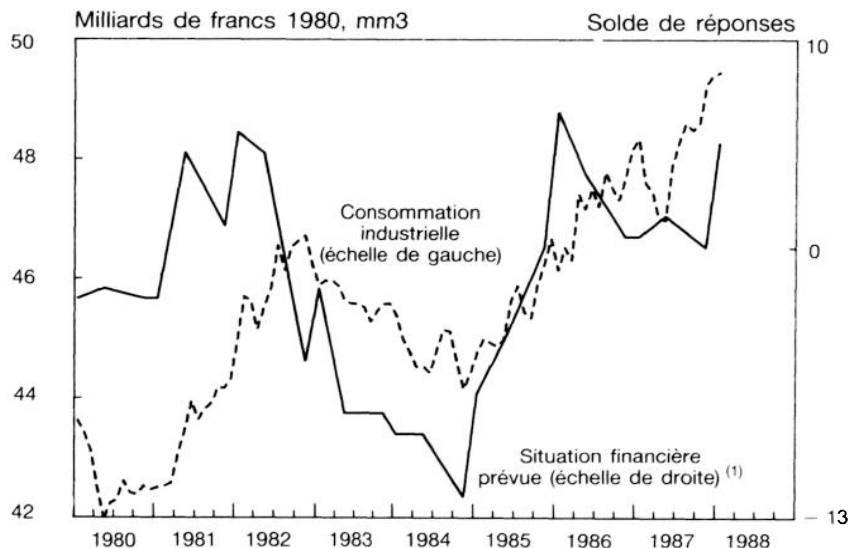
Le crédit à la consommation et plus largement le crédit de trésorerie à court terme continuera en revanche à soutenir les achats (graphique 41). Alors que les ménages ont depuis la fin de 1985 anticipé une dégradation de leur situation financière, ils ont continué à accroître leur consommation, sauf passagèrement à la charnière des années 1986-1987 (graphique 42). Traditionnellement les ménages utilisaient ces crédits le temps d'adapter leurs comportements au repli de leur niveau de vie ; désormais il semble que la forte croissance des crédits nouveaux (+ 40 % en 1987) alimente en elle-même un courant d'achats, rapprochant ainsi les comportements des ménages français de ceux des autres pays. En même temps que le volume s'en est accru, la durée moyenne des crédits s'est allongée. Aucune limitation n'est envisagée en 1988 par les autorités monétaires qui, au contraire, en autorisent explicitement la croissance. Entrevoir l'évolution de 1989 est naturellement plus délicat, mais les difficultés d'une limitation sont grandes : le contrôle quantitatif du crédit n'existe plus et une limitation par la hausse des taux, outre qu'elle est peu probable, serait peu efficace, les ménages étant peu sensibles à la variation de taux pour leurs crédits à court terme. Le dynamisme des banques risque donc d'être efficace encore longtemps, en tout cas tant que le climat général ne sera pas dégradé au point de conduire les ménages à hésiter à s'endetter. Selon une enquête réalisée en janvier 1988 par l'Association française des banques 30 % des ménages ont recours aux crédits de trésorerie (prêt personnel, vente à tempérament, découvert, crédit *revolving*). Les actifs de moins de 50 ans et les catégories les plus aisées les utilisent même à près de 45 %. Ces crédits ont été perçus par les ménages interrogés comme un « degré de liberté » supplémentaire pour la consommation, mais ont aussi été utilisés pour l'épargne. On pouvait déjà déceler cette utilisation particulière (s'endetter pour épargner) en constatant que la croissance des encours était supérieure à celle de la consommation. Le développement des crédits aux particuliers n'est finalement pas tant responsable de la chute du taux d'épargne qu'il n'y paraît à première vue. Vouloir en limiter la progression pour contenir les importations de biens de consommation serait alors peu efficace.

A court terme la consommation restera soutenue malgré le haut niveau des achats à la fin de 1987. Le remboursement de l'emprunt Giscard intervenu en janvier dernier y a quelque peu contribué, car il est improbable que la totalité ait été réépargnée, même si des facilités ont



41. Variation de l'encours des crédits à la consommation en % du revenu disponible brut

Sources : INSEE, Banque de France.



42. Consommation industrielle et anticipations de revenu par les ménages

Source : INSEE.

(1) Appréciation des ménages sur leur situation financière au cours des mois qui viennent, série brute. La remontée de janvier est en grande partie saisonnière.

été offertes pour cela aux détenteurs. L'échange de titres contre des actions de sociétés privatisées ou contre des obligations assimilables du Trésor avait déjà été proposé en 1987 et, au début de 1988, le Trésor a annoncé que la première tranche des emprunts d'Etat pouvait être payée avec des titres de l'emprunt Giscard. L'ampleur des remboursements a donc été plus faible qu'escompté. Mais même en supposant que 5 milliards seulement (sur les 30 milliards remboursés, tous agents confondus) aient été consommés, les achats seraient accrus de 0,3 à 0,4 % au premier trimestre. La croissance modérée de la consommation devrait se poursuivre au-delà et atteindre 2,1 % en 1988 et 1,5 % en 1989. Les intentions d'achats déclarées par les ménages interrogés après le krach boursier restent en effet élevées et témoignent du maintien d'une préférence pour la consommation. La décélération

que nous prévoyons à l'horizon 1989 viendrait surtout d'un ralentissement de la progression des revenus consécutif à la nécessité d'équilibrer les comptes sociaux. Un recul des achats d'automobiles après les très hauts niveaux de 1986 et 1987 contribuera aussi à ce ralentissement.

...est compatible avec une stabilisation de l'épargne

Le taux d'épargne atténuera les effets des fluctuations trimestrielles du revenu. Sa légère baisse (de 12,7 % en 1987 à 12,4 % en 1988 et 12,1 % en 1989) n'est peut-être en partie qu'apparente. Si l'on corrige en effet les salaires de leur sous-estimation systématique, c'est plutôt une stabilisation en moyenne annuelle qui résultera de notre prévision (graphique 39).

Les livrets d'épargne à court terme et les plans épargne-retraite bénéficieront de la désaffection pour les actions. L'investissement en logements le pourrait aussi. La pierre reste une valeur-refuge dans les tourmentes. Déjà dynamisés par les multiples avantages fiscaux du plan Méhaignerie, les détenteurs de capitaux pourraient choisir l'immobilier pour rentabiliser leurs patrimoines. Ceux qui ont bénéficié du remboursement de l'emprunt Giscard pourraient s'orienter vers ce type de placement. Par contre les ménages qui achètent pour se loger resteraient encore en retrait de ce mouvement de reprise. Certes les aides au logement ont été débloquées plus tôt que prévu pour contribuer à la relance du bâtiment, mais les taux d'intérêt élevés constituent encore un obstacle majeur. D'autant que si l'incertitude du climat général ne conduit pas les ménages à limiter leur endettement à court terme, l'hésitation à s'endetter à long terme est certainement accrue. Et certains apports personnels ont été dévalorisés par le krach boursier. Le gonflement, prévisible, des plans d'épargne logement, consécutif au krach, n'engendrera pas des investissements à l'horizon de notre prévision. Aussi la reprise que nous anticipons est-elle encore modérée (+ 1,3 % en 1988 et 1,5 % en 1989, après - 0,4 % en 1987).

La reprise des mises en chantier de logement serait plus franche du fait des décalages habituels. Déjà en 1987 la progression a atteint 4,9 % (310 100 logements commencés) ; les autorisations de mises en chantier ont même progressé de 8,8 %, laissant entrevoir que 330 000 logements commencés sont possibles à l'horizon de notre prévision.

Le krach boursier affecterait moins la situation financière des entreprises...

Les comptes nationaux provisoires, désormais disponibles en volume jusqu'au quatrième trimestre 1987, ont révélé un redressement assez sensible de la formation brute de capital fixe des entreprises. En un an celle-ci s'est accrue de 4,1 %. Les effets d'acquis étant importants (3,8 %), même avec une évolution médiocre des dépenses

d'investissement en glissement la croissance serait forte en 1988. Faut-il en conclure que le krach boursier a été et sera sans effets sur le comportement des entreprises et leur situation financière ?

Les répercussions directes, c'est-à-dire à très court terme, des événements boursiers apparaissent aujourd'hui marginales. En revanche les déséquilibres qu'ont révélé le krach affecteront l'activité et ne manqueront pas de peser sur les projets d'équipement.

L'assainissement de la situation financière des entreprises était déjà bien réel quand est intervenu le retournement des marchés boursiers. Le taux de marge des sociétés ⁽¹⁸⁾ avait poursuivi son redressement. Au troisième trimestre 1987 il s'établissait à 31,8 % au lieu de 24,6 % cinq ans auparavant. Les comptes trimestriels donnent peut-être une image exagérée de la progression des profits ; quand la sous-estimation des salaires aura été corrigée, le taux de profit sera mécaniquement révisé en baisse. Toutefois les données d'enquêtes confirment le rétablissement des comptes des entreprises et nous renseignent, faute de données chiffrées au delà du troisième trimestre, sur leur évolution après le mois d'octobre. Dans l'industrie les résultats des entreprises apparaissent désormais nettement assainis. Le nombre d'industriels déclarant éprouver des difficultés de trésorerie continue de diminuer au début de 1988, et se situe à un niveau très bas (16 %), jamais atteint depuis vingt-cinq ans. Interrogés en décembre dernier les chefs d'entreprise, particulièrement ceux employant plus de 500 salariés, anticipent une nouvelle amélioration au cours du premier semestre 1988. Bien que moins spectaculaire, l'aisance des trésoreries dans le commerce est aussi importante.

Au vu des enquêtes la situation financière des entreprises apparaît donc finalement peu affectée. L'estimation des moins-values est pour le moment délicate et sans doute prématurée. Les pertes potentielles, qui ne sont pas négligeables ⁽¹⁹⁾, nous renseignent mal sur celles subies effectivement, car les moins-values réalisées, auxquelles il convient d'ajouter les provisions pour moins-values potentielles, sont probablement encore contenues. Il y a tout lieu de penser que les entreprises ont limité le montant de leurs provisions ; elles y avaient intérêt pour « habiller » leurs bilans, afin de ne pas décevoir leurs actionnaires déjà fort éprouvés. Il demeure que les produits hors exploitation, essentiellement les profits financiers, ne pourront plus comme dans un passé récent, contribuer à l'amélioration des comptes des entreprises ⁽²⁰⁾.

Le krach boursier pourrait aussi réduire, pour quelques temps, l'accès des entreprises aux marchés financiers. La part des financements désintermédiés, qui s'était nettement accrue à partir de 1986, se réduirait en 1988, en raison notamment de la diminution des émissions d'actions avec appel public à l'épargne. Les émissions de billets de

(18) Rapport de l'excédent brut d'exploitation à la valeur ajoutée.

(19) L'INSEE les a évaluées à 80 milliards de francs sur la base des titres cotés détenus à la fin de 1986.

(20) Dans l'enquête de la Banque de France le taux de marge, défini comme le rapport de l'excédent brut d'exploitation à la valeur ajoutée, est en 1985 et 1986 majoré de plus d'un point si l'on tient compte des produits et charges hors exploitation.

trésorerie ne semblent pas pour le moment affectées ; leur encours continue de s'accroître régulièrement depuis le début de l'année. Un recours accru aux crédits bancaires par les grandes et moyennes entreprises ne limiterait cependant pas, à l'horizon de notre prévision, l'accès des petites aux concours externes.

...que leur comportement d'investissement

On a déjà souvent évoqué le frein aux investissements physiques que constituaient des taux d'intérêt réels élevés, les entreprises préférant les placements financiers, ce d'autant plus qu'une activité hésitante ne les incitait guère à prendre des risques en accroissant leurs capacités de production. La montée des cours boursiers ayant rendu plus attractifs encore les placements financiers, le redressement de la situation financière des entreprises a alimenté d'amples acquisitions de valeurs mobilières au détriment de l'achat de biens d'équipement.

Une étude récente du Crédit national ⁽²¹⁾ relativisant cette thèse, les événements boursiers d'octobre dernier méritent qu'on s'y arrête à nouveau. Selon cette étude seules les industries les plus performantes, c'est-à-dire celles qui ont le plus investi, ont aussi fortement développé leurs placements financiers, parce que « leurs perspectives de croissance, pour soutenues qu'elles fussent, restaient inférieures à la croissance potentielle permise par leur rentabilité ». Placer et donc faire rémunérer des excédents de trésoreries non investis correspondait pour ces entreprises à l'application de règles de gestion déjà largement répandues en d'autres pays.

Si désormais les placements financiers ont perdu une partie de leur attrait, on n'en doit pas conclure que les investissements physiques aient pour autant retrouvé le leur et que, selon le principe des vases communicants, les investissements productifs vont s'élever à mesure que se réduit le montant des titres détenus ; ce serait faire peu de cas de la vague d'OPA actuelle. Il semble qu'à l'arbitrage entre placements financiers et investissements physiques se soit substitué celui entre croissance externe et investissement productif. Nombre d'entreprises peuvent choisir d'accroître leurs capacités de production par acquisitions et non en développant leurs dépenses d'équipement. Cette stratégie, déjà mise en œuvre avant le krach boursier, a été facilitée par la chute des cours des actions et connaît aujourd'hui un essor considérable. Les « trésors de guerre » constitués dans le passé par le placement des excédents de trésorerie en fournissent les moyens. Pour une entreprise croissance externe ou croissance interne a pour but identique de développer l'activité ; l'arbitrage se fait en considérant le meilleur moyen d'y parvenir. Mais pour la nation le résultat est très différent, car dans le cas d'une croissance externe, la capacité productive n'est pas accrue. Tant que ces restructurations financières ne seront pas achevées un frein à l'investissement persistera, d'autant que les perspectives de

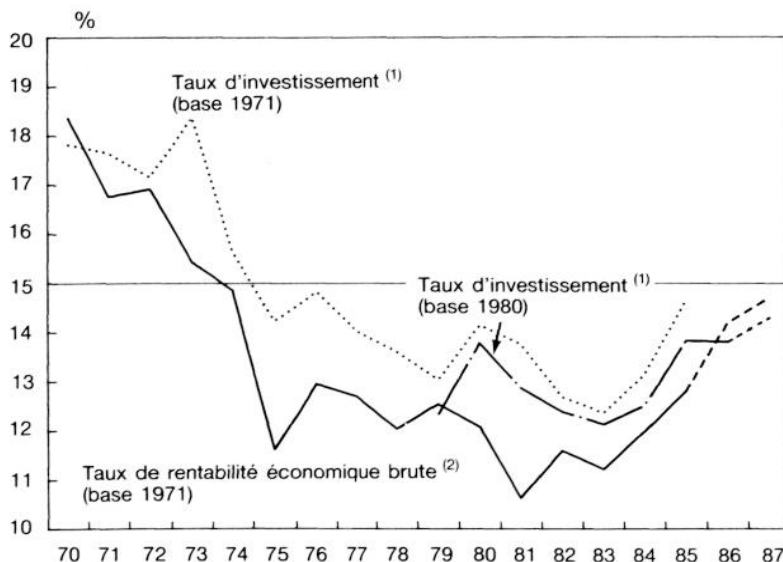
(21) « La politique de placements financiers des entreprises industrielles », M. Fried et O. Gaudry, Crédit national, XII^e journée des centrales de bilans, 26 novembre 1987.

taux d'intérêt retenues dans cette chronique restent élevées, même si elles s'inscrivent en retrait des niveaux récents.

Cependant la restauration des résultats des entreprises a été telle qu'elle pourrait permettre une poursuite de la croissance des investissements, mais à un rythme adapté aux perspectives modérées d'exportations. La part des investissements de capacité ne s'accroîtra donc probablement pas, alors qu'une concurrence exacerbée sur des marchés en stagnation exigera des efforts d'investissement de productivité.

La croissance des investissements se poursuivrait dans l'industrie et se ralentirait dans le tertiaire

Dans l'industrie manufacturière le redressement de la rentabilité économique permettrait que la croissance des investissements se poursuive à un rythme de 4 % l'an. Les années soixante avaient été marquées par une très forte accumulation du capital. La dégradation des profits consécutive aux deux chocs pétroliers avait entraîné une chute du taux de rendement économique ⁽²²⁾ (graphique 43). Il s'est nettement redressé et semble maintenant dépasser le niveau d'avant le second choc pétrolier. Variable selon les secteurs d'activité, la restauration des profits est désormais telle qu'elle invite à investir plus, même avec de faibles perspectives de demande. Ainsi les industriels n'envisagent pratiquement plus de réduire leurs investissements pour améliorer leur trésorerie ; les grandes entreprises ont rejoint récemment les autres sur ce point. Le taux d'investissement, qui suit l'évolution du taux de rendement ⁽²³⁾, pourrait à nouveau s'élever en 1988 et 1989.



43. Rentabilité et investissement dans l'industrie

Sources : INSEE, estimations OFCE.

(1) Rapport de l'investissement à la valeur ajoutée, à prix courants.

(2) Rapport de l'excédent brut d'exploitation au capital fixe brut, à prix courants.

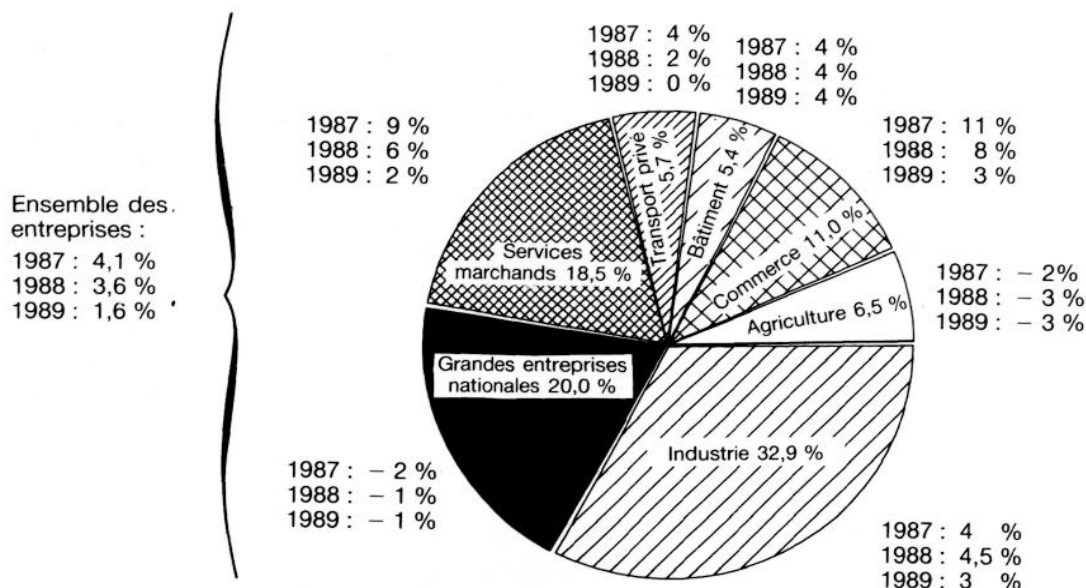
(22) Le taux de rendement économique est le rapport de l'excédent brut d'exploitation au stock brut de capital.

(23) Sur la liaison avec le taux d'investissement voir Chronique de conjoncture, Revue de l'OFCE n° 13, octobre 1985, pages 46 et suivantes.

Les industriels interrogés en novembre dernier prévoyaient pour 1988 une croissance de leurs dépenses d'équipement de 9 % en valeur (soit 5 à 6 % en volume), révisant en hausse de 3 points leurs prévisions de la mi-1987. Les petites entreprises ont, cette année encore, les prévisions les plus élevées (+ 15 % en valeur, soit une révision en hausse de 8 points), mais le risque d'un retournement des anticipations de dépenses doit être gardé à l'esprit, ces petites entreprises étant susceptibles de réviser grandement leurs projets aux premiers signes de ralentissement conjoncturel.

Moins forte que celle actuellement annoncée par les chefs d'entreprise, la croissance de l'investissement pourrait s'établir à 4,5 % en volume en 1988 (graphiques 44 et 45). Elle serait élevée dans les industries agro-alimentaires et resterait médiocre dans celles productrices de biens intermédiaires. Elle se ralentirait en 1989 et serait de l'ordre de 3 % en francs constants.

44. Investissement productif des entreprises en volume



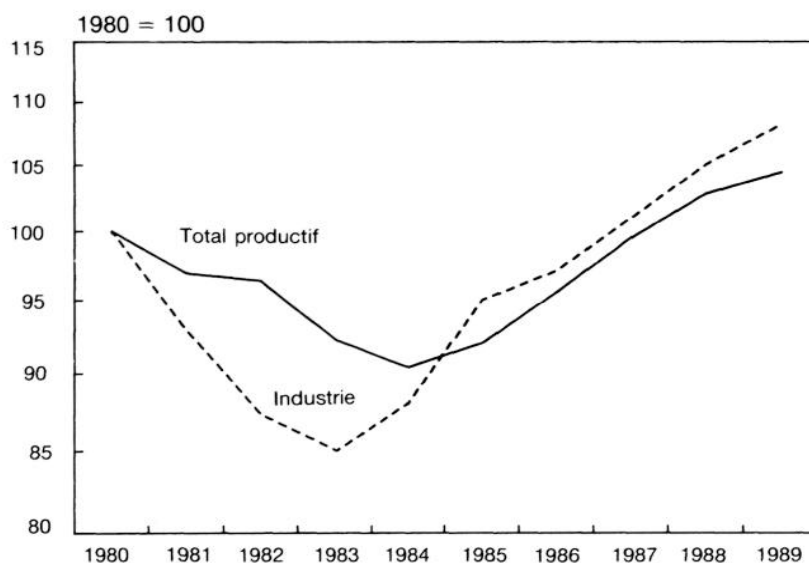
Sources : INSEE, prévisions OFCE.

Les pourcentages situés à l'intérieur du diagramme indiquent la pondération en 1986.

Les pourcentages situés à l'extérieur du diagramme indiquent les évolutions en francs constants.

Les services et les commerces, subissant le ralentissement de la consommation des ménages, seront peu enclins à maintenir un rythme élevé d'investissement. La progression des dépenses d'équipement se modèrera dès cette année et deviendra en 1989 inférieure à celle de l'industrie. Après 9 % en volume en 1987, elle pourrait n'être que de 6 % en 1988, puis seulement de 2 % en 1989.

L'activité restera soutenue dans le bâtiment. La réalisation des grands projets (Jeux Olympiques en Savoie, tunnel sous la Manche, programme autoroutier, etc) et la croissance des mises en chantier de logements pourraient nécessiter une poursuite de la reprise des dépenses d'équipement.



45. Volume d'investissement des entreprises aux prix de 1980

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

Les grandes entreprises nationales continueront à comprimer leurs dépenses, mais moins qu'avant, en raison des programmes nouveaux des moyens de transport (TGV Nord). Leurs dépenses d'équipement ne reculeraient que de 1 % en 1988 et en 1989 (après - 2 % en 1987).

Au total la décélération de l'activité pèsera sur le volume des investissements, mais aussi sur leur destination : peu d'investissements destinés à accroître les capacités, davantage destinés à améliorer la productivité. L'investissement productif des entreprises progresserait encore de 3,6 % en volume en 1988 (après 4,1 % en 1987) et seulement de 1,6 % en 1989. L'investissement a moins d'inertie que la consommation.

Malgré un repli des effectifs salariés...

La crise financière ne semble pas avoir affecté les anticipations des entreprises concernant le niveau de leurs effectifs. Les commerçants continuent d'embaucher et pourraient même accélérer cette embauche dans le commerce de gros. Les entrepreneurs du bâtiment et des travaux publics restent optimistes. Les industriels annoncent qu'ils supprimeront encore des emplois, mais à un rythme ralenti. Cela est dû à ce que l'activité est restée soutenue et aux formes récentes de l'embauche qui permettent, davantage qu'auparavant, d'ajuster les besoins de main d'œuvre aux plans de charge immédiats. Depuis la libéralisation, en août 1986, de la réglementation des contrats à durée déterminée et de l'intérim, ces formes de recrutement se sont rapidement développées. Selon une enquête mensuelle récemment mise au point par le CNPF 75 % des embauches étaient à durée déterminée à la fin de 1987. Pour les mêmes raisons un allongement de la durée du travail a pu être préféré à une augmentation des effectifs dans les secteurs qui ont bénéficié d'un regain d'activité comme le bâtiment et l'automobile.

Dès qu'un infléchissement de l'activité se produira, l'ajustement des effectifs s'effectuera par un non renouvellement des contrats, donc très rapidement. C'est pourquoi, après un répit à la charnière des années 1987-1988, le recul des effectifs industriels pourrait de nouveau s'accélérer après la mi-1988. L'embauche dans les services se ralentissant l'an prochain à cause d'une consommation moins soutenue, l'emploi des secteurs marchands serait stable cette année, après une très légère hausse en 1987, et reculerait de 0,2 % en 1989. La poursuite des réductions d'effectifs dans la fonction publique contribuera aussi à dégrader le marché de l'emploi.

...la montée du chômage pourrait être contenue en 1988, mais s'accélérait en 1989

Notre prévision de l'automne entrevoyait une remontée du chômage dès la mi-1988 ; bien que la prévision actuelle des effectifs soit plus pessimiste, on peut cependant espérer que le chômage soit contenu jusqu'à la fin de 1988, pour trois raisons.

La première est le possible infléchissement du taux d'activité des femmes qui a, semble-t-il, été initié en 1986 et 1987. Certaines femmes, découragées par la difficulté de trouver un emploi, ont pu différer leurs recherches. Jusqu'ici le chômage des femmes a toujours évolué plus défavorablement que celui des hommes ; parmi les jeunes il a moins reculé ; parmi les adultes il a progressé plus vite jusqu'au début de 1987, puis s'est juste stabilisé, alors que le chômage des hommes commençait à reculer. Sans encore inverser une tendance de long terme, l'infléchissement de l'activité des femmes pourrait passagèrement contenir la progression de la population active.

La deuxième est que les retraits d'activité vont se multiplier : les chômeurs âgés non indemnisés sont, depuis la mi-1987, dispensés de recherche d'emploi, mesure qui a déjà permis de faire reculer le chômage des plus de 50 ans et dont les effets devraient se prolonger. De plus les chômeurs de longue durée qui refuseront des stages et les jeunes qui déclineront une proposition de TUC seront radiés. Plusieurs dizaines de milliers de personnes pourraient être concernées.

La troisième raison est le développement des multiples formes de stages (voir encadré 5). On pouvait craindre il y a quelques mois que le financement supplémentaire décidé en août (4 milliards de francs) soit épuisé à partir du printemps 1988 et qu'ainsi l'ampleur du traitement social s'atténue au second semestre. Mais les rythmes d'entrée en stage ont été ces derniers mois plus faibles qu'escompté, ce qui peut expliquer la montée du chômage entre décembre et février. De nouvelles mesures ont été adoptées depuis, qui attribuent à l'UNEDIC un rôle actif dans la politique de formation. Des crédits supplémentaires pourraient être débloqués au second semestre, provenant du reliquat du budget de 1987, et permettraient, selon les déclarations officielles, de financer 300 000 stages en 1988 pour les jeunes et les chômeurs de longue durée (dont 160 000 au premier semestre) soit 27 000 de plus qu'en 1987.

La crainte d'une forte détérioration du marché du travail peut ainsi être dissipée, mais transitoirement. Le chômage atteindrait 2,640 millions à la fin 1988, soit 80 000 personnes de plus qu'à la fin de 1987. En l'état actuellement connu des mesures, il s'élèverait à 2,8 millions à la fin de 1989, soit 160 000 personnes de plus. Le traitement social et les retraits d'activité forcés (radiations) ou induits (non inscription des catégories les plus vulnérables faute de perspective de trouver un emploi) ne permettraient donc que de limiter la montée du chômage, qui sinon aurait atteint environ 220 000 personnes de plus au cours de chacune de ces deux années, tant à cause de l'accroissement de la population active que du recul des effectifs.

5. Principales mesures en faveur des demandeurs d'emploi

Mesures en faveur des jeunes de moins de 25 ans

1) *Stages 16-25 ans* destinés aux jeunes les plus en difficulté. Effectifs fin janvier : 108 050.

2) *Formation en alternance* : plan d'avril 1986, reconduit en juillet 1987

- Stages d'initiation à la vie professionnelle, destinés à faire découvrir l'entreprise aux jeunes. Exonération de cotisations sociales. Ces stages se sont parfois substitués à des emplois.

Effectifs fin janvier : 98 000, en recul depuis l'automne après avoir fortement augmenté au cours des trois premiers trimestres. Ils devraient progresser à nouveau, mais modérément.

- Contrats de qualification destinés à obtenir un diplôme. L'exonération de cotisations a été prolongée jusqu'au 1^{er} juillet 1988.

- Contrats d'adaptation. L'exonération de cotisations a été supprimée depuis le 1^{er} juillet 1987, mais l'Etat continue de prendre en charge une formation de 200 heures.

Les effectifs de ces deux sortes de contrats ne sont pas connus ; on peut les estimer à 230 000 à la fin de 1987 en cumulant les flux mensuels. Leur nombre devrait rapidement diminuer du fait de la fin des exonérations.

3) *Contrats d'apprentissage*. L'exonération est devenue permanente. 130 000 jeunes sont concernés.

4) *Travaux d'utilité collective*. Effectifs fin janvier : 192 319. L'accroissement du nombre de TUC depuis septembre devrait se poursuivre. A l'origine réservés aux jeunes de 16 à 21 ans, les TUC avaient été étendus à partir de juillet 1985 aux jeunes de 21 à 25 ans, à condition que ceux-ci soient chômeurs depuis au moins un an ; une récente circulaire supprime cette obligation, ce qui étend le nombre de bénéficiaires potentiels. La menace de radiation en cas de refus de poste contribuera aussi à accroître le nombre de TUC pour le moment en deçà des objectifs budgétaires.

Mesures en faveur des chômeurs de longue durée

Courant 1987 diverses mesures ont été prises (programmes d'insertion locale, stages et contrats de réinsertion locale...) en complément

des mesures existantes (stages modulaires...). Environ 600 000 chômeurs (sur les 830 000 chômeurs de plus d'un an) ont été convoqués à l'ANPE pour un entretien. 110 000 stages sont actuellement offerts et devraient s'étendre jusqu'à la fin de 1988 (durée des exonérations : un an).

L'accord de l'UNEDIC du 30 décembre 1987

Aux termes de cet accord l'UNEDIC aura un rôle dans le dispositif de formation. L'objectif est de proposer des stages à tous les chômeurs dès le début de l'inactivité et non après dix mois en moyenne, comme c'est le cas actuellement. L'Etat prenant à sa charge les dépenses correspondantes, l'UNEDIC aura intérêt à former le plus possible de chômeurs pour assurer son propre équilibre financier. Cette extension du rôle de l'UNEDIC (de prestataire d'allocations à intervenant actif dans la politique de l'emploi) permettra d'accroître le nombre global de stagiaires, en particulier par une relance des congés de conversion (proposés lors des restructurations) qui stagnaient au cours des derniers mois (environ 2 000 par mois, alors que 70 000 étaient espérés en année pleine). Un accord spécifique sur ce point a été signé le 23 février 1988.

Un repli modéré des taux d'intérêt

En 1988 la politique budgétaire restera marquée par les réductions des impôts et du déficit. Le total des allègements fiscaux inscrits dans la loi de finances initiale est chiffré à 33,3 milliards (10,3 milliards en faveur des ménages, 14,6 en faveur des entreprises et 8,5 du fait des réductions de taux de TVA). Le déficit annoncé est de 115 milliards, contre 129 en 1987 ⁽²⁴⁾. Selon les plus récentes estimations, le déficit de 1987 aurait été ramené à 120 milliards, le budget bénéficiant de meilleures rentrées fiscales que prévu, notamment en provenance de l'impôt sur le revenu, et d'un non dérapage des dépenses. Le redressement de l'activité survenu au cours de 1987 facilitera l'exécution du budget 1988. Sauf modifications consécutives aux échéances électorales le budget de 1989 incluerait 15 milliards d'allègements fiscaux ; le déficit serait réduit de 15 milliards, s'établissant alors à 100 milliards de francs. Des perspectives d'activité moins favorables, de nouvelles dépenses à financer et des réductions de charges de la dette moins importantes qu'escomptées du fait d'opérations de privatisations plus limitées, pourraient en rendre plus difficile l'exécution. La politique budgétaire, légèrement expansive en 1988, devrait, si les objectifs actuels sont maintenus, être plus rigoureuse l'an prochain.

Le financement du déficit budgétaire de cette année diffèrera sensiblement de celui observé en 1987. Les émissions obligataires avaient été particulièrement réduites (80 milliards de francs, après 141 en 1986), grâce aux recettes de privatisation ; supérieures aux prévisions

(24) Pour plus de détails, notamment sur les critiques de ces estimations, on se reportera à « Le budget de 1988 : la continuité a-t-elle un avenir ? », *Lettre de l'OFCE* n° 48, octobre 1987.

(67 milliards au lieu des 30 prévus, après 4 en 1986), celles-ci ont été affectées dans une large mesure à l'amortissement de la dette publique (41 milliards). D'autre part les bons du Trésor ont contribué sensiblement plus au financement qu'ils ne l'avaient fait en 1986. La dette obligataire de l'Etat a donc exceptionnellement peu augmenté en 1987 (+ 5 %). En 1988 les recettes de privatisations seront très réduites et inférieures à ce qui était prévu par le budget (50 milliards de francs, dont 35 affectés au désendettement). Les émissions obligataires pourraient être d'environ 100 milliards, 23 milliards ayant déjà été levés à la fin de février pour contribuer à rembourser 30 milliards de l'emprunt 7 % 1973.

Avec un tel niveau d'endettement public obligataire on assistera à un rééquilibrage des placements. L'année 1987 a été marquée par de faibles émissions obligataires (30 % du total des émissions de titres, contre 57 % en 1986), de très fortes émissions de titres du marché monétaire (40 %, contre 13 % en 1986), principalement en certificats de dépôts, et une bonne tenue des émissions d'actions (30 %). En 1988 une moindre substitution d'actions de sociétés privatisées aux titres publics, une hiérarchie de taux d'intérêt plus normale et les effets négatifs du krach sur les émissions d'actions devraient favoriser de nouveau les placements en obligations et pourraient limiter ceux en titres courts.

Compte tenu des évolutions internationales retenues les taux d'intérêt à long terme pourraient baisser d'environ un point d'ici 1989 et ceux à court terme se tendre légèrement dans un premier temps, diminuer très lentement par la suite et se stabiliser au début de 1989. Les taux courts et longs retrouveraient un écart, relativement habituel, d'environ 1,5 point. Le crédit, favorisé par ces évolutions, le sera aussi par un moins grand développement des fonds propres, et l'offre de crédit à la consommation ne sera pas limitée. Les nouveaux objectifs de la politique monétaire pourraient cependant être respectés. L'agrégat M3 qui avait crû fortement en 1987 (9,1 % pour une fourchette-objectif de 3-5 %, du fait de la préférence pour les titres courts) n'est plus contrôlé en 1988. Quant à l'agrégat monétaire M2 la fourchette-objectif reste de 4-6 % ; alors qu'en 1987 l'augmentation n'a été que de 4 %, elle serait de l'ordre de 6 % en 1988.

Une croissance ralentie

La croissance de la production industrielle, qui a atteint près de 3 % de la fin de 1986 à la fin de 1987, se ralentirait nettement dès le premier semestre de cette année. En moyenne annuelle la hausse atteindrait encore 1 % en 1988 (après 1,6 % en 1987) mais une quasi-stagnation est à craindre l'an prochain. Un déstockage se transmettant de la distribution à la production, puis le ralentissement des demandes interne et externe contribueront à ce ralentissement.

Les nouvelles formes de l'embauche permettant d'ajuster rapidement les effectifs aux commandes et à l'activité, les suppressions d'emplois s'amplifieront dans l'industrie, ce qui assurerait une croissance encore soutenue de la productivité, de 3 à 3,5 % l'an.

Une progression plus vive de l'activité dans les services et le bâtiment permettront au PIB de progresser davantage que la production industrielle, de 1,8 % en 1988, mais de 1 % seulement en 1989.

L'année 1988 paraît ainsi être une année de répit en plusieurs domaines. Le déficit extérieur ne se creuserait pas, la montée du chômage sera probablement contenue et les moyennes annuelles de la croissance économique seront dopées par le rebond d'activité de la fin de 1987.

Par contre l'année 1989 verrait se dégrader la plupart des agrégats. Une nouvelle aggravation du déficit des marchandises et des paiements courants et la difficulté croissante d'enrayer la hausse du nombre des demandeurs d'emploi iront de pair avec des perspectives de faible croissance des exportations, de l'investissement des entreprises et donc du PIB. Contrainte par un environnement international moins porteur, l'économie française paierait ainsi son tribut à la crise boursière ; mais pas davantage que les économies des autres pays européens. A la fin de 1987 la demande avait progressé en France un peu plus rapidement qu'en Europe. Cette tendance se prolongerait au début de 1988, mais s'inverserait ensuite. Le ralentissement de la croissance, plus fort en 1989 en France, serait, si l'on considère l'ensemble des deux années, du même ordre qu'en Europe.

*Achévé de rédiger
le 25 mars 1988*

Perspectives de l'économie française

20. Ressources et emplois de biens et services marchands, aux prix de 1980

En pourcent

	Milliards de francs 1980	Taux de croissance trimestriels												Moyennes annuelles			
		1986	1987				1988				1989				1987	1988	1989
			1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Produit intérieur brut	2 574,3	- 0,2	1,1	1,1	0,4	0,4	0,1	0,1	0	0,2	0,5	0,4	0,3	2,1	1,8	1,0	
Importations	718,8	3,6	1,4	3,2	2,1	0,6	0,5	0,5	0,6	0,7	0,8	0,5	0,5	6,4	4,9	2,5	
Consommation des ménages	1 830,1	0,7	- 0,3	2,0	0,7	0,4	0,1	0,2	0,3	0,3	0,6	0,5	0,4	2,4	2,1	1,5	
Consommation des administrations ...	137,2	1,5	0,9	1,8	1,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,8	0,8	0,8	0,8	4,9	3,6	2,8	
FBCF totale	614,6	- 0,5	1,8	2,1	1,2	0	0,5	0,3	0,1	0,5	0,7	0,5	0,6	2,9	3,0	1,8	
<i>dont</i> : sociétés	322,7	- 0,7	3,2	2,2	2,6	- 0,7	0,4	0,4	0	0,5	0,6	0,5	0,7	4,1	3,6	1,6	
ménages	172,6	- 0,3	- 0,8	2,0	- 1,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,3	0,3	0,2	0,2	- 0,4	1,3	1,5	
autres ⁽¹⁾	119,3	- 0,5	1,9	1,9	0,4	1,3	0,8	- 0,2	0	0,7	1,4	0,9	0,9	4,4	3,6	2,5	
Exportations	693,1	- 0,8	- 0,1	3,9	3,0	0	0	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,4	1,2	4,3	1,0	
Variation des stocks en milliards de francs	18	8,3	16,7	10,3	5,9	8,0	8,0	8,0	7,0	7,0	7,0	7,0	6,0	41,2	31,0	27,0	

<

prévision

>

(1) Administrations publiques, assurances, institutions de crédit et administrations privées.

21. Prix de détail et taux de salaire horaire

En pour-cent

	Taux de croissance trimestriels												Années		
	1987				1988				1989				1987	1988	1989
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Glissement des prix	1,2	0,9	0,5	0,3	0,4	1,0	0,7	0,6	0,7	0,6	0,6	0,7	3,1	2,7	2,6
Glissement du taux de salaire horaire	1,0	0,8	0,8	0,9	0,6	0,8	0,9	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	3,6	3,1	3,0
Moyenne des prix	1,2	0,9	0,6	0,5	0,4	0,9	0,8	0,6	0,5	0,7	0,6	0,6	3,1	2,5	2,5
Moyenne du taux de salaire horaire	0,8	0,9	0,8	0,9	0,8	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	3,4	3,2	3,0

< prévision >

22. Emploi, production, productivité

En pour-cent

	Taux de croissance trimestriels												Moyennes annuelles		
	1987				1988				1989				1987	1988	1989
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Effectifs industriels	-0,6	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-2,4	-2,3	-2,8
Production industrielle	0,1	1,5	1,3	-0,1	0,3	0	-0,2	-0,3	0	0,3	0,4	0,2	1,6	1,0	0,2
Productivité industrielle	0,7	2,0	1,9	0,4	0,8	0,6	0,5	0,4	0,7	1,0	1,1	0,9	4,0	3,3	3,0

< prévision >

23. Eléments du compte des ménages

Pouvoir d'achat ⁽¹⁾

	Taux de croissance trimestriels												Moyennes annuelles		
	1987				1988				1989				1987	1988	1989
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
● des salaires nets ⁽²⁾	- 0,7	0,1	- 0,3	1,4	- 0,6	- 0,3	- 0,8	0	0,2	0	- 1,2	0,2	- 1,2	- 0,3	- 0,8
● des prestations sociales	- 0,1	0,3	1,3	0,6	1,1	- 0,2	0,7	0,2	1,0	0,1	1,3	0,4	1,7	2,6	2,3
● du revenu disponible brut	- 0,9	0,8	0,4	1,0	0	0,8	0	0,2	- 0,1	0,9	0,1	0,3	0,8	1,8	1,1
Taux d'épargne	12,6	13,5	12,2	12,4	12,1	12,6	12,4	12,4	12,1	12,3	12,0	11,9	12,7	12,4	12,1

<

prévision

>

(1) Indice de prix des 296 postes.

(2) Appréciée à partir du salaire horaire, qui ne tient pas compte des primes individuelles, la masse des salaires est ici probablement sous-évaluée.

24. Taux de change

	1987				1988				1989				Moyennes		
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1987	1988	1989
	Dollar-franc	6,12	6,02	6,13	5,74	5,63	5,76	5,79	5,69	5,65	5,65	5,65	5,65	6,00	5,70

< prévision >

25. Taux d'intérêt

En pour-cent

	1987				1988				1989				Moyennes		
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1987	1988	1989
	A court terme ⁽¹⁾	8,4	8,0	7,4	8,1	7,4	8,0	7,7	7,2	6,8	6,5	6,5	6,5	8,0	7,6
A long terme ⁽²⁾	8,7	8,9	9,8	10,2	9,5	9,4	8,7	8,6	8,2	8,0	8,0	8,0	9,4	9,0	8,0

< prévision >

(1) Marché monétaire, jour le jour.

(2) Taux de rendement des emprunts d'Etat.