

N° 49 - Mercredi 25 novembre 1987

LA BOURSE ENTRE L'ÉPARGNE ET L'INVESTISSEMENT

La chute de Wall Street, le lundi 19 octobre, a eu l'effet d'un coup de tonnerre dans un ciel serein. Sa brutale soudaineté l'a fait ressentir très diversement. Pour certains, particuliers ou intermédiaires financiers, elle a provoqué une ruine immédiate et sans appel. Pour les responsables au pouvoir, condamnés à fonctions à un optimisme de façade, il s'est agi d'une simple correction aux excès du marché. Cette correction a sans doute même été salutaire selon ces derniers. L'abcès spéculatif une fois vidé, rien ne devrait plus s'opposer, en effet, à une reprise des investissements réels, que l'on disait bridés, car moins rentables que les placements financiers. La croissance en hériterait des fondements plus solides.

L'arbre de la Bourse cache la forêt des dettes

Mais, dira-t-on, les crises boursières de cette ampleur sont rares. Il n'en est aucune qui se soit déclenchée aussi brutalement depuis la guerre. Et d'agiter le spectre de 1929, seule référence historique de taille comparable. Certes les accidents mortels de personnes et d'entreprises apparaissent peu nombreux dans l'immédiat. Mais combien sont grièvement atteintes et le cachent dans la crainte de se voir exclure de la communauté des affaires. Qui aurait l'inconscience d'étendre une ligne de crédit à un client surendetté ou de passer des commandes et de verser des acomptes à un fournisseur en difficultés ? Ce qui se conçoit dans des accords d'État à État ne vaut pas dans les relations individuelles. *Business is business.*

Quand il y a risque d'épidémie mieux vaut savoir à quel périmètre elle peut être circonscrite. Va-t-on assister seulement à la disparition ou à l'absorption de quelques firmes de courtage new-yorkaises ? Quelques banques d'affaires américaines vont-elles devoir être renflouées pour avoir imprudemment concédé des prêts sur la base d'actifs aujourd'hui largement dépréciés ? Nombre d'entreprises vont-elles être incapables de rembourser des emprunts gagés sur des *cash flows* hypothétiques ? Quelles sont les pertes de recettes publiques à attendre des moins-values fiscales ? Voici que par ondes concentriques le pavé lâché à Wall Street peut sans qu'on y prenne garde éclabousser l'ensemble des activités économiques. Après tout l'euphorie précédente avait

bien dopé le moral de l'Amérique toute entière ! Car c'est la confiance et l'imagination financière réunies qui ont permis que s'édifia une pyramide de crédits, la Bourse se hissant au sommet. A présent que la confiance fait défaut et que la Bourse a chuté, la pyramide menace de s'effondrer à son tour.

La Bourse américaine a eu de tout temps ses adorateurs et ses contempteurs

Pour les premiers elle est le marché le plus évolué qui soit, où l'ensemble de l'information sur la santé des entreprises est synthétisé. Elle œuvre en permanence pour diriger les ressources vers les entreprises les plus efficaces. Plus qu'un simple reflet de l'économie, elle fournit la meilleure évaluation sur l'orientation future des affaires. Elle est l'indicateur avancé de l'économie par excellence.

Pour les seconds ses excès la disqualifient. Elle est toute entière livrée aux mains des initiés qui la manipulent à leur propre profit. Elle met abusivement l'accent sur les résultats à court terme des sociétés. L'attrait d'un titre ne s'y mesurant pas en fonction des efforts de recherche et développement, elle s'avère à terme contre-productive. D'autant plus que, dans la vague actuelle de restructurations, les analystes financiers ont leur propre conception de politique industrielle, qui est loin de coïncider avec celle des dirigeants d'entreprises. Une activité boursière intense est donc plus déstabilisatrice que bénéfique pour l'économie réelle.

Comment départager ces points de vue ? Mais d'abord comment expliquer que la Bourse après avoir perdu tout attrait depuis le milieu des années soixante ait connu un tel renouveau ces dernières années ? Car mises à part de courtes phases de reprise cyclique après les récessions de 1970 et 1974, le pouvoir d'achat des actions n'avait cessé de décliner de 1968 à 1982, où il a retrouvé approximativement le niveau de 1929. Déjà il avait pratiquement stagné de 1936 à 1949. La seule période durablement faste de la Bourse, qui soit postérieure aux années vingt, va de 1949 à 1965.

Sa place a beaucoup varié depuis trois quarts de siècle...

Quand on prend un recul historique encore plus grand, la place de la Bourse dans l'économie des États-Unis apparaît éminemment variable. Lors de la première guerre mondiale sa capitalisation approchait la valeur du PNB, mais elle n'en atteignait plus que la moitié en 1921. Elle la dépassait des deux tiers en 1929, pour rechuter vers 50 % en 1948.

En page 7 :

États-Unis et Europe : limiter une dépendance,
Jean-Marcel Jeanneney.

1. Valeur des actions aux États-Unis, rapportée au PNB



Source : Department of Commerce

Ce n'est qu'en 1964-1965 qu'elle rejoint le PNB. Elle retombe en 1982 à un tiers du PNB, puis s'élève jusqu'en août 1987 à 60 % environ.

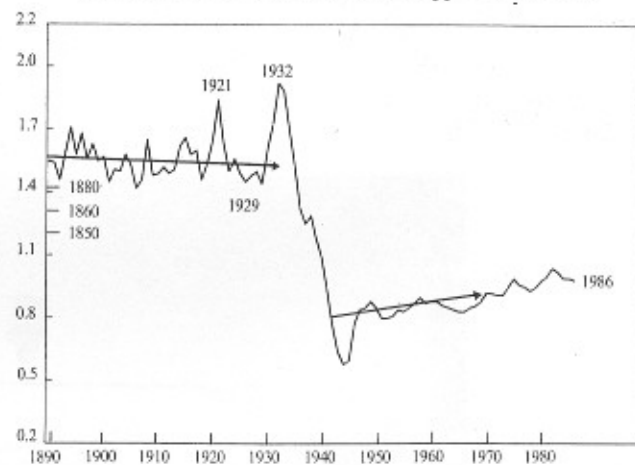
Que la Bourse soit considérée comme instrument de financement de l'économie ou comme réserve de valeur pour les épargnants, elle est donc loin de constituer à long terme une référence stable qui soit proportionnée à l'activité et aux revenus courants. Les causes en sont multiples. Quant au financement on voit intervenir les quantités de capital nécessaires à la production, les modes alternatifs de levée de fonds (obligations, crédits bancaires ou billets de trésorerie), et les besoins concurrents du reste de l'économie (État et collectivités locales, entreprises non cotées, particuliers), facteurs qui modifient la relation entre capitalisation boursière et PNB. En tant que réserve de valeur la Bourse est influencée par les perspectives de développement et le degré de préférence pour le présent, qui conditionnent le volume de l'épargne, et par la fiscalité, qui agit sur la répartition de l'épargne entre actions, obligations et placements monétaires.

... en liaison avec la capitalisation de l'économie

Il n'y a pas de recette unique éprouvée dans l'alchimie boursière, car le dosage des ingrédients semble s'être modifié sans cesse sous l'effet de multiples interactions. Pour illustrer ceci on partira du premier facteur évoqué, le capital physique nécessaire à la production. Celui-ci influence en effet en permanence la valeur de la Bourse, mais par des voies contradictoires. Lors de son implantation il se pose en concurrent des placements financiers ; un rythme excessif d'accumulation, hors de proportion avec le taux d'épargne, pèsera alors sur les cours. C'est au long de son exploitation, en fonction du degré d'efficacité de sa mise en œuvre, que se dégagera sa valeur et donc celle des actions des propriétaires de l'entreprise.

Le coefficient de capital fixe productif privé (rapport du stock net d'infrastructures et de machines au PNB) a pu être reconstitué sur longue période⁽¹⁾⁽²⁾. Ses grandes tendances se

2. Stock net de capital fixe productif privé à coût constant aux États-Unis, rapporté au PNB



Source : Department of Commerce

dégagent nettement à condition d'exclure les fluctuations de court terme, reflets passifs des mouvements cycliques de la production. Il en ressort une hausse au XIX^e siècle, puis une rupture au tournant du siècle, suivie d'un palier descendant jusqu'aux années trente. Après quoi le coefficient de capital chute de près de moitié jusqu'au début des années quarante. Il est stable ensuite pendant vingt ans, puis augmente à partir de la fin des années soixante.

La hausse du coefficient de capital peut avoir différentes origines dans le long terme, si celui-ci est considéré comme un bien homogène. Elle signifie, soit un effort élevé d'investissement visant à développer de nouvelles activités, soit une perte d'efficacité des modes de production existants.

XIX^e siècle : l'âge d'or de la Bourse, alliée de l'investissement

Dans le premier cas l'investissement bien mené peut s'appuyer sur des sacrifices présents dans l'attente d'une production et d'une consommation futures plus grandes. L'épargne consent alors à s'investir avec une rémunération de moins en moins élevée, ce qui permet de s'accommoder de taux de rendements économiques en diminution. Cette logique a prévalu aux États-Unis pendant la seconde moitié du XIX^e siècle. La rémunération, élevée au départ (plus de 10 % pour les obligations de chemin de fer) pour attirer une épargne rare dans ce pays en développement, s'abaissa ensuite et devint vers 1900 comparable à ce qui se pratiquait au Royaume-Uni⁽³⁾. Le rendement des actions, qui se situait, sauf en période de crise, en deçà de celui des obligations, diminua aussi quoique moins nettement, jusqu'à devenir inférieur à celui des places européennes. C'est l'âge d'or de la Bourse américaine. On peut y voir, à juste titre, un témoignage de la santé de l'économie, de sa capacité à organiser son financement et d'une confiance dans l'avenir. L'investissement productif privé oscille alors entre 12 et 14 % du PNB.

1900 est néanmoins un tournant. Depuis quelques années déjà les prix de gros avaient cessé de baisser. Les prix à la consommation commencent à augmenter. Les salaires, longtemps stables, s'élèvent d'environ 2 % l'an. Ce qui est bon pour l'activité l'est moins pour la Bourse, dont les crises se font plus fréquentes (1900, 1903, 1907). Avec la guerre les rendements demandés s'élèvent fortement et atteignent près de 8 %. Après-guerre une nouvelle étape est franchie : la part des salaires dans le revenu total passe de 55 à 65 %.

⁽¹⁾ Sources : Goldswith (R.W.), « The Growth of Reproducible Wealth of the US from 1805 to 1950 », IARIW, 1952, et Creamer (D.), Dobrovolsky (S.P.), Borenstein (I.), « Capital in Manufacturing and Mining, its Formation and Financing », NBER, 1960, repris dans Revue de l'OFCE n° 6, janvier 1984, « La baisse de la rentabilité du capital aux États-Unis », Gérard Dumenil et alii.

⁽²⁾ Voir Revue de l'OFCE n° 16, juillet 1986, « États-Unis, la courte échelle », Philippe Sigogne et Philippe Aroyo.

⁽³⁾ Voir « Les économies occidentales du XIX^e siècle à nos jours », Jean-Marcel Jeanneney et Elizabeth Barbier-Jeanneney, Presses de la FNSP, février 1985.

Les années vingt : prééminence américaine et restructuration industrielle

C'est alors que le comportement d'investissement a changé, en même temps que la structure de la production (déclin relatif de l'agriculture, du charbon, des textiles, des voies ferrées quasiment achevées et de la flotte marchande ; essor de l'électricité, du pétrole, de l'automobile et des biens ménagers). Le taux d'investissement baisse d'environ quatre points dès le milieu des années dix ; dans les années vingt l'amortissement excède l'investissement nouveau. En proportion de la production le stock de capital recule alors. Cette amélioration de la productivité du capital va de pair avec une hausse plus rapide de la productivité du travail, qui témoigne des progrès dans l'organisation du travail. Pour mieux comprendre cette rupture il faut distinguer, dans le capital, les infrastructures et l'équipement en machines. La quantité de bâtiments nécessaires à la production semble n'avoir que lentement augmenté au XIX^e siècle en proportion du PNB et avoir culminé vers 1890-1900. Celle de machines progresse au contraire vivement et atteindra son maximum seulement vers 1925. Ainsi les évolutions des deux composantes du capital se seraient à peu près compensées au cours du premier quart de siècle, mais se seraient cumulées ensuite à la baisse.

3. Part de l'investissement productif privé dans le PNB des États-Unis



Source : Historical Statistics, Department of Commerce

Une nouvelle phase de baisse des prix s'est instaurée. Les entreprises, en particulier celles des nouveaux secteurs de l'énergie, disposent de fonds abondants, qu'elles cherchent à valoriser. Le crédit est de plus en plus largement distribué, car il procure de confortables rémunérations aux intermédiaires financiers. Le budget fédéral étant excédentaire dès 1920, le remboursement de la dette publique vient alimenter le marché financier privé. L'étroitesse du marché des titres publics qui en résulte ôte à la Réserve fédérale des possibilités d'action.

Un autre élément qui a pesé lourd dans le renouveau de la Bourse de la seconde moitié des années vingt est le contraste entre les santés économiques sur les deux rives de l'Atlantique. Tandis que les États-Unis sont les grands vainqueurs du conflit mondial, en Europe au contraire l'Allemagne, d'abord en pleine débâcle, demeure inquiète, la France appauvrie se redresse avec difficultés, et le Royaume-Uni, qui a le tort de vouloir restaurer à l'identique la valeur or de sa monnaie, souffre de la surévaluation de la livre. Des sorties de capitaux importantes vont en découler, accentuées par les troubles sociaux.

Tous les ingrédients ont été alors réunis pour que la Bourse retrouve sa place dans l'économie des États-Unis. Mais quelle place ? Les données disponibles sur le capital

physique et son rendement économique ⁽⁴⁾, sur les évolutions monétaires de l'après-guerre ⁽⁵⁾ et les mouvements internationaux de capitaux tendent à situer vers 1926-1927 cette remise à flot. La capitalisation boursière rejoint alors la valeur du PNB et le taux de rendement redescend vers 5 %. La suite relève de la spéculation.

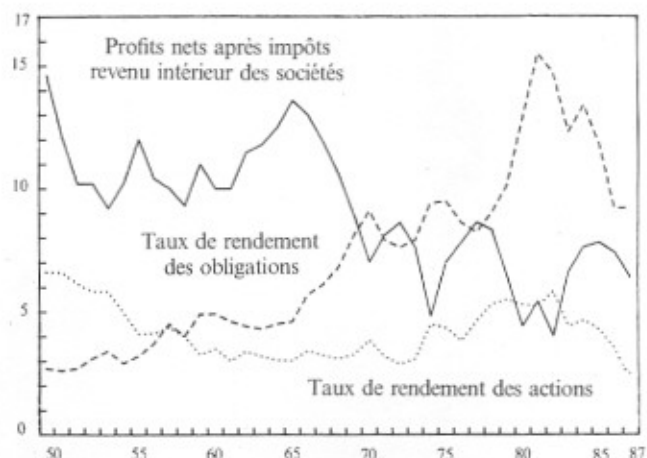
L'histoire économique de la montée du coefficient de capital, puis de sa stabilisation, s'est reproduite à deux occasions, comme on l'a vu plus haut, séparant les années 1945-1987 en deux périodes égales. Elle ne bégaie cependant pas, car dans la recette du retour à la confiance boursière les proportions ont changé.

Les « golden sixties » : le « come back » du profit et de la Bourse

Ainsi les tensions Est-Ouest, la diminution des dépenses publiques, qui pèse sur l'activité, et les besoins élevés de rénovation d'un appareil de production vieilli se sont d'abord opposés à une remontée rapide de la valeur des actions. Celle-ci n'a pris corps qu'à partir de 1954. Elle fut facilitée par l'effacement rapide de l'énorme dette publique accumulée de 1942 à 1945 pour soutenir l'effort de guerre, et par de bas taux d'intérêt. La convalescence s'achève dans la seconde moitié des années cinquante. La Bourse va se trouver ensuite dopée jusqu'en 1965. Le ralentissement de la formation de capital a alors permis d'utiliser plus complètement les capacités de production, ce qui a eu pour conséquence de relever très fortement le taux de profit tout en conservant des hausses de prix modérées. Il en résulte vraisemblablement une vision exagérément optimiste de la santé des entreprises. Pendant cette phase, la plus brillante des « trente glorieuses », le taux de rendement des actions s'est installé aux environs de 3 % seulement.

Au même moment le phénomène inverse est survenu en Europe et au Japon. L'effort d'investissement s'est accéléré et l'inflation est repartie, tandis que les Bourses cédaient du terrain. La construction européenne et l'émergence japonaise n'avaient à l'évidence pas trop de capitaux pour s'effectuer. Le V^e Plan français mettait d'ailleurs amplement l'accent sur les problèmes de financement et de sélection des investissements.

4. Profits et taux de rendement aux États-Unis



Source : Department of Commerce

⁽⁴⁾ Cf. Dumenil et alii (op. cit.) : le taux de profit est d'environ 9 % contre 13 % avant guerre.

⁽⁵⁾ Cf. « Les économies occidentales du XIX^e siècle à nos jours » (op. cit.).

Total dont :	Agriculture Mines. BTP	Manufacturés	Commerces	Services Transports	Finances Immobilier	Résidentiel
+ 576	- 36	+ 26	+ 88	+ 106	+ 127	276

Source : Department of Commerce.

La balance des paiements courants des États-Unis était alors très excédentaire, comme au cours des années vingt. Les États-Unis n'avaient nullement recours à l'argent des autres pour alimenter la Bourse. Et, contrairement aux années vingt, l'auraient-ils sollicité, cet argent n'aurait pas été disponible, en raison des besoins grandissants partout dans le monde. C'est probablement ce qui a limité l'expansion de la Bourse à cette époque, et évité une trop vive spéculation.

Les années soixante-dix : l'investissement à crédit ruine la Bourse

Les années soixante-dix ont sonné le glas du marché des actions, érodé par le tassement des profits et la hausse des prix et des taux d'intérêt. Dans un premier temps, jusqu'en 1973-1974, les hauts niveaux d'investissement ont accru rapidement le stock du capital, alors que le volume des profits stagnait et que la part des salaires dans le revenu total augmentait de près de cinq points. La dette publique continua cependant de s'alléger et le marché redressa la tête en 1972 quand les taux d'intérêt se relâchèrent... Une performance modeste, comparée à celle du Japon où les cours doublent cette même année. Le Japon est l'exception, en passe de devenir le modèle unique : la productivité du capital s'améliore, le taux de rendement des actions passe sous la barre des 3 %, devenant ainsi durablement inférieur à celui constaté aux États-Unis.

En 1974 il faut se rendre à l'évidence : c'est grâce à la montée de l'endettement qu'une crise du type de celle de 1929 a été évitée. Certes, à ce moment, le mot d'ordre dans les entreprises américaines est : assainissement des bilans. Mais aux États-Unis et à l'étranger, à l'exception de la RFA, les taux d'intérêt réels à court terme sont négatifs. Même le rendement des obligations américaines reste inférieur à la hausse des prix entre 1975 et 1978. C'est alors que les banques américaines vont exporter l'endettement, y compris vers un grand nombre de pays en développement. Les monnaies *off-shore* échappent à tout contrôle.

Durant cette seconde moitié des années soixante-dix tout s'est ligué contre la Bourse qui stagne. En 1979 les cours ne sont toujours pas supérieurs à ceux de 1969. Il y a en effet bien d'autres opportunités de placement : le taux d'investissement s'est redressé dans l'ensemble de l'économie et a retrouvé des niveaux inconnus depuis soixante-dix ans ! La dette publique a cessé de se réduire en proportion du PNB, ce qui ferme un des robinets du financement privé. La fiscalité et la hausse des prix amputent les profits réels des entreprises : le taux de marge, après impôts et correction pour la valorisation des stocks et l'amortissement, va tomber de 8 à 4 % du revenu intérieur des sociétés ; il était compris entre 12 et 14 % au milieu des années soixante. La rémunération de l'épargne offerte à l'étranger est beaucoup plus attractive. De plus la situation politique intérieure américaine se détériore en écho à la perte de prestige des États-Unis dans le monde. Face à cette situation le taux d'épargne des ménages amorce une chute qui ne cessera de s'amplifier.

Les années quatre-vingt : restructuration sans épargne intérieure

L'insuffisance d'épargne intérieure va se trouver projetée sur le devant de la scène pendant toutes les années quatre-vingt. C'est la grande nouveauté de la présente crise par rapport aux précédentes. C'est par là que va échouer la stratégie de renouveau mise en place par l'administration Reagan.

En 1980 les États-Unis sont en pleine inflation. La monnaie s'est dépréciée depuis deux ans. Aux coups de griffe donnés à l'hégémonie américaine par les Européens à la fin des années soixante se sont ajoutées les morsures japonaises des années soixante-dix. La meute se gonfle maintenant des nouveaux pays industrialisés d'Asie. Il est temps de frapper un grand coup pour rendre aux États-Unis leur *leadership*. Faute de quoi la concurrence finira de laminier le taux de profit dont la tendance baissière ne fait plus de doute en 1980.

Le programme est lancé. Il est ambitieux. L'inflation sera éradiquée par une politique monétaire rigoureuse qui rendra la confiance au marché. Le coût du capital est abaissé grâce à des aides fiscales conséquentes qui permettront la modernisation de l'appareil de production. L'incitation au travail doit bénéficier de l'allègement des impôts. La déréglementation libérera les initiatives. Les théoriciens de l'offre escomptent de tout cela une réactivation de l'épargne qui pourra ainsi alimenter sans tension sur les prix ce grand bond en avant. La suite est connue. La montée du dollar fait apparaître encore plus criante l'inadéquation de l'offre américaine à la demande des consommateurs et des entreprises. Les produits japonais, asiatiques, allemands et même français déferlent pour satisfaire la boulimie des clients US, d'autant plus volontiers que les autres marchés sont bouchés. A quoi bon en effet épargner aujourd'hui pour acheter peut-être demain des produits nationaux alors que les produits étrangers sont disponibles maintenant à bas prix !

La Bourse a peu réagi jusqu'en 1984. Car, si la confiance revient bien, il n'y a pas encore trop d'argent pour faire tout ce qui est souhaité. Les profits après impôts se redressent, mais l'investissement repart vigoureusement. La contrainte monétaire est moins forte depuis 1982 et le dollar sert de valeur refuge pour les placements étrangers (crise polonaise, latino-américaine, affaire des euro-missiles), mais cela permet seulement d'atténuer les tensions en 1984 quand l'activité frôle la surchauffe. Les taux d'intérêt se redressent alors et menacent d'étouffer la croissance.

La Bourse se nourrit d'une demande faible et de taux d'intérêt réels élevés

Ce qui va réellement faire repartir la Bourse, c'est en définitive un ensemble de faits économiques qui se révéleront être de mauvaises nouvelles. De même que les bonnes nouvelles récentes ne sont pas étrangères à sa chute. Un paradoxe apparent, qui se dissipe à la lumière de l'expérience historique, puisqu'un trop-plein de ressources financières a

pour résultat de rehausser le prix des titres. Ainsi la croissance des États-Unis s'essouffle dès la mi-1984, entraînant le Japon à sa suite et bon nombre de nouveaux pays industrialisés. Dans tous ces pays les capitaux manquent subitement d'emploi et viennent se placer, faute de mieux, aux États-Unis. L'adoption de la loi Gramm Rudman visant à réduire le déficit budgétaire laisse entrevoir une moindre ponction de la dette publique, ce qui détend les taux d'intérêt à long terme. Puis la baisse du prix du pétrole et des matières premières réduit les anticipations inflationnistes.

Au début de 1986 tous les ingrédients sont à nouveau réunis pour une flambée boursière. En Europe comme au Japon la baisse du dollar ampute les exportations, mais réduit les coûts et l'investissement. Les profits sont gagnants deux fois, car les salaires restent sages. L'arrêt de l'exploration laisse aux compagnies pétrolières des trésoreries pléthoriques. Rien de tel pour susciter l'activisme des maisons de courtage, puis des banques d'affaires américaines, quand comme en 1929 trop d'argent reste sans emploi dans trop peu de mains.

En effet de réels besoins de restructuration existent dans les entreprises américaines. Les exemples tirés du Japon ou même d'Europe tendent à prouver que la gestion s'est assouplie du fait du gigantisme des firmes et de leur diversification excessive, qui nuisent à tout contrôle. La mode est de plus en plus au recentrage sur l'activité principale. La cote des firmes s'en ressent à Wall Street. Les départements de fusions et acquisitions fleurissent dans les institutions financières et les OPA (offres publiques d'achat) se multiplient. Les *raiders* y ajoutent un caractère spectaculaire. Sous la menace, nombre d'entreprises, ou même leurs cadres, vont jusqu'à racheter leurs propres actions, au prix d'un endettement croissant. Elles accroissent par là-même leur vulnérabilité. La déréglementation autorise en effet des montages financiers de plus en plus complexes en jouant d'un important effet de levier et les émissions d'obligations à haut risque (*junk bonds*) se développent vivement. Parties de rien en 1982, elles atteignent 130 milliards de dollars à la mi-1987.

L'endettement des entreprises et des particuliers ne s'est donc pas réduit ces dernières années, contrairement aux objectifs visés en 1974 et confirmés en 1979 par la nouvelle politique de la Réserve fédérale américaine. Bien au contraire, il n'a cessé de s'amplifier, atteignant aujourd'hui, selon Maurice Allais, 180 % du PNB, contre 157 % en 1929. Toute tension nouvelle sur les taux d'intérêt ne pouvait manquer de rendre les marchés particulièrement nerveux.

Celui qui déclenche la hausse des taux est désigné comme le principal fautif du krach. En 1929 c'était Norman Montagu, le gouverneur de la Banque d'Angleterre soucieux d'interrompre les sorties d'or. Depuis quatre ans déjà, à cette époque, Britanniques, Français et Allemands demandaient aux Américains de baisser leur taux... ce qui ne fit qu'alimenter la spéculation. Cette fois-ci la RFA et le Japon sont montrés du doigt, la première pour avoir relevé le taux des prises en pension, le second pour avoir envisagé d'encadrer le crédit. En fait rien de tout cela n'aurait eu lieu si les craintes inflationnistes n'avaient resurgi au début de 1987, dans un contexte où rien ne laissait entrevoir le ralentissement de la montée de l'endettement américain.

Qu'est-ce donc qui a pu précipiter le retournement à la baisse du lundi 19 octobre? La mauvaise nouvelle est connue : le déficit extérieur du mois d'août. De bonnes le sont moins : la reprise en cours de la demande interne japonaise et le redressement des projets d'investissement, et aussi un climat des affaires plus optimiste en Europe au cours de l'été, une reprise de l'exploration pétrolière. C'est enfin une demande d'importations plus vigoureuse de la

part de nouveaux pays industriels, voire de certains autres pays en développement. Pour beaucoup il était temps de prendre ses bénéfices et de retourner aux affaires sérieuses.

Et en France ?

La Bourse française occupait au début du siècle une place importante, comme aux États-Unis, dans le financement de l'économie. La hausse des prix ne s'était diffusée qu'à partir de 1905, soit plus tard qu'en Amérique du Nord. Mais la guerre de 1914-1918 et l'inflation des années 1924-1926, consécutive à la baisse du franc, portent de premiers coups au marché des actions. La Bourse monte moins qu'aux États-Unis en 1928-1929 et retombe dès 1932, en monnaie constante, à son niveau de 1919.

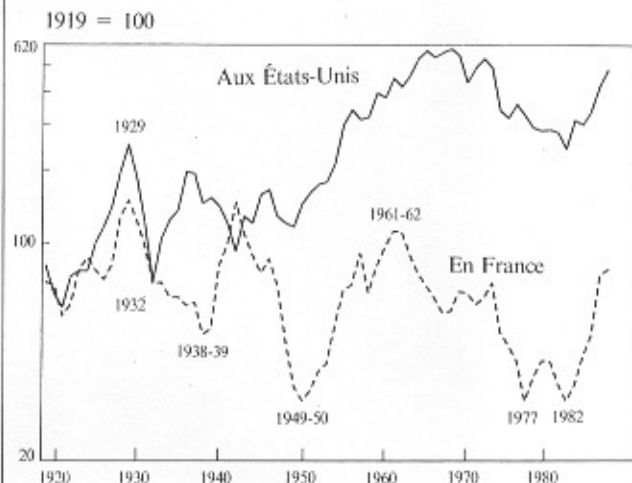
Contrairement à ce qui se passe outre-Atlantique le déclin est continu dans les années trente et s'accuse en 1938-1939 à l'annonce de la guerre. La reprise qui s'ensuit au début de l'occupation ne doit pas faire illusion en raison des blocages de prix et de rémunérations qui faussent les calculs en termes réels : les cours s'effondrent de 1946 à 1949.

La période de reconstruction est faste pour la Bourse, en particulier les années 1953-1954 de stabilisation des prix. La France participe à la reprise générale, alors très vive en Europe. Cette reprise s'interrompt dès le début des années soixante, en RFA d'abord, puis en France et en Italie en raison de la rareté des moyens financiers qui satisfont difficilement aux besoins élevés d'équipement et de logement.

La montée de l'inflation et la baisse des profits vont éroder le cours des actions, surtout de 1973 à 1977. La phase de rémission de 1979-1980, qui résulte de meilleurs profits (libération des prix industriels et activité plus soutenue dans un contexte monétaire assoupli) et d'un régime fiscal incitatif (SICAV Monory) est de courte durée et la Bourse retombe en 1981-1982 pour des raisons purement internes (hausse des charges des entreprises, nationalisations...). Le retour à une politique plus favorable aux entreprises permet à partir de 1983 de regagner rapidement le terrain perdu par rapport aux Bourses étrangères.

Cependant en 1987 le cours des actions françaises, exprimé en monnaie constante, excède d'à peine 10 % celui de 1919. La capitalisation boursière s'est considérablement réduite et n'atteint plus qu'environ 23 % du produit intérieur brut.

Cours des actions en monnaie constante



Source : « Les économies occidentales du XIX^e siècle à nos jours », J.-M. Jeanneney et E. Barbier-Jeanneney, Presses de la FNISP, février 1985.

	Total dont	Agriculture Mines. BTP	Manufacturés	Commerces	Services Transports	Finances Immobiliers
en 1984	+ 32	+ 1	+ 22	+ 8	+ 4	+ 2
en 1986	+ 3	0	+ 2	0	+ 3	+ 9

Source : Department of Commerce.

Le roi profit est nu...

La réforme fiscale américaine a sans doute joué un rôle dans l'appréciation des profits futurs. La décomposition par secteur d'activité montrait que l'essentiel des hausses de profits en 1986 provenait des activités financières et immobilières, alors qu'en 1984 elles étaient concentrées dans l'industrie. Les accumulations d'actifs nets réels (exprimées aux prix de 1982) se sont chiffrées à près de 600 milliards de dollars entre 1983 et 1986, mais une infime partie (moins de 5 %) provient du secteur manufacturier. Il était certainement plus profitable pour les entreprises d'acheter des parts de marché en acquérant d'autres firmes, que d'accroître les capacités de production. La condition nécessaire pour que l'épargne accepte de faibles taux de rendement, c'est-à-dire pour que les sacrifices présents trouvent leur compensation dans une production et une consommation futures accrues, n'était à l'évidence pas remplie.

En tendant à réduire les investissements refuges pour réserver le marché aux investissements productifs la réforme fiscale a probablement sapé l'une des bases de spéculation. Elle entérine aussi l'échec de la politique précédente qui aura bien peu contribué à renforcer la position concurrentielle des États-Unis. En accroissant la fiscalité des entreprises, elle met à nu la faiblesse des profits. L'ère du monopole américain est révolue. Pris en tenailles entre la contestation japonaise pour la suprématie et les ambitions des pays d'Asie à bas salaires le taux de profit aux États-Unis ne pourra être restauré que par l'innovation... ou l'isolement.

Encore une fois, quelle place accorder à la Bourse, passée en cinq ans d'un tiers aux trois cinquièmes du PNB ? La référence 1983-1984 est sans doute assez valable à court terme. Elle nous ramènerait vers un Dow Jones de l'ordre de 1 800. Mais les effets cumulatifs d'une aussi forte baisse ne peuvent être négligés, car les profits se situeraient beaucoup plus bas en cas de récession. Une chute de moitié de la Bourse par rapport à son sommet d'août dernier (2 700) ne peut donc être exclue. Ceci impliquerait, au gré des nouvelles sur le commerce extérieur ou l'indice des prix, dont le marché est si friand, une succession de glissements entrecoupée de reprises passagères, à mesure que s'étaleraient les pertes des entreprises.

... ce qui dévalue les réserves en dollars... et le dollar

L'incidence de cette perte de richesse sur la consommation a fait l'objet d'estimations largement diffusées. Mais tout dépend du point d'équilibre final qui est retenu. Ainsi la baisse récente « ne conduirait qu'à » une réduction de la consommation comprise entre 0,5 et 1 %, mais la division par deux des cours l'amputerait d'environ 2 %. Une enquête menée auprès des ménages dans la semaine suivant le lundi noir montre pour le moment une chute de confiance limitée⁽⁶⁾. Les excès de l'été sont effacés et le climat redevient ce qu'il était au printemps. Il reste que, selon le même sondage, 15 % seulement des personnes interrogées s'attendaient à une nouvelle baisse de la Bourse, alors que 25 %

escomptaient de nouvelles et fortes hausses. En Europe l'incidence directe sur la consommation est estimée beaucoup plus faible, la Bourse tenant une moins grande place dans l'économie.

Mais la consommation n'est pas tout. Les caisses de retraite, les fonds communs de placement, les assurances, les institutions financières et les entreprises se retrouvent avec des actifs dépréciés et des perspectives d'activité réduites à un moment où l'inflation pourrait bien ralentir. La tendance va être à la hausse des cotisations, au freinage des salaires et à la constitution de provisions pour couvrir les pertes. Les marchés de matières premières et de pétrole, dont l'équilibre était fragilement assuré, peuvent à tout moment basculer vers la baisse des prix. Plus question dans ces conditions de reconstituer des stocks.

La baisse du dollar que nous escomptions en septembre (1,70 DM et 130 yen en 1988) est déjà dépassée en ce qui concerne le mark et les monnaies du SME. C'est un moyen pour les États-Unis de différer la récession. C'est un handicap de plus pour l'Europe, qui y perdra des parts de marché. La modeste croissance des exportations envisagée pour 1988 (environ + 2,5 % au Royaume-Uni et en France, et + 1 % en RFA) peut très vite se transformer en baisse. Il y a là de quoi interrompre toute progression des capacités de production, ce qui suffit à faire se contracter les investissements industriels. Ce n'est plus tant l'effet de richesse sur la consommation, réservé à une minorité, qui importerait à ce stade, mais la recrudescence des pertes d'emploi.

Le retour au réel

Que peuvent faire les États pour éviter un tel enchaînement ? Ouvrir les vannes de la création monétaire pour éviter les faillites en cascade ? Cela semble acquis grâce à l'expérience passée. Mais, prise isolément, une telle mesure est une politique de gribouille, car l'endettement déjà excessif s'en trouverait encore gonflé. Par ailleurs il est fort peu probable que de bas taux d'intérêt suffisent à relancer l'investissement lorsque la menace d'une récession se profile.

Faut-il conserver ou assouplir les politiques budgétaires au moment où le ralentissement de l'activité peut spontanément creuser les déficits ? Ce qui est souhaitable aux États-Unis, où l'épargne intérieure est trop faible, à savoir la restriction, ne l'est sans doute pas en Europe et *a fortiori* au Japon. Tant qu'à devoir supporter des déficits accrus, mieux vaudrait qu'ils proviennent de dépenses en progression que de recettes en baisse.

A un moment où une détente des taux d'intérêt est possible, le service de la dette publique va se trouver allégé. Il y a là une opportunité pour les États européens de se concerter pour accélérer ou étendre les projets communs de développement d'infrastructures, de télécommunications, et de recherche scientifique. Eurotunnel, le TGV, Hermès montrent une voie de salut commun, mais bien insuffisante. C'est en l'élargissant que l'on redonnera vie à la confiance.

Philippe SIGOGNE

Directeur du département des diagnostics de l'OFCE

⁽⁶⁾ Enquête spéciale du Conference Board, réalisée du 22 au 25 octobre 1987.

ÉTATS-UNIS ET EUROPE : LIMITER UNE DÉPENDANCE

Dans le désordre actuel de l'économie mondiale nul ne peut prévoir ce que demain sera. D'autant moins que les dirigeants des États-Unis sont inspirés par des doctrines contradictoires. Il n'est cependant pas vain de réfléchir aux effets des politiques économiques susceptibles d'être mises en œuvre dans cette économie dominante et à leurs conséquences pour l'Europe.

Cinq ordres de faits sont dès maintenant patents :

- La croissance de l'économie américaine, qui a débuté au premier trimestre 1983, dépasse dès maintenant la durée moyenne des phases cycliques d'expansion en ce pays.

- L'ampleur du déficit budgétaire fédéral et du déficit de la balance des paiements — l'un et l'autre étant liés — constitue, alors que l'épargne des ménages et des entreprises est insuffisante, une grave menace pour l'équilibre de l'économie des États-Unis. Il y faudra bien remédier tôt ou tard, encore que le dollar, grâce à son rôle de monnaie mondiale, permette de retarder l'échéance.

- La chute de Wall Street depuis le 19 octobre témoigne de l'inquiétude des milieux financiers. Par ses conséquences, tant psychologiques que patrimoniales, elle risque de précipiter le retournement conjoncturel déjà inscrit dans le cycle.

- Le dollar, qui depuis 1973 flotte au gré de mouvements internationaux de capitaux plus ou moins incontrôlés, est susceptible de varier, en baisse ou en hausse, bien au-delà du cours qui serait propre à assurer à long terme un équilibre de la balance des paiements. Il est dès maintenant sous-évalué par rapport au yen et aux principales monnaies européennes.

- L'élection du président des États-Unis et le renouvellement du Congrès auront lieu en novembre 1988. Or une telle échéance électorale est habituellement précédée de politiques budgétaires et monétaires expansives.

Cela étant, il semble que les gouvernants américains hésitent actuellement entre le recours à trois instruments :

- Soit réduire substantiellement dès maintenant le budget fédéral, afin de limiter la consommation et, par là, le déficit extérieur, avec l'espoir que la confiance retrouvée et la baisse des taux d'intérêt qui pourrait en résulter permettraient d'atténuer assez les effets récessionnistes d'une telle politique budgétaire pour qu'elle apparaisse bénéfique avant novembre 1988.

- Soit continuer à favoriser une baisse du cours du dollar par une politique d'argent à bon marché, afin de redresser la balance commerciale, en volume d'abord, en valeur ensuite, tout à la fois pour ramener à l'équilibre la balance des paiements et stimuler l'activité économique interne. Pendant le délai de six à dix-huit mois qui s'écoulerait toutefois avant que le commerce extérieur bénéficie de la baisse du cours du change, un effondrement du dollar serait à craindre, en raison de mouvements de capitaux induits par la perspective même de cette dépréciation. Mais ce mouvement pourrait être maîtrisé par les États-Unis en empruntant en yen ou en mark, comme il fut fait sous la présidence Carter. On escompterait que, les prix des matières premières étant cotés en dollars, l'effet inflationniste se limiterait à une hausse modérée du coût de la vie, qui, si les salaires ne la suivaient pas intégralement, aurait l'avantage d'accroître, au moins momentanément, l'épargne des entreprises et, par là, l'épargne globale.

- Soit recourir aux mesures protectionnistes réclamées de longue date par le Congrès pour réduire le déficit commercial et aussi pour maintenir l'emploi, en restaurant la rentabilité d'entreprises ruinées par des importations à bas prix. Ce protectionnisme aurait des effets économiques intérieurs analogues à ceux d'une dépréciation du dollar, mais plus sélectifs, et il n'entraînerait pas de mouvements spéculatifs de capitaux. Il aurait en outre l'avantage de procurer des ressources au budget fédéral si l'on veut bien recourir à des droits de douane plutôt qu'à des contingents. L'inconvénient serait de provoquer une hausse de certains prix intérieurs et de risquer des représailles d'autres pays.

Il est possible de combiner ces trois politiques, en dosant l'usage de chacune d'elles pour limiter leurs effets récessifs ou inflationnistes. Mais il est clair qu'un équilibre durable de

l'économie des États-Unis ne peut être atteint que par un accroissement de l'épargne privée et une réduction de la désépargne publique, non par une dépréciation accentuée du dollar permettant seulement d'ajourner l'assainissement nécessaire.

On ne peut dire actuellement à quelles médiocrités le Président et le Congrès recourront, mais, quelles qu'elles soient, il est dès maintenant certain que l'Europe en pâtira, au moins pendant un temps. Car tout redressement de la situation des États-Unis devra se traduire par une réduction de leurs importations et un accroissement de leurs exportations. Non seulement l'activité de l'Europe sera directement affectée, mais elle le sera plus encore par le reflux vers elle d'exportations de pays, notamment asiatiques, pour qui les États-Unis étaient devenus un débouché essentiel. Cette concurrence sera d'autant plus redoutable que nombre de ces pays appliquent à des techniques très productives le travail d'hommes et de femmes dont les salaires sont, sauf au Japon, trois à cinq fois moindres que les salaires européens.

Une réduction du déficit des États-Unis résultant d'une politique budgétaire restrictive ou d'un protectionnisme serait un moindre mal pour l'Europe, car seul le commerce extérieur des États-Unis s'en trouverait affecté. Mais si cette réduction est obtenue par une baisse accentuée du dollar, tous les pays d'Amérique du Nord, d'Amérique du Sud et d'Asie englobés dans la zone dollar verront leur capacité concurrentielle, déjà grande, fortement accrue.

Il faudra donc que l'Europe en tant que telle se défende, ce qu'aucun des États membres ne pourrait faire seul.

La CEE devra se protéger par un droit de douane compensateur *ad valorem* uniforme, applicable à toutes les marchandises en provenance de la zone dollar. Proportionnel à la sous-évaluation du dollar en terme de parité de pouvoir d'achat, il serait donc susceptible de varier avec le temps. Elle devrait en outre instituer des droits de douane spécifiques sur les importations de certains produits en provenance de pays à bas salaires, pour n'en pas être inondée.

D'autre part on ne peut plus souffrir que les fluctuations du dollar perturbent le SME. Il convient donc de vite franchir une nouvelle étape de la construction européenne, en se hâtant de faire de l'Ecu une vraie monnaie, commune à tous les pays membres, gérée par un organisme communautaire auquel les États auront délégué leur souveraineté monétaire. Cet organisme serait responsable du maintien du pouvoir d'achat intérieur de l'Ecu et aurait à régler son émission pour éviter aussi bien une déflation qu'une inflation. Grâce à quoi l'Ecu deviendrait une monnaie de réserve. Cela ne suffirait certes pas à empêcher les États-Unis de continuer à mettre le dollar au service de leurs intérêts nationaux. Mais l'Ecu, combiné avec l'arme douanière, donnerait à l'Europe un poids lui permettant de négocier d'égal à égal avec les États-Unis et le Japon pour instituer un ordre monétaire international. Faute de quoi l'économie mondiale sera vouée à des aventures très néfastes.

La chute de toutes les Bourses du monde, à laquelle nous venons d'assister, au lieu de marquer le début d'une longue crise, se révélera bénéfique si elle provoque une baisse des taux d'intérêt à long terme et incite les détenteurs de capitaux à préférer les investissements réels aux placements spéculatifs. Mais cette reprise des investissements ne pourra avoir lieu qu'autant qu'une perspective de croissance européenne sera vraisemblable, et cette baisse des taux d'intérêt qu'autant que l'Ecu sera reconnu comme un bon étalon des valeurs au long des ans. C'est pourquoi il est essentiel de protéger l'Europe contre des concurrences extérieures ruineuses et de la doter d'une monnaie unique.

Certes la tâche ainsi assignée aux gouvernants européens est ardue, mais elle est à la mesure des risques courus.

Jean-Marcel JEANNENEY

FRANCE

Les prix à la consommation ont augmenté de 0,2 % en octobre, soit 3,1 % en un an, et 2,9 % depuis le début de l'année. Ce résultat encourageant (octobre est saisonnièrement élevé) était partiellement attendu en raison de l'étalement des effets de la baisse de la TVA sur l'achat et la location de véhicules. Il a encore un peu bénéficié, comme en septembre, de la diminution du prix de l'essence (-0,6 %), mais n'en demeure pas moins satisfaisant compte tenu du relèvement des loyers. La baisse des cours du dollar contribue à alléger le coût, exprimé en francs, de nos importations de matières premières et de pétrole. Un regain de tension inflationniste apparaît dès lors peu probable au cours des prochains mois.

Le déficit du commerce extérieur a atteint 4,9 milliards en octobre, après - 2,4 en septembre. L'alourdissement de la facture énergétique de 1,1 milliard, dû à la hausse des prix pétroliers et des quantités, est presque compensé par l'amélioration de l'excédent agro-alimentaire de 0,8 milliard. Mais le solde industriel s'est de nouveau dégradé de 2,2 milliards (déficit de - 2,8 en octobre). L'amélioration du troisième trimestre, due à la progression des exportations, est donc très fragile. En octobre les exportations manufacturières se sont tassées, alors que les importations ont vivement progressé. La poursuite d'une hausse de la demande étrangère, anticipée par les industriels interrogés par l'INSEE en octobre, risque d'être remise en cause par la crise financière récente. Nos exportations en souffriront d'ici la fin de l'année. Les déficits (31,2 milliards de janvier à octobre pour les échanges de marchandises et 17,2 milliards de janvier à septembre pour le solde des paiements courants) risquent donc de se creuser davantage.

Les réserves de change de la France, en devises, se situaient au début de novembre aux alentours de 100 milliards de francs, à peine supérieures à ce qu'elles étaient à la charnière des années 1986-1987. La dévaluation du 12 janvier dernier avait été précédée de six mois d'amenuisement des réserves et suivie d'une reconstitution partielle jusqu'en avril. L'emprunt réalisé auprès du Fonds européen de coopération monétaire (FECOM) au début de janvier avait été remboursé par anticipation en mai. Depuis les réserves en devises se sont à nouveau progressivement réduites (d'environ 30 milliards de francs). Après avoir dû intervenir vigoureusement pour soutenir le franc vis-à-vis du DM, la Banque de France a décidé à partir du 29 octobre de laisser le cours du mark à

Paris monter au-dessus de son cours pivot de 3,35 F. Il a atteint son maximum le 10 novembre à 3,41 F. Le cours plafond est de 3,43 F depuis le dernier aménagement monétaire.

Depuis la crise boursière le point le plus bas des cours a été atteint le 10 novembre, selon l'indice des agents de change (CAC). La progression des cours, après une stagnation en 1982, avait été continue depuis le début de 1983 jusqu'à mars 1987. D'une fin d'année à l'autre les cours avaient augmenté en valeur nominale de 56 % en 1983, 16 % en 1984, 46 % en 1985, 50 % en 1986 et d'environ 15 % jusqu'au point haut de 1987 (le 26 mars). L'indice avait été multiplié par 4,6 au cours de cette période. Au 18 novembre, il était de 299,7, soit près de 200 % au-dessus du niveau du début de 1983, mais 35 % au-dessous du point haut de 1987. En francs constants les hausses avaient été de 41 % en 1983, 17 % en 1984, 39 % en 1985 et 47 % en 1986.

ÉTRANGER

Les mouvements qui ont affecté les marchés boursiers depuis la mi-octobre ont été d'ampleurs inégales à plusieurs titres. Tout d'abord il faut rappeler que les pourcentages sont trompeurs si on les compare sans précaution à la hausse et à la baisse. Lorsqu'un indice s'élève de 100 à 150, il augmente de 50 % ((150-100)/100); mais s'il passe de 150 à 100 il ne diminue que de 33 % ((100-150)/150). Ensuite les semaines récentes ont été marquées par de très fortes fluctuations quotidiennes, de sorte que des ordres de grandeur assez différents peuvent être obtenus selon le jour observé. Enfin c'est aux États-Unis que la baisse a été la moins importante et en Asie qu'elle l'a été la plus. L'Europe occupe une position intermédiaire. Entre le point haut et le point bas de 1987, la diminution a atteint 32 % aux États-Unis, 36 % en France, 38 % au Japon, 48 % à Singapour et 52 % à Hong Kong selon l'indice composite du *Financial Times*. Regagner le terrain perdu signifierait des hausses de cours allant de 50 à 100 %.

La hausse depuis le début de l'année des taux d'intérêt américains s'est arrêtée dès le début du krach boursier. Les autorités monétaires ont injecté des liquidités de telle sorte que les taux ont en quelques jours baissé de plus de un point, puis se sont stabilisés durant la première quinzaine de novembre. Le taux des « federal funds » est ainsi passé de 7,5 à 6,7 % et celui des taux à long terme de 10,2

à 9 %. Cette évolution était de nature à provoquer une dépréciation du dollar, tolérée comme un moindre mal ou même voulue et par ailleurs tempérée par l'évolution des taux d'intérêt européens. Le 4 novembre, de manière unilatérale, le Royaume-Uni ramena son taux de base de 9,5 à 9 %. Le 5 novembre, à la suite d'une concertation entre plusieurs pays, la RFA réduisait son taux de prise en pension de 3,8 à 3,5 % et le Lombard de 5 à 4,5 %, tandis que la Suisse abaissait son taux de 3,5 à 3 %.

C'est une semaine après le début du krach boursier que le dollar avait commencé à fléchir vis-à-vis du DM, passant le lundi 26 octobre en dessous du seuil de 1,80. Un nouveau seuil a été franchi le 6 novembre, le taux de change tombant en dessous de 1,70 DM. Il oscille depuis lors entre ce niveau et 1,65. Des tensions s'en sont suivies au sein du SME. La livre sterling n'a pas suivi le dollar dans sa chute, ni même les monnaies faibles du SME dans leur glissement vis-à-vis du DM. Elle s'est en conséquence élevée de 9,98 francs à la mi-octobre à 10,10 francs à la mi-novembre. Vis-à-vis de la monnaie japonaise la dépréciation du dollar s'est aussi amorcée à la fin octobre, le taux de change fléchissant de 143 yen durant la semaine du 19 au 23 octobre à 139 le 29 octobre et oscillant entre 133 et 137 yen au cours de la première quinzaine de novembre. Les fortes fluctuations au jour le jour tiennent en grande partie aux rumeurs concernant le budget américain.

Les cours des métaux non ferreux exprimés en dollars, qui s'étaient redressés de façon spectaculaire depuis le début de l'année, gagnant près de 50 % entre la première quinzaine de janvier et la première quinzaine d'octobre, ont connu globalement un recul sensible (-6 %) dans les premiers jours qui ont suivi le krach boursier du 19 octobre. Après deux semaines de tâtonnements les cours des métaux ont repris une tendance haussière durant la première quinzaine de novembre, la déprime des marchés des titres provoquant d'importants reports, notamment sur le marché du cuivre. Les cours des autres matières premières industrielles se sont stabilisés après le léger recul enregistré dans les derniers jours d'octobre. L'indice du cours des matières premières agricoles a poursuivi en octobre le redressement amorcé depuis la fin août sous l'effet de la hausse des cours du café. Ce mouvement s'est accentué au début novembre en raison de l'envolée des prix du soja.

Rédaction :

Département des diagnostics de l'OFCE

L'Observatoire Français des Conjonctures Économiques (OFCE) de la Fondation Nationale des Sciences Politiques est chargé, sous la présidence de Jean-Marcel JEANNENEY, d'étudier, en toute indépendance, la conjoncture de l'économie française et son environnement extérieur.

Il publie une revue en janvier, avril, juillet et octobre et une lettre mensuelle le quatrième mercredi du mois, qui portent le même titre « Observations et Diagnostics Économiques » et sont éditées par les Presses de la Fondation Nationale des Sciences Politiques.

Dans la revue et la lettre les idées émises le sont librement par les économistes de l'OFCE. Elles peuvent s'opposer, le pluralisme des opinions étant un des principes de l'OFCE.

Tarif d'abonnement 1987		Lettre 10 n°/an	Revue 4 n°/an	Revue et Lettre
Les demandes d'abonnement doivent être adressées à :	Tarif normal (institutions/entreprises)	140 F	280 F	370 F
	OFCE 69, quai d'Orsay 75007 Paris	70 F	190 F	230 F
	Tarif réduit (particuliers)	15 F	80 F	
avec un chèque bancaire ou postal à l'ordre de FN-SP-OFCE-Publications				