

Qui financera les reprises ?

**Monique Fouet,
Françoise Milewski,
Philippe Sigogne**

Département des diagnostics

L'année 1983 aura été marquée par la généralisation des renégociations de dettes extérieures, qui contraignent les pays débiteurs à une austérité accrue. La reprise des importations américaines pourrait toutefois compenser l'alourdissement des charges d'intérêt pour plusieurs pays d'Amérique Latine. L'impulsion du budget fédéral se trouve en effet amplifiée, dans un premier temps, par un certain relâchement de la politique monétaire.

A un déficit croissant de la balance courante des Etats-Unis correspond un surplus au Japon et en RFA. En se prolongeant, cette situation entraînerait un fléchissement momentané du dollar dans une tendance toujours ferme. Le maintien de politiques monétaires prudentes inciterait par ailleurs les ménages à relever leurs taux d'épargne là où ils ont récemment chuté.

A la suite de ses partenaires, la France est amenée à considérer la lutte contre l'inflation comme un objectif prioritaire en vue de préserver la croissance future. Les moyens employés pour résorber le déficit extérieur ajoutent leurs effets pour réduire le revenu disponible des ménages. La baisse de demande, déjà sensible dans le logement, s'étend à la consommation ce qui laisse attendre une réduction d'activité jusqu'au printemps prochain. Les échanges commerciaux poursuivent leur redressement mais un déficit des paiements courants subsistera. L'investissement pourrait cependant reprendre là où il bénéficie d'un soutien public et où les besoins de modernisation sont les plus pressants.

L'environnement international

Les développements les plus marquants intervenus au cours de l'été relèvent principalement du domaine financier. Sans prétendre à des analyses exhaustives, qui n'entrent pas dans le cadre de la présente chronique, on présentera donc des remarques relatives aux points suivants : l'endettement des pays en voie de développement, le budget fédéral des Etats-Unis, les soldes courants des principaux pays industrialisés, les comportements d'épargne dans quelques pays occidentaux, et le taux de change du dollar.

Les difficultés des pays en voie de développement endettés continueront à peser sur le système bancaire international

A nouveau en 1983 les échéances de remboursement de l'été n'ont pu être respectées par plusieurs pays en voie de développement et se sont de manière générale accompagnées de tensions sur les marchés des capitaux. On soulignera ici, par le biais d'un exemple ponctuel, la diversité des pays confrontés à un problème similaire ; puis on indiquera en quoi ce problème rejaille sur l'ensemble de l'économie mondiale.

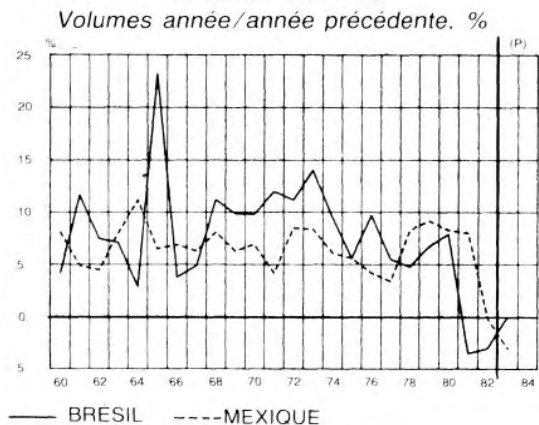
Le Brésil et le Mexique sont de loin, parmi les pays en voie de développement ceux qui ont la dette extérieure la plus importante. Fin 1982, le stock de cette dette avoisinait 90 milliards de dollars pour le Brésil et 80 pour le Mexique ; venaient ensuite l'Argentine et la Corée (40 milliards chacun). Brésil et Mexique constituaient alors à eux deux 28 % de l'ensemble de l'endettement extérieur des PVD. Au-delà de cette caractéristique commune, ces pays présentent de nombreuses différences :

— le taux de croissance du Pnb (graphique 1) est plus élevé et plus irrégulier pour le Brésil, qui accuse des cassures après les chocs pétroliers ; pour le Mexique, c'est en 1982 qu'intervient la rupture dans le rythme de croissance (en termes de moyenne annuelle ; l'observation d'indicateurs conjoncturels tels que la production industrielle montre que le retournement date de la mi-1981) ;

— le rythme de croissance des prix est totalement différent jusqu'à la fin des années 1970 (graphique 2) : le taux de hausse annuel moyen est de 2,5 % au Mexique durant les années 1960, ne franchit le seuil des

Graphique 1

Variation des Pnb

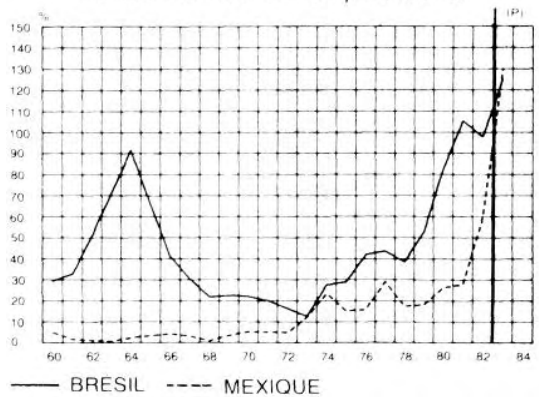


Source : FMI : 1982 et 1983 : OFCE.

Graphique 2

Prix à la consommation

Variation année/année précédente



Source : FMI : 1983 : OFCE.

20 % qu'en 1974 et reste jusqu'en 1981 inférieur à 30 %. Celui du Brésil n'est inférieur à 20 % qu'en 1972 et 1973.

C'est au début de 1982 (graphique 3) que la hausse des prix a commencé à s'accélérer de manière telle au Mexique qu'elle rejoint des niveaux brésiliens, évolution qui est largement liée à celle du taux de change.

— le taux de change du cruzeiro brésilien a enregistré tout au long déjà des années 1960 et 1970 des dévaluations vis-à-vis du dollar, alors que le taux de change du peso mexicain est resté inchangé de 1960 à 1975 :

Tableau 1

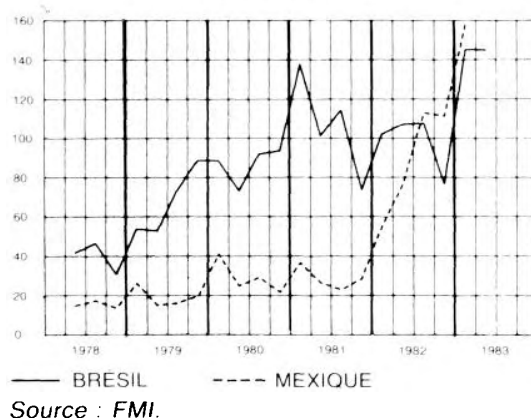
Taux de change, moyennes annuelles ;

Nombre d'unités de monnaie nationale pour 1 dollar US

	1960	1965	1970	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Cruzeiros brésiliens.....	0,19	1,90	4,59	8,13	10,7	14,1	18,1	27,0	52,7	93,1	179
Pesos mexicains	12,5	12,5	12,5	12,5	15,4	22,6	22,8	22,8	23,0	24,5	55,0

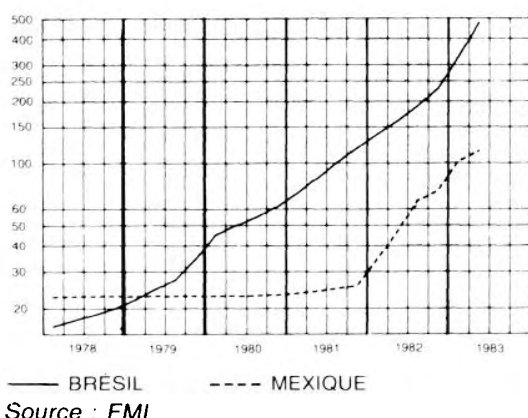
Graphique 3

Prix à la consommation
Variation trimestre/trimestre précédent,
en rythme annuel



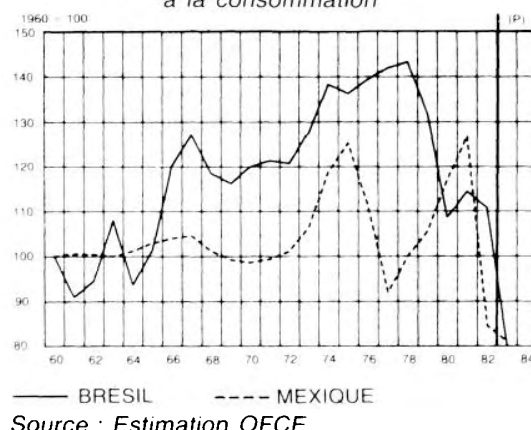
Graphique 4

Taux de change 1 dollar = x devises
Moyennes trimestrielles



Graphique 5

Taux de change réels vis-à-vis du dollar
Taux de change nominal corrigé des prix
à la consommation



Le peso mexicain, qui avait enregistré plusieurs années de stabilité après la dévaluation de 1976, est soumis depuis le début de 1982 à des dévaluations répétées (graphique 4).

Un indicateur de taux réel, calculé en corrigeant l'évolution du taux de change vis-à-vis du dollar par la différence entre la hausse des prix à la consommation des Etats-Unis et du pays, montre que le Brésil avait laissé sa monnaie se surévaluer jusqu'en 1978, tendance également enregistrée par le Mexique de 1978 à 1981 (graphique 5). Depuis lors, les dévaluations massi-

ves — encouragées par le FMI comme instrument de rétablissement des soldes extérieurs, et ayant entre autres effets celui d'aviver l'inflation et donc de contraindre à de nouvelles dévaluations — ont provoqué une forte baisse de ce taux de change réel.

— le déficit des paiements courants est plus ample au Brésil, principalement du fait d'un lourd déficit sur les échanges d'invisibles :

Tableau 2
Les soldes des paiements courants

En milliards \$; moyennes annuelles

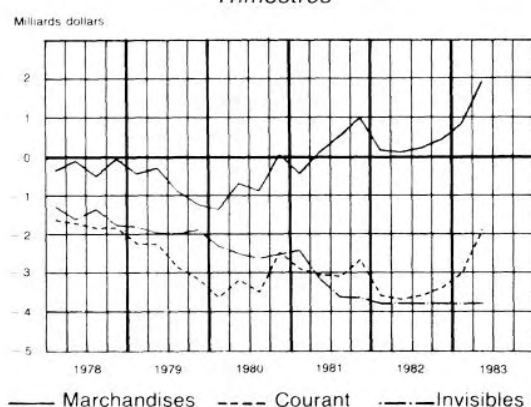
	Brésil			Mexique		
	1970-74	1975-79	1980-82	1970-74	1975-79	1980-82
Marchandises	- 1,0	- 1,9	- 0,3	- 1,3	- 2,1	- 1,1
Invisibles	- 1,7	- 5,3	- 12,3	- 0,1	- 1,5	- 7,0
Total courant	- 2,7	- 7,2	- 12,6	- 1,4	- 3,6	- 8,1

Le déficit des invisibles est essentiellement imputable aux intérêts de la dette extérieure pour le Mexique ; pour le Brésil s'ajoutent des déficits sur les autres services et transferts.

Le redressement commercial amorcé mi-1981 dans les deux pays permet vraisemblablement ⁽¹⁾ au Mexique de conserver en 1983 le léger excédent des paiements courants atteint fin 1982, mais ne permet au Brésil que de réduire son déficit courant (graphiques 6 et 6 bis).

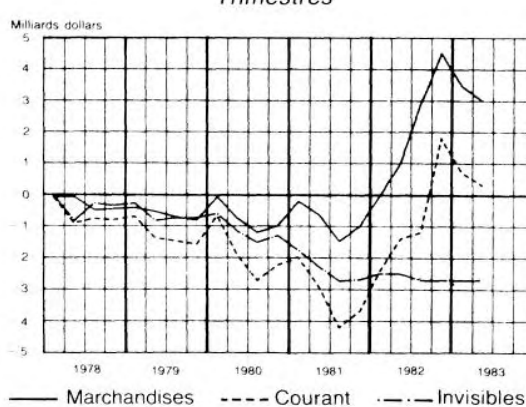
Graphique 6

Brésil - Le solde de la balance courante et ses composantes
Trimestres



Graphique 6 bis

Mexique - Le solde de la balance courante et ses composantes
Trimestres

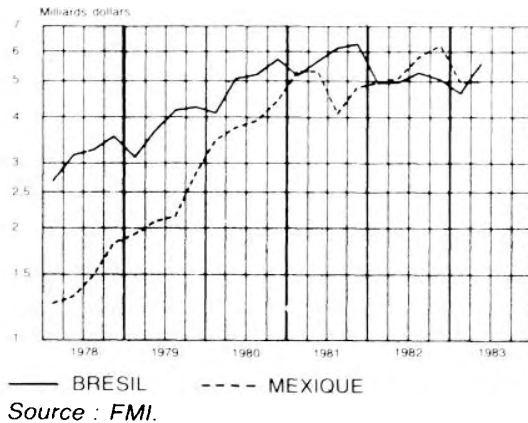


Source : FMI, estimations OFCE.

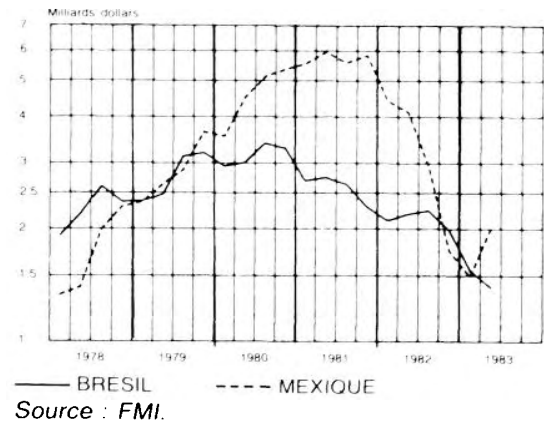
— l'évolution des exportations totales marque en revanche une similitude entre les deux pays au cours des années récentes : après une période de forte croissance, elles sont entrées dans une phase de stagnation fin 1980 (graphique 7).

(1) Les données relatives aux invisibles sont connues avec un grand retard.

Graphique 7
Exportations fob



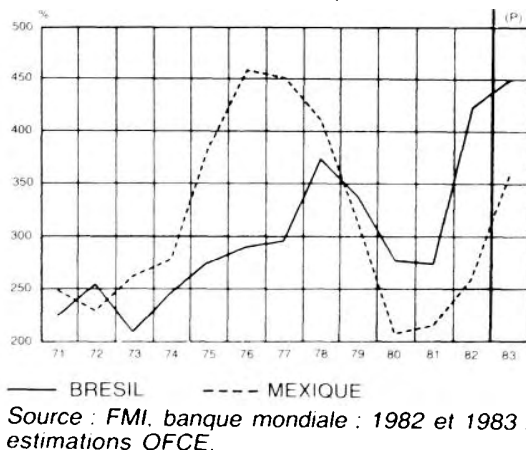
Graphique 8
Importations hors pétrole



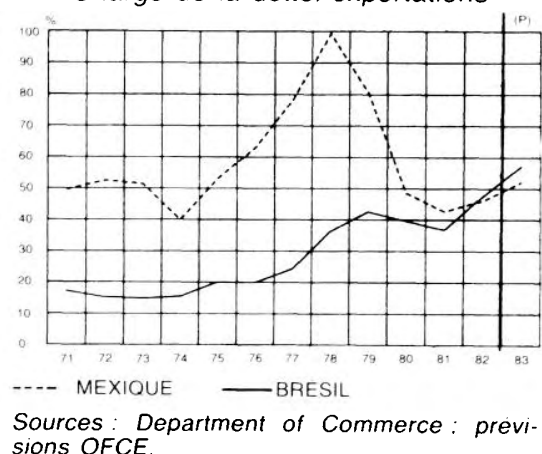
Imputable à la récession dans les pays industrialisés, cette stagnation a contraint ces pays à réduire massivement leurs importations pour améliorer leur solde commercial (graphique 8).

L'effondrement des importations concerne à la fois des biens de consommation (manufacturiers et alimentaires), ce qui s'accompagne d'une réduction des niveaux de vie ; et des biens d'équipement, ce qui obère les perspectives de production et donc d'exportation. Or, seule une croissance importante des exportations pourrait à présent permettre à ces pays d'améliorer leur situation extérieure. C'est du reste sur une prévision erronée des recettes d'exportation que s'étaient fondés il y a quelques années créanciers et débiteurs pour engager des pays comme le Brésil et le Mexique dans la voie d'un fort endettement extérieur. La récession mondiale a invalidé ces hypothèses tandis que l'une de ses causes, la montée des taux d'intérêt, aggravait la charge d'une dette dont une fraction croissante était constituée de prêts à court terme et à taux d'intérêt variable. Près du tiers de la dette mexicaine consistait fin 1982 en emprunts à court terme, contre 20 % seulement pour le Brésil. D'où la dégradation des ratios de stock de dette et de charge de dette en proportion des exportations (graphiques 9 et 9 bis).

Graphique 9
Stock de la dette/exportations



Graphique 9 bis
Charge de la dette/exportations



De manière plus générale, l'endettement des pays latino-américains représente désormais un poids et une menace pour le système bancaire des Etats-Unis. Les pays d'Amérique latine constituent en effet près de la moitié de l'endettement extérieur de tous les pays en voie de développement ⁽²⁾, et les banques des Etats-Unis occupent une place importante parmi les créanciers :

Tableau 3
Quelques éléments sur le stock de dette extérieure

Fin 1982, milliards de dollars

	Stock total	dont banques privées	
		Total	Etats-Unis
Brésil	86	55	21
Mexique	85	65	25
Argentine	39	25	9
Vénézuela	33	27	11
Chili	17	12	6
Pérou	11	5	2
Colombie	10	5	3
Equateur	7	5	2
Sous-total	288	199	79
Autres	340	149	46
Total	628	348	125

Source : BIS, Morgan Guaranty Trust.

Cette situation est d'autant plus grave pour le système bancaire américain que les créances sont fortement concentrées :

Tableau 4
Encours des créances des 8 principales banques américaines sur 5 pays latino-américains

Situation à fin 1982. Millions de dollars

	Mexique	Brésil	Argentine	Chili	Vénézuela	Total	Total en % des fonds propres
Manufacturers Hanover	1 730	2 014	1 230	737	1 100	6 811	273
Chase Manhattan	1 600	2 400	900	—	1 000	5 900	213
Citicorp	3 270	4 360	1 090	—	1 100	9 820	205
Crocker National	589	660	439	305	263	2 256	190
Chemical Bank	1 500	1 300	372	369	—	3 541	182
Morgan Guaranty	1 082	1 688	759	—	543	4 072	150
Bank of America	2 500	2 300	n.d.	—	2 000	6 800	148
Bankers Trust	875	875	—	—	475	2 225	144
First Chicago	866	700	—	—	—	1 566	105

Source : The Banker.

(2) Y compris des pays tels que la Turquie et Israël.

Dans un tel contexte, lorsque les pays latino-américains ne peuvent pas faire face à leurs échéances (en 1983, deux d'entre eux seulement : la Colombie et le Paraguay, n'ont pas été contraints de demander un réajustement de leur dette), la situation difficile dans laquelle se trouvent placées les banques américaines est une raison de plus pour les inciter à offrir des taux d'intérêt débiteurs élevés afin d'attirer des capitaux, quitte à imposer des taux d'intérêt créditeurs élevés pour rentabiliser ces ressources.

Le budget fédéral des Etats-unis restera lourdement déficitaire au cours des prochains trimestres

Le déficit du budget fédéral semble avoir atteint son point bas au 4^e trimestre 1982 : en termes annuels et désaisonnalisés, il était alors de 208 milliards de dollars (soit 6,8 % du Pnb) et a diminué depuis lors pour s'établir à 183 milliards au 1^{er} trimestre 1983 et 165 au second. En effet la reprise économique amorcée depuis l'hiver a permis d'accroître le montant des impôts en élargissant celui de l'assiette fiscale, et de stabiliser les dépenses engendrées par l'insuffisance de l'activité économique.

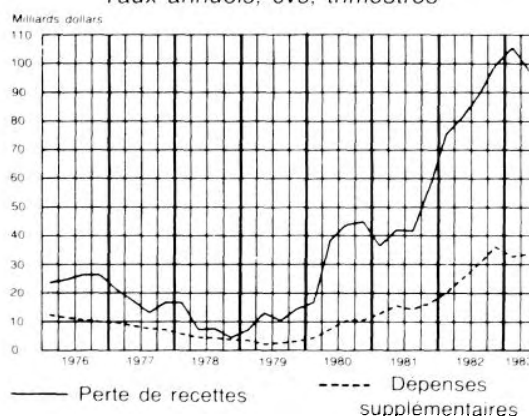
Ce déficit n'était que de 50 milliards au moment où l'équipe Reagan est arrivée au pouvoir début 1981. Il est malaisé de départager, dans l'aggravation intervenue en deux ans, ce qui est dû à la récession et ce qui a été provoqué par des mesures volontaires ; aussi tentera-t-on ici d'indiquer des ordres de grandeur, non de formuler des quantifications très précises.

Se fondant sur les analyses mises au point par le Département du Commerce, la Banque Fédérale de Saint Louis publie des « recettes de budget de haut emploi », c'est-à-dire les recettes que générerait la législation fiscale en vigueur si les facteurs de production, travail et capital, étaient utilisés de façon satisfaisante. La différence entre ce montant hypothétique de recettes et celui effectivement constaté représente la perte imputable à la récession. De la même manière, des dépenses supplémentaires (telles que des prestations chômage) apparaissent lorsque l'activité économique est faible. Le graphique n° 10 retrace ces deux éléments, dont l'interprétation doit être menée en termes de variations plus que de niveaux : si l'on ne peut guère affirmer avec certitude qu'au second trimestre 1983 le sous-emploi implique un manque à gagner de 100 milliards de dollars, en revanche il est raisonnable d'avancer qu'entre le 1^{er} trimestre 1981, et le 1^{er} trimestre 1983 les recettes se seraient accrues de 60 milliards de plus qu'elles ne l'ont fait s'il n'y avait pas eu une récession.

Graphique 10

Effets de la conjoncture sur le budget des Etats-Unis

Taux annuels, cvs, trimestres

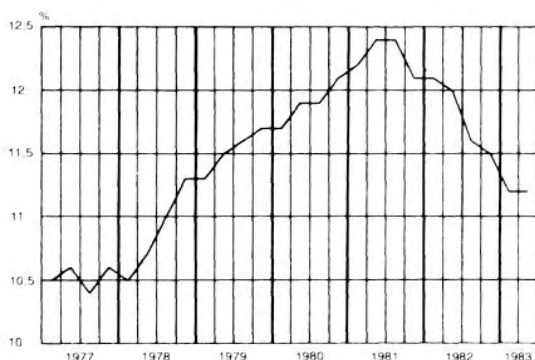


Source : Federal Reserve Bank of Saint-Louis.

Les recettes sont plus lourdement touchées que les dépenses par la récession, en particulier du fait que le système d'allocations chômage ne repose qu'en partie sur l'Etat fédéral. Au total le déficit imputable à la mau-

Graphique 11

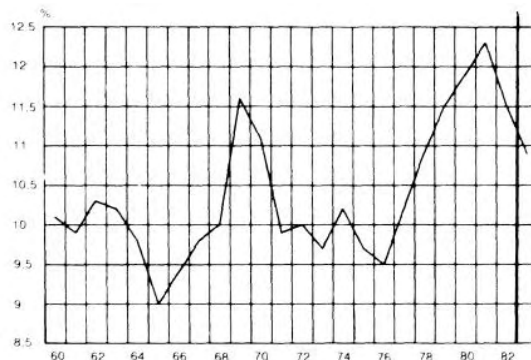
Taux apparent d'imposition des revenus
IRPP/Revenu des ménages - trimestres, cvs



Source : Survey of Current Business.

Graphique 12

Taux apparent d'imposition des revenus
IRPP/Revenu des ménages,
moyennes annuelles



Source : Survey of Current Business.

vaise situation conjoncturelle s'établirait aux environs de 140 milliards début 1983 contre 50 début 1981, c'est-à-dire qu'il se serait creusé de 90 milliards. Le solde total s'étant durant la même période aggravé de 140 milliards environ, restent 50 milliards dus à des mesures délibérées. D'autres estimations aboutissent à un chiffre plus élevé encore, car tout dépend des hypothèses retenues pour faire le partage entre le conjoncturel et le délibéré. Selon que l'on retranche ou non les effets délibérés des fluctuations du déficit liées à celle de l'inflation, le solde délibéré est proche de 50 ou de 80 milliards de dollars (et donc le solde conjoncturel, par différence, de 90 ou de 60 milliards).

Ainsi, en matière d'impôt sur le revenu des ménages, le taux global apparent a nettement diminué depuis 1981 (graphique 11). Cette chute résulte de plusieurs causes, dont les principales sont :

- l'abaissement des taux d'imposition en juillet 1982 et 1983, effet totalement délibéré ;
- la croissance moins rapide du produit de l'impôt que de l'assiette fiscale en période de récession, du fait de la progressivité des taux, effet totalement conjoncturel ;
- l'ajustement des tranches pour tenir compte de l'inflation, ce qui tend de plus en plus à être classé dans les effets automatiques, dans la mesure où il devient régulièrement effectué.

L'observation du passé (graphique 12) montre du reste que, si la baisse actuelle est particulièrement ample, elle laisse les taux à des niveaux encore élevés après l'augmentation des années 1976-1980 (due au jeu de la progressivité des taux en période de croissance et d'inflation rapides), et que des baisses conjoncturelles avaient accompagné les récessions de 1970/1971 et 1974/1975.

Plusieurs effets se sont de la même manière mêlés pour provoquer au cours des années récentes une baisse du taux global apparent d'imposition des bénéfices des entreprises (graphique 13) : mesures d'allégement fiscal (principalement l'assouplissement des modalités d'amortissement) fluctuations liées à la baisse des profits en période de récession, et combinaison

des deux par le jeu du « carry-back » : les entreprises américaines ont le droit d'imputer le déficit d'une année sur les résultats des 3 exercices antérieurs, et se font donc rembourser par l'Etat tout ou partie des impôts payés les années précédentes.

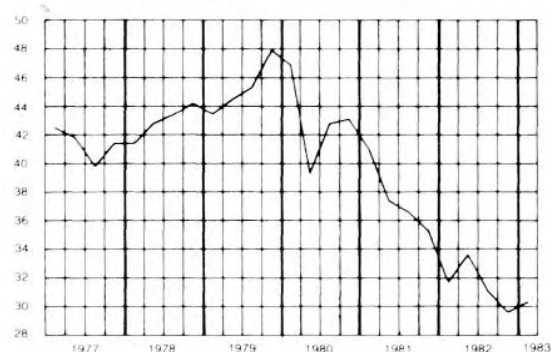
Côté dépenses, plusieurs hypothèses peuvent être formulées quant à ce que serait une évolution « normale » des dépenses militaires. Pour fixer des ordres de grandeur, indiquons ce qu'auraient été les dépenses si elles avaient simplement augmenté autant que l'inflation (hypothèse 1, graphique 14), et si elles avaient en outre augmenté en termes réels autant que le Pnb potentiel, c'est-à-dire de 3 % par an (hypothèse 2).

Durant l'administration Carter (années 1977 à 1980), les dépenses militaires avaient donc progressé plus rapidement que les prix, sensiblement au même rythme que la croissance économique potentielle ; depuis le début de l'administration Reagan, l'augmentation est beaucoup plus vive.

Ajoutons que la charge de la dette, liée à un déficit pour partie conjoncturel et pour partie délibéré, est passée de 68 milliards au début de 1981 à 92 au second trimestre 1983 (toujours en taux annuel).

Graphique 13

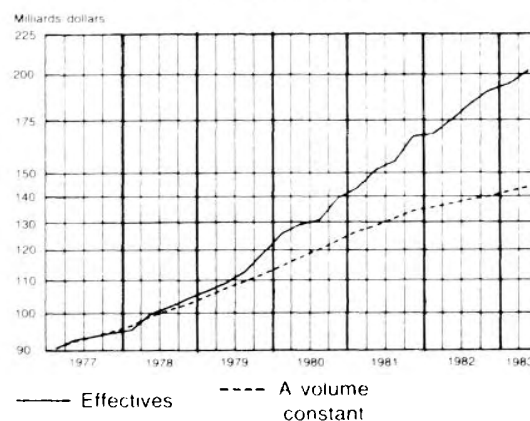
Taux apparent d'imposition des profits
Impôts/Profits - trimestres, cvs



Source : Survey of Current Business.

Graphique 14

Dépenses militaires
Trimestres, cvs, taux annuels



Sources : Survey of Current Business. estimations OFCE.

Tableau 5

Les dépenses militaires

Trimestres, taux annuels, milliards \$

	4 ^e trimestre 1976	4 ^e trimestre 1980	2 ^e trimestre 1983
Dépenses effectives.	90,6	139,1	201,9
Hypothèse 1	90,6	123,2	143,7
Hypothèse 2	90,6	137,5	172,7

Au total il semble que près de 60 % de l'accroissement de la part délibérée du déficit soit imputable aux dépenses additionnelles, 40 % aux diminutions d'impôts. On voit là plus volontiers l'application d'une politique de sou-

tien à l'économie de type keynésien classique qu'une politique de l'offre telle qu'elle était prônée par l'administration Reagan lors de son arrivée au pouvoir, politique censée passée par un abaissement massif des impôts et des dépenses (sociales).

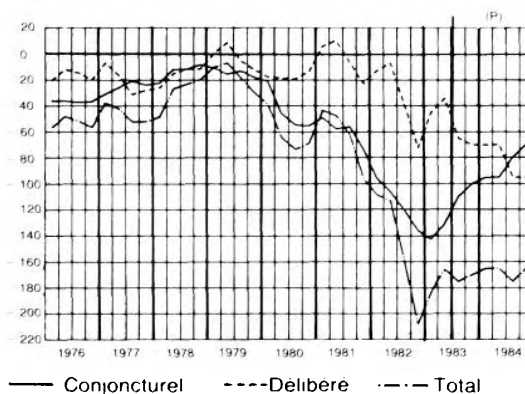
La croissance économique se poursuivra au cours des trimestres à venir, à un rythme certes nettement inférieur à celui des premiers trimestres de l'année 1983 (3) mais néanmoins tel qu'il permettra un accroissement de l'assiette fiscale et une légère diminution des dépenses liées à la faiblesse de l'activité. Le déficit conjoncturel pourrait donc continuer à s'amenuiser, pour avoisiner 70 milliards au dernier trimestre 1984.

En revanche le déficit délibéré risque de continuer à se creuser, dans la mesure où sera effectué le nouvel abaissement des taux de l'IRPP prévu pour juillet 1984 et où les dépenses militaires continueront à augmenter beaucoup plus rapidement que les prix. Le déficit délibéré pourrait alors approcher 90 milliards au dernier trimestre 1984, ce qui signifie (graphique 15) qu'il dépasserait alors le déficit conjoncturel. Le solde global, se stabiliserait entre 160 et 180 milliards, les deux mouvements précités se compensant à peu près au cours des trimestres à venir.

L'Etat fédéral restera donc massivement emprunteur sur le marché des capitaux, contribuant par là à maintenir les taux d'intérêt à niveau élevé. Remarquons en outre que les appels de l'Etat à ce marché sont affectés de fortes oscillations à l'intérieur de l'année (graphique 16), les plus fortes tensions se produisant en décembre, en mars, puis au cours de l'été.

Graphique 15

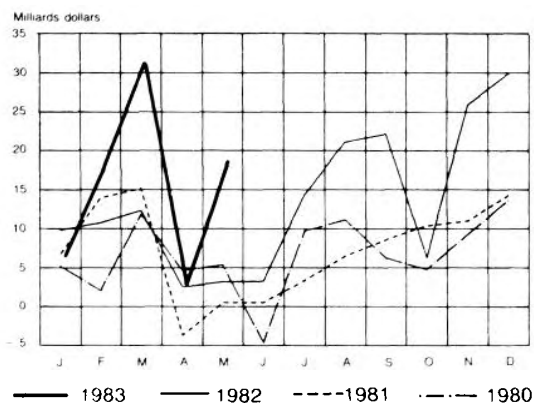
*Soldes du budget fédéral
Trimestres. cvs. en taux annuel*



Source : Federal Reserve Bank of Saint-Louis ; prévisions OFCE.

Graphique 16

*Emprunts fédéraux
Evolution mensuelle*



Source : Survey of Current Business.

Les divergences des soldes extérieurs s'accroîtront au sein de l'OCDE

La première estimation officielle du solde de la balance courante des Etats-Unis au 2^e trimestre 1983, publiée mi-septembre, fait état d'un déficit de 9,7 milliards de dollars (cvs). La dégradation qui se marque ainsi au-delà des fluctuations de très court terme est essentiellement imputable à celle du solde commercial.

(3) Voir dans ce numéro de la revue les prévisions quantitatives.

Plusieurs éléments se combinent pour provoquer une dégradation des échanges américains de produits manufacturés :

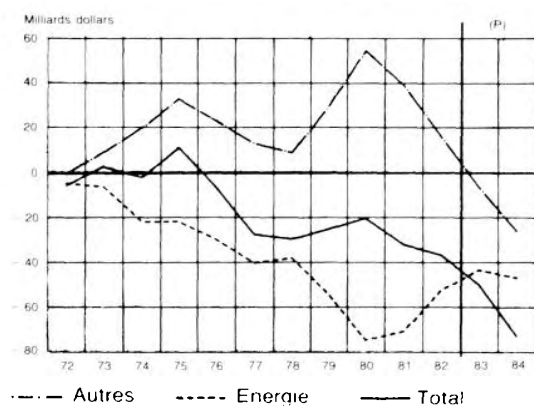
- l'effondrement des importations latino-américaines. Cette zone représentait 19 % des exportations des Etats-Unis au point culminant du 4^e trimestre 1983 (10,3 milliards de dollars) ; elle n'en représente plus que 10 % au second trimestre 1983 avec 5,5 milliards ;
- le décalage conjoncturel entre les Etats-Unis et l'Europe, les premiers s'étant engagés plus tôt dans une reprise plus rapide ;
- la mauvaise compétitivité due à la surévaluation du dollar.

Pour le moment la perte de parts de marché est plus sensible à l'exportation qu'à l'importation, mais l'analyse sur longue période des taux de pénétration laisse attendre pour 1984 une dégradation accrue sur le marché intérieur.

Au total les importations, qui avaient diminué de 2,2 % en 1982 pourraient s'accroître de 8,5 % en 1983 et 15 % en 1984. Les exportations pour leur part progresseront moins vite que la demande mondiale en 1984 (0,5 % contre 2,5 % alors qu'elles auront plus régressé en 1983 (- 9,5 % contre - 3,2 %). Malgré une amélioration des termes de l'échange liée à l'appréciation du dollar en 1983 et à sa bonne tenue en 1984 (cf. infra), le solde des échanges de manufacturés s'engage sur une tendance à ce point déficitaire qu'elle dépasse l'excédent enregistré sur les produits agricoles et autres matières premières non énergétiques (graphique 17). En conséquence, malgré la diminution de la facture énergétique en 1983 et sa quasi-stabilité en 1984, le déficit commercial pourrait dépasser 70 milliards en 1984, évolution moyenne qui recouvrirait une dégradation ininterrompue au cours des prochains trimestres (graphique 18).

Graphique 17

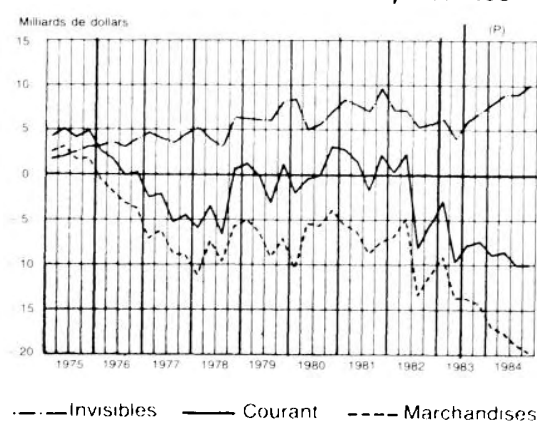
Le solde commercial des Etats-Unis et ses composantes : fob-fas



Source : Department of Commerce : 1983 et 1984 : prévisions OFCE.

Graphique 18

Le solde de la balance courante des Etats-Unis et ses composantes



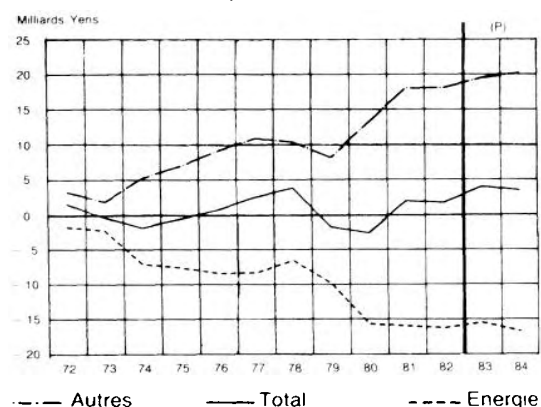
Trimestres. cvs

Quand bien même on fait l'hypothèse d'une remontée du solde des « invisibles », liée à l'augmentation des profits des filiales américaines implantées à l'étranger, on anticipe alors un alourdissement du déficit de la balance courante, atteignant 10 milliards de dollars chaque trimestre.

A l'inverse, les excédents manufacturiers du Japon et surtout de la RFA devraient continuer à s'accroître. L'amélioration des échanges hors énergie du Japon sera limitée par la forte progression des importations de matières premières, tant en volume qu'en prix ; le léger alourdissement de la facture énergétique, imputable à une augmentation des volumes de pétrole importés, se joindra à ces effets pour provoquer au total une stabilisation du solde commercial exprimé en yens (graphique 19), alors qu'en RFA le solde commercial exprimé en DM progressera notablement pour atteindre 60 milliards (graphique 20).

Graphique 19

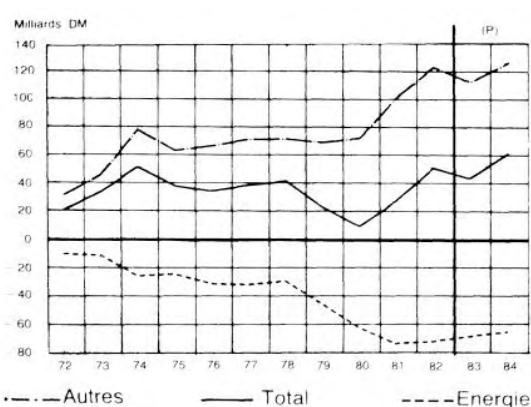
Le solde commercial du Japon et ses composantes ; fob-caf



Source : OCDE ; prévisions OFCE.

Graphique 20

Le solde commercial de la RFA et ses composantes ; fob-caf

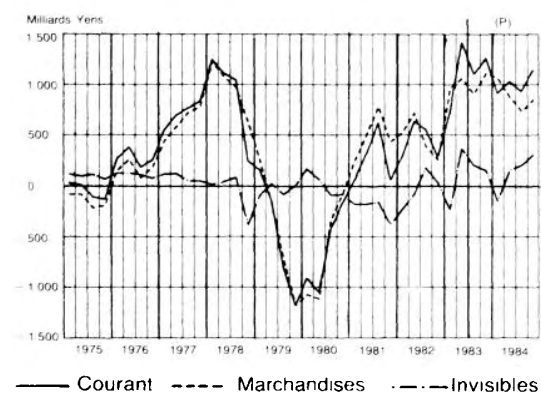


Sources : OCDE ; prévisions OFCE.

Le solde des échanges d'invisibles est au Japon proche de zéro ; au-delà de fluctuations de court terme, le solde courant comme celui des marchandises aura donc tendance à s'inscrire au cours des prochains trimestres sur une tendance très légèrement déclinante (graphique 21), mais à très haut niveau. En RFA en revanche, sous l'hypothèse que le déficit des invisibles se stabilisera aux environs de 8 milliards de DM chaque trimestre, le solde de la balance courante pourrait s'accroître nettement au cours des prochains trimestres (graphique 22).

Graphique 21

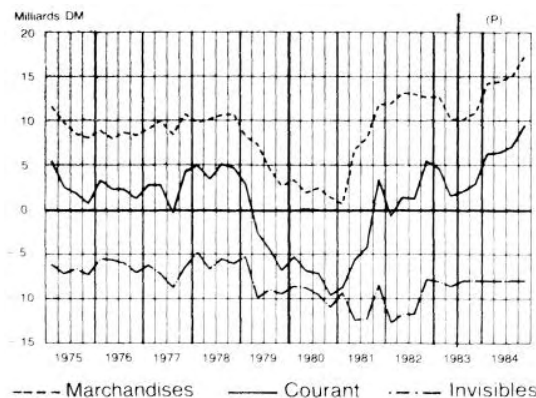
Japon - Le solde courant et ses composantes



Source : OCDE ; prévisions OFCE.

Graphique 22

RFA - Le solde courant et ses composantes



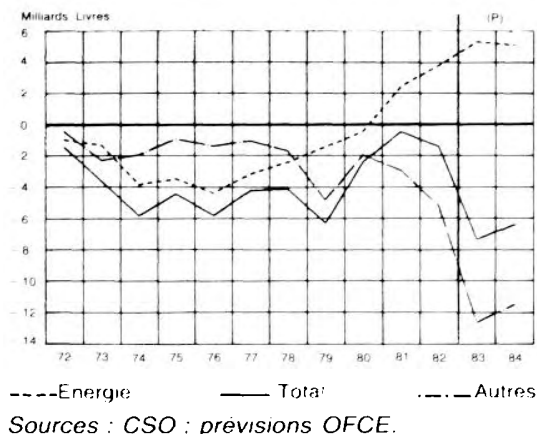
Sources : Bundesbank, prévisions OFCE.

Cette évolution allemande ne constitue pas un exemple-type des évolutions européennes, tant celles-ci sont différentes d'un pays à l'autre. Ainsi, au Royaume-Uni, l'excédent énergétique s'accompagne d'un déficit fortement croissant sur les autres marchandises (graphique 23), de sorte que le solde commercial total devient de plus en plus déficitaire. Cette situation est d'autant plus grave qu'elle recouvre, à côté d'un déficit traditionnel en produits alimentaires et matières premières non énergétiques, l'apparition en 1982 d'un déficit sur les produits manufacturiers qui semble devoir se creuser au cours des prochains trimestres ; ce qui subsiste de l'appareil industriel est sans doute compétitif, mais des pans entiers ont disparu. Le solde de la balance courante oscillera probablement autour de l'équilibre jusqu'à la fin de l'année 1984, alors qu'il était nettement excédentaire en 1981 et 1982 et sera légèrement déficitaire en 1983.

A l'inverse en Italie la facture énergétique continue à s'alourdir sous l'effet de la dépréciation de la lire relativement au dollar, mais un excédent croissant est dégagé sur les autres produits, de sorte que le déficit commercial (graphique 24) restera sans doute en 1984 inférieur à celui des années 1980 à 1982. En conséquence, le solde courant pourrait là aussi être proche de l'équilibre en 1983 et 1984, mais traduire par là un dynamisme industriel très différent de celui du Royaume-Uni.

Graphique 23

Le solde commercial du Royaume-Uni et ses composantes : fob-caf



Graphique 24

Le solde commercial de l'Italie et ses composantes : fob-caf

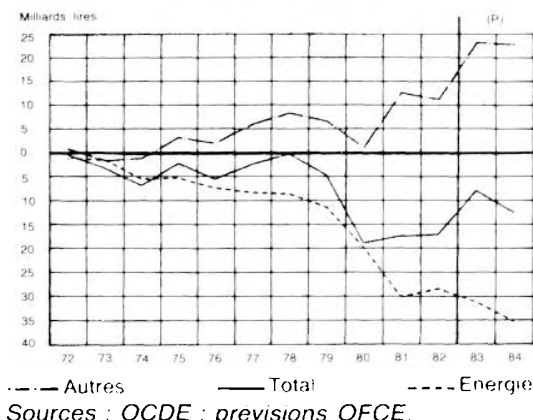


Tableau 6

Les soldes des balances courantes

Semestres, CVS, milliards \$

	1981		1982		1983		1984	
	I	II	I	II	I	II	I	II
Etats-Unis	+ 4,3	+ 3,9	+ 2,5	- 13,7	- 12,7	- 15,2	- 17,5	- 20,0
Japon	+ 0,9	+ 3,9	+ 2,2	+ 3,7	+ 9,0	+ 9,8	+ 6,5	+ 9,1
RFA	- 6,6	- 0,3	+ 0,3	+ 2,6	+ 2,5	+ 1,8	+ 5,1	+ 6,7

Sources : OCDE. prévisions OFCE.

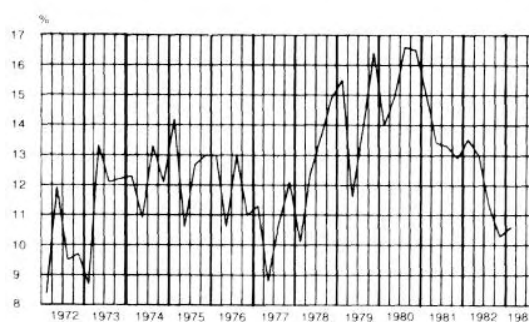
En définitive la plupart des pays européens auront en 1983 et 1984 des déficits courants plus faibles que ceux des années 1980 à 1982 (cas de la Belgique), ou des excédents (cas des Pays-Bas). Les Etats-Unis seront alors l'un des rares pays à se trouver dans une situation dégradée, et le ciseau qui apparaît entre leur solde et celui du Japon et surtout de la RFA est de nature à pousser le dollar à la baisse.

La baisse des taux d'épargne intervenue dans plusieurs grands pays industrialisés ne semble pas appelée à durer

Dans trois pays industrialisés importants : le Royaume-Uni, la RFA, les Etats-Unis, la baisse marquée des taux d'épargne (graphiques 25, 25 bis et 25 ter) a soutenu la consommation des ménages au cours des trimestres récents. Ce phénomène, important à la fois pour l'analyse de l'évolution de l'activité économique et des flux financiers des pays où il se déroule, et pour les tendances qu'il pourrait préfigurer en France, ne s'explique pas de manière simple et unique. On évoquera ici deux des principaux déterminants traditionnellement mis en avant pour expliquer les mouvements du taux d'épargne : le pouvoir d'achat du revenu, les taux d'intérêt.

Graphique 25

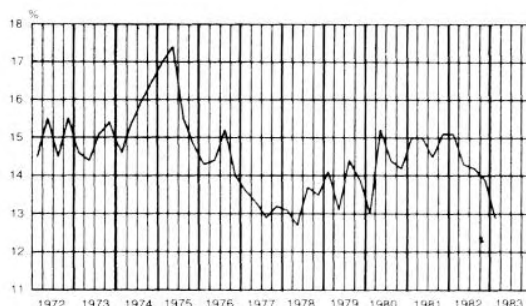
Taux d'épargne au Royaume-Uni



Source : CSO.

Graphique 25 bis

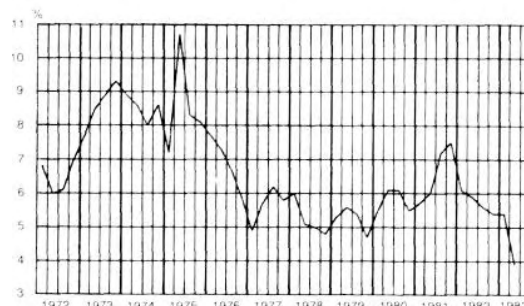
Taux d'épargne en RFA



Source : Bundesbank.

Graphique 25 ter

Taux d'épargne aux Etats-Unis

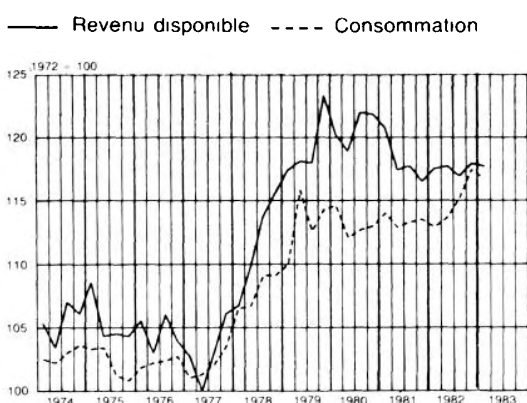


Source : Department of Commerce.

Le cas du Royaume-Uni semble le plus simple. Le revenu disponible réel s'est fortement accru de la mi-1977 à la fin 1979 (graphique 26), s'est ensuite inscrit sur une tendance déclinante jusqu'à la fin 1981, et stagne depuis lors. La consommation des ménages a enregistré une évolution moins contrastée : son accroissement de la mi-1977 à la fin 1979 est moins ample que celui du revenu, les ménages ayant utilisé une fraction de celui-ci à accroître leur épargne. Puis la consommation s'est stabilisée, le refus de la laisser diminuer ayant pu s'effectuer grâce à une baisse du taux d'épargne. L'épargne apparaît donc comme un solde entre un revenu subi et une consumma-

Graphique 26

Royaume-Uni - Indices à prix constants

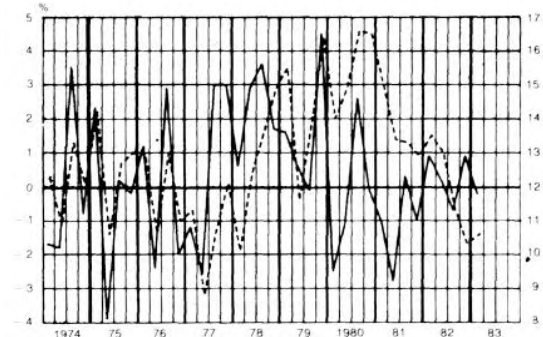


Source : CSO.

Graphique 27

Royaume-Uni : Revenu et épargne

— Accroissement trimestre/trimestre précédent du revenu disponible à prix constants (échelle gauche).
 - - - Taux d'épargne (échelle droite).



Source : CSO.

tion en partie maîtrisée. Le taux d'épargne s'accroît avec le pouvoir d'achat du revenu et diminue avec lui (graphique 27).

Toutefois cette explication est insuffisante pour rendre compte de l'ampleur des mouvements de taux d'épargne, et notamment de la forte baisse de l'année 1982 qui a autorisé une véritable croissance de la consommation, et non plus simplement sa stabilité. L'évolution des taux d'intérêt (graphique 28) semble constituer un déterminant additionnel important : la montée du taux d'épargne des années 1978 à 1979 accompagne la hausse des taux d'intérêt, sa baisse depuis 1981 suit leur diminution.

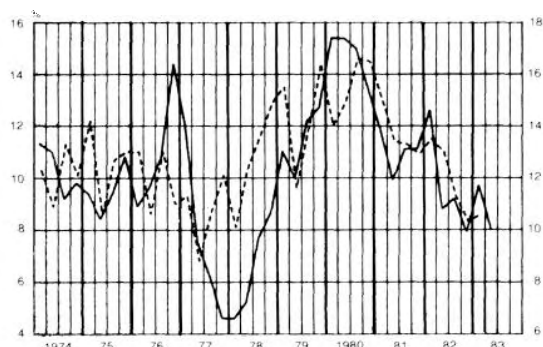
Le cas de la RFA, moins net, semble traduire un poids relatif inverse des deux déterminants précités.

En effet, la croissance du revenu disponible réel (graphique 29) ne s'est pas accompagnée d'une hausse du taux d'épargne ; bien au contraire, ce dernier a fortement baissé de la mi-1975 à début 1978. A l'inverse, la baisse du revenu amorcée début 1981 ne s'est pas immédiatement accompagnée d'une baisse du taux d'épargne : les ménages allemands ont dans un premier temps ajusté leur consommation sur leurs revenus, c'est-à-dire qu'ils ont

Graphique 28

Royaume-Uni : Taux d'intérêt et épargne

— Taux d'intérêt nominal à court terme (échelle gauche).
 - - - Taux d'épargne (échelle droite).

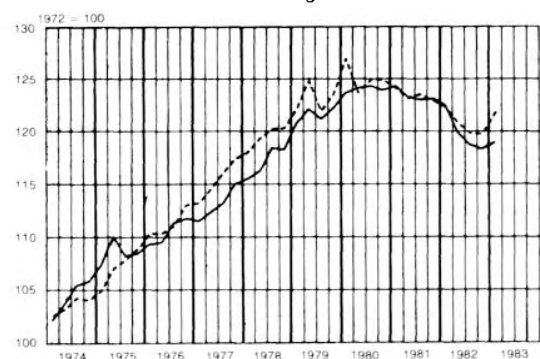


Source : CSO.

Graphique 29

RFA : Indices à prix constants

— Revenu disponible.
 - - - Consommation des ménages.



Source : Bundesbank.

accepté une baisse de la première pendant plusieurs trimestres. On peut simplement constater que la chute de la consommation a été ralentie au cours de l'année 1982 grâce à un fléchissement du taux d'épargne, puis que le sursaut du 1^{er} trimestre 1983 a été obtenu au prix d'une chute de ce taux.

L'influence des variations des taux d'intérêt semble ici plus importante (graphique 30). Avec un décalage dans le temps, la baisse du taux d'épargne des années 1975 à 1977, puis 1982 et début 1983, suit celle des taux d'intérêt ; et, à l'inverse, la hausse des taux d'intérêt de 1979 à 1981 a entraîné une montée du taux d'épargne, puis sa stabilisation. On peut alors interpréter la stabilité du taux d'épargne de la mi-1980 à la fin 1981 comme la résultante de deux forces de sens contraire et d'influence égale : la baisse du revenu réel, la hausse des taux d'intérêt.

Il semblerait donc que les ménages allemands aient plutôt un comportement financier, l'épargne étant déterminée par les taux d'intérêt et la consommation étant le solde entre le revenu et cette épargne. Il est toutefois difficile d'affirmer qu'il y a là un comportement opposé à celui des ménages britanniques, car durant la période considérée les revenus et les taux d'intérêt ont joué dans le même sens au Royaume-Uni (à la hausse comme à la baisse), laissant ainsi planer une incertitude quant à leur poids explicatif respectif.

En tout état de cause, les deux éléments qui viennent d'être cités ne sont pas les seuls à expliquer les mouvements et les niveaux des taux d'épargne : l'inflation, constatée et anticipée, ainsi que l'investissement en logements, devraient également être pris en compte pour fournir une analyse exhaustive. Soulignons simplement ici que le niveau de moyenne période est plus élevé au Royaume-Uni au cours des années récentes que durant la première moitié de la décennie 1970, alors que l'inverse se produit en RFA. A cet égard, le cas américain est plus proche du cas allemand que du cas britannique.

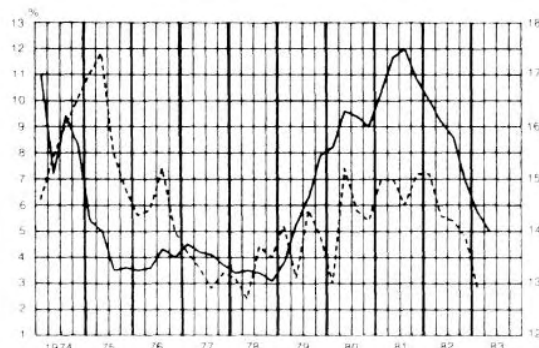
Le taux d'épargne des Etats-Unis retracé ici ne peut pas se comparer en niveau aux deux précédents, car il reflète l'épargne nette, exclusion faite de l'amortissement du parc de logements existant.

Le revenu disponible réel n'a connu aucune phase de baisse durable (graphique 31) ; les ménages américains n'ont donc pas été contraints d'abaisser leur taux d'épar-

Graphique 30

RFA : Taux d'intérêt nominal et épargne

— Taux d'intérêt nominal à court terme (échelle gauche).
 --- Taux d'épargne (échelle droite).

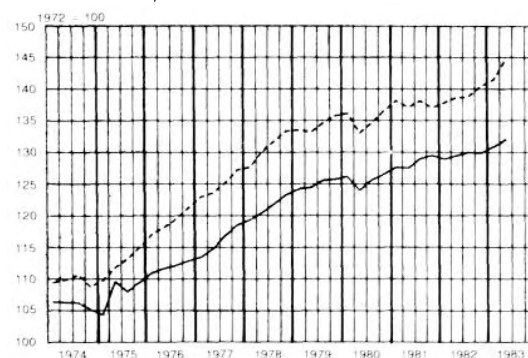


Source : Bundesbank.

Graphique 31

Etats-Unis : Indices à prix constants

--- Consommation des ménages.
 — Revenu disponible



Source : Department of Commerce.

gne pour empêcher ou freiner une éventuelle baisse de leur consommation, puisque la seule évolution des revenus permettrait la croissance de cette dernière. Mais la consommation s'est, tendanciellement, accrue plus rapidement que le revenu. L'évolution des taux d'intérêt explique-t-elle tout ou partie de ce phénomène ?

On constate en fait (graphique 32) que la baisse du taux d'épargne des années 1975 et 1976 suit avec plusieurs trimestres de retard celle des taux d'intérêt, mais l'ampleur du décalage est telle qu'elle laisse planer un doute quant à la réalité de cette causalité. En revanche, le décalage est bien moindre entre la hausse du taux d'intérêt de 1979 à mi-1981 et la montée du taux d'épargne de 1980 à fin 1981, puis entre la baisse du taux d'intérêt et celle du taux d'épargne. En outre les niveaux relatifs des deux taux sont nettement différents entre les premières et les dernières années de la période sous revue. On lit probablement là l'une des conséquences de la modification des objectifs et des moyens de la politique monétaire intervenue en octobre 1979 : depuis lors, le contrôle s'exerce sur les agrégats monétaires et non plus sur les taux, désormais libres de fluctuer. Si l'on ajoute à cela les innovations financières qui se sont multipliées depuis le début des années 1980, fournissant aux ménages un plus grand choix dans leurs possibilités de placement financier, on est conduit à penser que le taux d'épargne américain est désormais plus sensible aux variations des taux d'intérêt.

Ces quelques éléments sont insuffisants pour fonder une prévision relative aux taux d'épargne dans ces trois pays ; ils permettent toutefois de limiter le champ de l'incertitude :

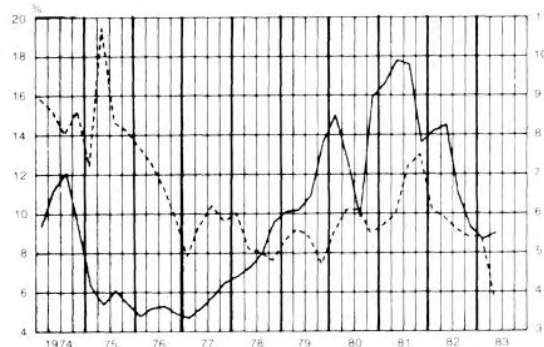
— dans la mesure où l'on n'attend pour aucun de ces pays une ⁽⁴⁾ baisse prolongée du revenu disponible réel au cours des prochains trimestres, les ménages n'auront pas besoin d'abaisser leur taux d'épargne pour préserver leur consommation, sauf peut-être au Royaume-Uni fin 1984. Des mouvements de très court terme se produiront du reste probablement en sens inverse : la chute du taux d'épargne au second trimestre aux Etats-Unis semble liée à une dépense anticipée des revenus additionnels attendus des remboursements d'impôts de juillet ; il est vraisemblable que le taux d'épargne s'est redressé par contrecoup au 3^e trimestre. Mais l'on n'attend pas non plus une forte progression de ce revenu réel : il est donc peu vraisemblable que les ménages accroissent notablement leur épargne au détriment de leur consommation ;

Graphique 32

Etats-Unis : Taux d'intérêt et épargne

— Taux d'intérêt nominal à court terme (échelle gauche).

--- Taux d'épargne (échelle droite)



Source : Department of Commerce, Federal Reserve Bank.

(4) Cf. dans ce même numéro de la revue : les prévisions quantitatives.

— en ce qui concerne les taux d'intérêt, une légère remontée est intervenue en RFA à la fin de l'été, et l'évolution ultérieure y sera, comme au Royaume-Uni, largement dépendante de ce qui se passera aux Etats-Unis. Il semble que chez ces derniers la légère remontée des mois récents puisse être suivie d'une faible détente d'ici la fin de l'année. En 1984 les entreprises se tourneront de manière croissante vers les financements extérieurs ; pour le moment, leur trésorerie s'améliore sous l'effet de la reprise économique, mais les profits dégagés ne pourront pas à eux seuls couvrir la reconstitution des stocks et la croissance de l'investissement dans la phase ultérieure du cycle. Cette demande de crédits viendra se joindre à celle des ménages, qui y auront recours tant pour leur consommation que pour leur investissement logements, et de l'Etat, qui restera lourdement déficitaire, pour provoquer dans le courant de l'année une remontée des taux d'intérêt malgré l'assouplissement vraisemblable de la politique monétaire.

La remontée effective des taux d'intérêt sera sans doute suivie d'une hausse du taux d'épargne ; mais dans un premier temps l'anticipation de cette remontée incitera sans doute les ménages à recourir immédiatement au crédit pour les achats qu'ils ne veulent pas différer trop longtemps. En conséquence, l'influence des taux d'intérêt sera sans doute à la baisse des taux d'épargne durant les premiers mois de l'année 1984, à leur hausse durant le reste de l'année ;

— au total, c'est plutôt une tendance à la remontée, lente, qui devrait à présent affecter les taux d'épargne dans ces trois pays, d'autant que l'investissement en logement devrait se stabiliser aux rythmes atteints après la remontée des trimestres récents.

Le taux de change du dollar pourrait demeurer élevé jusqu'à la fin de 1984

Contrairement à ce qu'avaient prévu la plupart des observateurs, le dollar a franchi durant l'été le seuil des 2,60 DM et s'y maintient, de sorte qu'en moyenne trimestrielle (graphique 33) il rejoint le niveau atteint 10 ans auparavant. La remontée enregistrée vis-à-vis du yen a été moins forte : le sommet de 1982 n'a pas été rejoint et le taux de change nominal reste très inférieur à celui de fin 1973.

Plusieurs explications peuvent être avancées pour expliquer la fermeté du dollar à un niveau surévalué en termes commerciaux (graphique 34) et ne laisser attendre qu'une légère baisse d'ici la fin de 1984.

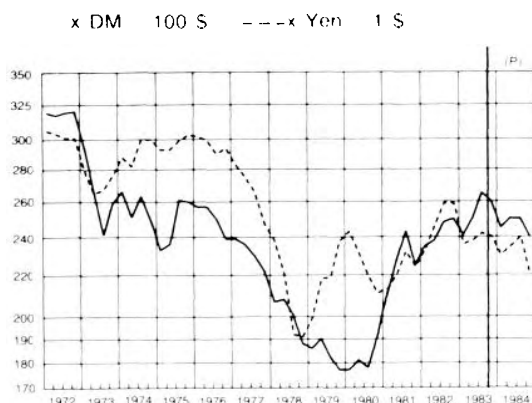
— Les déterminants « classiques » du taux de change ne sont pas encore de nature à pousser le dollar à la baisse, et ne le deviendront que peu à peu au cours des trimestres prochains :

* le rythme de l'inflation reste faible aux Etats-Unis : l'extrême modération des coûts salariaux comme des prix énergétiques et agricoles, jointe à la baisse du prix des importations autorisée par la fermeté du dollar, conduit pour le moment les prix à la consommation à n'augmenter qu'à un rythme annuel de 4 % (contre 3 % en RFA et 2 % au Japon). L'accélération attendue pour l'an prochain ⁽⁵⁾ pourrait creuser un peu la différence entre les premiers et les seconds ;

(5) Cf. dans ce numéro de la revue : les prévisions quantitatives.

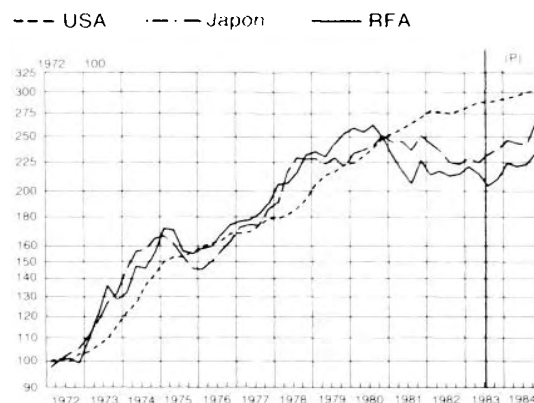
Graphique 33

Taux de change vis-à-vis du dollar



Graphique 34

Prix à l'export en dollars, produits manufacturés



* les taux d'intérêt nominaux et donc les taux réels des Etats-Unis, sont restés nettement supérieurs à ceux de la RFA et du Japon. Or la différence sur les taux réels ne se réduira au cours des prochains trimestres qu'en raison de l'écart inflationniste : il est peu vraisemblable que la RFA ou le Japon accroissent en 1984 leurs taux nominaux plus que ne le feront les Etats-Unis ;

* les soldes des balances courantes ont commencé à jouer en défaveur du dollar, surtout vis-à-vis du yen. Ce mouvement devrait s'accroître, le déficit américain se situant de manière prolongée à des niveaux importants, tandis que l'excédent allemand s'accroîtrait et que celui du Japon se stabiliserait à haut niveau. Mais il n'est pas certain que cet élément soit suffisamment important pour provoquer une baisse du dollar, face à l'évolution des taux d'intérêt réels qui continueront à jouer en faveur de sa fermeté.

— D'autres éléments ont joué pour soutenir le dollar durant l'année 1983, qui pourraient continuer à le faire durant l'année 1984 :

* les flux de capitaux attirés par les taux d'intérêt américains sont d'autant plus importants que des instruments sont aisément disponibles pour permettre leur placement, et notamment que le déficit budgétaire à financer par voie d'emprunt est élevé. Des fluctuations se produisent en ce domaine en cours d'année, la tension étant particulièrement vive durant l'été ;

* les flux de capitaux motivés par des considérations de « sécurité » sont plus malaisés à appréhender, expliquer et prévoir. D'une part, le caractère clandestin de certains d'entre eux les fait statistiquement apparaître dans le poste « erreurs et omissions » de la balance des paiements plus que dans les rubriques traditionnelles. D'autre part, la dénomination « sécurité » recouvre des comportements très divers, allant du placement de capitaux latino-américains aux Etats-Unis face aux difficultés économiques internes des pays d'origine, aux déplacements de fonds motivés par les tensions politiques internationales.

Au total, il ne semble pas que l'on puisse attendre au cours des prochains trimestres un basculement de tous les déterminants du taux de change dans le sens d'une dépréciation du dollar : ils continueront à jouer dans des directions contradictoires, les facteurs de baisse ne prenant que peu à peu plus d'importance. L'hypothèse retenue ici pour fonder les prévisions quantitatives est celle d'un mouvement de dépréciation lente, interrompue durant l'été 1984, qui porterait au 4^e trimestre 1984 le taux de change du dollar à 2,40 DM et 220 yens ; en moyenne, l'année 1984 serait donc légèrement inférieure à l'année 1983.

La conjoncture française

Une demande plus flexible que les prix

Depuis juin 1982 la politique économique privilégie deux objectifs : ralentir l'inflation et réduire le déficit extérieur. La simple extrapolation des tendances d'endettement de la France, telles qu'elles se révélaient à la fin de 1982, a conduit à renforcer en mars 1983 le dispositif de contraction de la demande interne ébauché l'an dernier.

Lors de chacune des dévaluations récentes de notre monnaie un débat s'est instauré entre les tenants d'une politique de rigueur, conscients des limites d'endettement, et ceux pour lesquels l'objectif de sauvegarde de l'emploi prime, même à court terme, toute autre considération. Les premiers ont constaté que, dans une ambiance internationale de déflation, il se révèle extrêmement coûteux pour une économie ouverte sur l'extérieur d'aller à contre-courant ; les velléités d'échapper aux contraintes de l'assainissement ne donnent provisoirement qu'une fausse impression de liberté et se traduisent plus tard par une dépendance accrue de l'étranger. Les seconds reprochent à la politique de déflation le gâchis que représentent la mise au chômage d'une partie des travailleurs et la sous-utilisation, voire la mise à la casse, d'une partie de l'appareil de production ; les ressources ainsi inutilisées sont autant de moins pour financer l'énorme effort de restructuration nécessaire à l'affrontement de la concurrence étrangère.

Sous la pression des événements, la première option a prévalu. Nous tenterons d'analyser ici en quoi les résultats obtenus et leurs prolongations prévisibles vont dans le sens de la réalisation des objectifs visés. Nous examinerons également si certains des inconvénients objectés par ceux opposés à cette orientation se concrétisent et rendent plus problématique une sortie rapide de crise en France. A cette fin quatre aspects seront successivement abordés : les prix, la consommation, le commerce extérieur et l'investissement.

Réduire l'inflation est une nécessité, car celle-ci révèle des déséquilibres préjudiciables à la croissance...

Pourquoi ralentir les prix en France ? En quoi est-ce une nécessité à court terme, alors que les hausses récentes ne sont, somme toute, pas plus rapides que celles enregistrées en moyenne depuis 10 ans ? La lutte contre l'inflation vaut-elle le surcroît de chômage auquel conduisent inéluctablement les moyens d'action traditionnels ? A constater la direction prise par les principaux pays occidentaux et leurs organisations internationales, la réponse est oui si l'on croit au moins partiellement aux vertus régulatrices du marché. Une économie qui présente une forte hausse de prix témoigne d'un déséquilibre nuisible aux prises de décision rationnelles des agents économiques. En toute circonstance, même en sous-emploi global, l'inflation traduit une incapacité de l'offre à satisfaire la demande : l'inadaptation des formations aux qualifications requises, les réticences des entreprises à moderniser leurs équipements et à les adapter aux nouvelles demandes, l'insuffisance de mobilité des personnels et des matériels créent autant de goulots ponctuels

aux différents stades des filières de production auxquels se heurtent les exigences des clients. Ces goulots résistent aux baisses d'activités même s'ils s'atténuent temporairement et la moindre reprise de la demande les fait resurgir.

L'inadéquation des emplois offerts et de ceux demandés est sans doute le principal germe d'inflation dans la mesure où l'on reconnaît qu'un niveau approprié de formation est la condition d'une bonne productivité. Ce dernier point est en effet largement confirmé par les comparaisons internationales entre pays développés. La liaison avec le partage des revenus est directe. Les chefs d'entreprise passent leur temps à rechercher des travailleurs hautement qualifiés qu'ils ne trouvent pas, puis à embaucher pour le même travail un travailleur moins qualifié avec une rémunération inférieure. Les conditions d'un conflit permanent sont alors réunies : l'employeur n'obtient pas le rendement escompté pour le matériel auquel il a affecté son employé et amortit difficilement ses investissements ; le salarié estime être mal rémunéré par rapport à son poste de travail. Cet aspect est en principe indépendant des conditions de travail proprement dites ; il y participe cependant, car il se produit un phénomène cumulatif et difficilement réversible entre absence de formation, parcellisation des tâches, faiblesse des rémunérations ouvrières et baisse du rendement du capital.

L'effort que chacun exerce pour maintenir son revenu dans le cadre d'une offre contrainte se concrétise en hausses de prix dès lors que la quantité de monnaie le permet, soit qu'elle augmente, soit que sa vitesse de circulation puisse être accrue. L'expérience internationale a montré qu'au bout d'un certain temps les taux d'intérêt nominaux s'élèvent mais tendent à être rattrapés voire dépassés par les prix.

Taux d'intérêt réel et taux de profit en baisse cohabitent avec une forte hausse de prix signifient alors plusieurs choses : du côté réel, les capacités de production existant sont en partie obsolètes car elles ont été modelées pour s'adapter à des qualifications insuffisantes et s'avèrent non rentables ; les investissements de modernisation seront faibles car leur développement est freiné par l'insuffisance des moyens financiers et de la main-d'œuvre formée disponible ; du côté financier, il n'est donc pas possible de rémunérer convenablement l'épargne investie dans le passé ni d'offrir une rémunération attrayante pour l'épargne nouvelle si l'on doit mettre au rebut avant amortissement une part des équipements ; dans ces conditions l'épargne aura tendance à se tarir.

Ainsi l'inflation, née d'un effort de formation et de mobilité insuffisant au regard du développement des techniques, conduit à privilégier la consommation présente au détriment de la consommation future, elle-même conditionnée par l'effort d'investissement. En maintenant une consommation en excès par rapport aux possibilités de l'offre elle tend à se perpétuer. D'où le remède proposé dans la plupart des pays : restaurer un taux de profit suffisant et freiner la consommation ; lever parallèlement les obstacles à la mobilité des capitaux, des personnes et des biens.

... mais les remèdes conjoncturels ont au mieux une efficacité temporaire

Il apparaît donc indispensable que l'inflation soit plus faible de façon à améliorer le climat économique. La démonstration faite aux Etats-Unis est

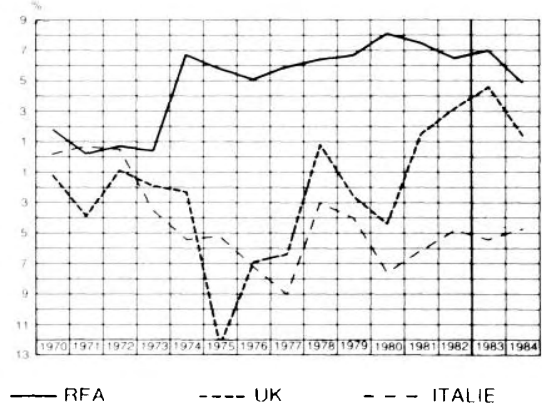
éclatante à cet égard, si l'on considère la très nette amélioration intervenue dans le climat de confiance des consommateurs (voir planche XI) ; le résultat est beaucoup moins probant en matière de taux d'épargne (voir partie internationale), car la baisse des taux nominaux l'emporte à court terme sur la remontée des taux réels : l'accroissement de la demande qui en résulte montre bien en quoi les besoins de consommation, un moment contenus par une politique monétaire restrictive, réapparaissent dès qu'ils en ont l'occasion. Pour que le taux d'épargne se redresse il faut vraisemblablement une période beaucoup plus longue et crédible de maintien de taux d'intérêt réel élevé. Or une politique monétaire ne peut décréter durablement à elle seule une rémunération élevée de l'épargne si le redressement des profits, qui en est la condition, n'est que conjoncturel. Trop restrictive elle bloque le processus d'accumulation ; trop laxiste elle fausse les signaux du marché en permettant des investissements peu efficaces.

La voie libérale revient en définitive à ne laisser faire que des investissements de rentabilité élevée, tant que le déclassement des équipements obsoletés, condition de l'assainissement financier, n'a pas atteint son terme. Mais les déclassements libèrent en règle générale une main-d'œuvre moins qualifiée que celle nécessaire au fonctionnement des nouveaux équipements. Sans réserve de qualification les gains de productivité ne vont guère au-delà du mouvement conjoncturel apparent lié au taux d'utilisation plus ou moins élevé des matériels en place. A terme plus éloigné, la réalisation de gains de productivité supplémentaires s'effectue au détriment de l'embauche : les profits bruts supplémentaires réalisés dans une entreprise ont alors en contrepartie un coût externe (indemnisation des chômeurs et perte de rentrées fiscales) qui sera prélevé tôt ou tard sur la création de richesses, donc sur les profits nets des entreprises dans leur ensemble.

En France, la décélération des prix est réelle, mais moins rapide que souhaitée...

Nous avons déjà eu l'occasion de signaler combien s'était accru l'écart entre rythmes des hausses de prix en France et à l'étranger depuis 10 ans (voir planche III et graphique ci-contre), et ce particulièrement pendant les phases de réduction de l'activité. Rappelons simplement le changement de positions relatives qui en résulte : l'écart annuel avec la RFA, quasi-nul au début des années 1970, atteint environ 7 % depuis 5 ans ; alors qu'en 1975-1976 l'écart moyen avec le Royaume-Uni et l'Italie atteignait environ 8 % en notre faveur, il s'est réduit à 5 % ces dernières années avec l'Italie et s'est inversé à partir de 1981 avec le Royaume-Uni.

Graphique 35
Prix à la consommation
Differential entre la France et ses partenaires



Source : OCDE.

L'insuccès constant des mesures autoritaires de contrôle des prix se lit dans ces résultats. Au mieux le rythme d'inflation repart, après une phase de

blocage, un degré en dessous du rythme antérieur ; au pire il y a rattrapage complet compensant le ralentissement forcé. Dans tous les cas le déséquilibre initial entre offre et demande est accentué et les profits sont au moins temporairement touchés, particulièrement dans les secteurs où le contrôle des prix est le plus aisé, secteurs généralement gros investisseurs. Le blocage de juin 1982 présentait *a priori* l'avantage de porter également sur les rémunérations et donc de limiter les inconvénients précités. Cependant la dévaluation qui l'accompagnait et les rattrapages de salaires accordés par la suite ont en partie miné cet avantage ; les tensions sur les prix sont donc demeurées fortes, même si le recul du rythme est manifeste depuis la mi-1982.

Alors que l'objectif visé pour 1983 était de limiter la hausse des prix à la consommation à 8 % en cours d'année, celle-ci atteint déjà 6,2 % de décembre à juillet ; une analyse par grands postes de dépense nous situe l'origine des dépassements ; elle conduit à escompter plutôt une augmentation un peu supérieure à 9 % pour l'année entière.

Dans l'alimentation le rythme mensuel de hausse avait eu tendance à se ralentir depuis la mi-1981, année de mauvaises récoltes ; mais plusieurs facteurs, dont la sécheresse, concourent maintenant à une évolution plus rapide (hausse du porc, des fruits et légumes, des oléagineux).

Les prix des produits manufacturés enregistrent depuis le début de l'année une hausse aussi rapide que l'ensemble des prix. Rattrapages de 1982, hausses autorisées pour 1983 et effets de la dévaluation de mars ont contribué à concentrer de nombreuses augmentations à la fin de l'hiver puis à nouveau vers l'été. Du côté des coûts de production deux facteurs favorables en début d'année, la baisse du prix du pétrole et le ralentissement des hausses de coûts salariaux unitaires, s'inversent ensuite et risquent de tempérer le ralentissement attendu en fin d'année.

Les prix des services privés avaient pratiquement atteint dès juillet les 8 % fixés en moyenne dans les contrats conclus avec l'administration ; et il en est de même pour les hausses de loyers. Sauf à envisager un strict blocage, la norme sera donc largement dépassée dans ces secteurs. Elle l'est déjà pour les services de santé qui bénéficiaient d'augmentations plus importantes, en compensation de celles très faibles de l'an passé.

En revanche la hausse des tarifs publics et des prix administrés est fortement contrainte : de 4 % jusqu'en juillet elle ne dépasserait pas 6 % sur l'année. Le blocage du dollar à 7,70 F dans le calcul de l'indexation du prix des produits pétroliers, la limitation de la hausse des tarifs de l'EDF à 3,5 % en septembre et l'absence d'autres augmentations programmées d'ici la fin de l'année y contribuent tout en accentuant les problèmes de financement du secteur énergétique.

Dans l'hypothèse, que nous avons retenue, d'une faiblesse du dollar seulement passagère vis-à-vis du franc il paraît difficile pour les pouvoirs publics d'adopter en 1984 une attitude aussi volontariste en matière de prix de l'énergie. De plus l'imputation à Gaz de France du surcoût du gaz algérien, la poursuite du programme nucléaire pour EDF et les charges supplémentaires prévues au budget des PTT font attendre pour l'ensemble des tarifs publics des relèvements en moyenne supérieurs à ceux de cette année.

Les orientations de politique économique plus favorables à l'industrie pourraient également se manifester dans le domaine de la surveillance des prix. Ainsi un contrôle plus strict des marges commerciales et des services s'accompagnerait d'un régime un peu plus bienveillant pour le secteur manufacturier autorisant une légère reconstitution des profits. Même avec un comportement modéré des salaires et des prix énergétiques, la faiblesse des gains de productivité à attendre et la hausse sensible des prix des matières premières importées permettent difficilement d'envisager un rythme de hausse de prix inférieur à 7 % à la fois pour les produits manufacturés et pour l'ensemble des prix.

Vis-à-vis de nos principaux partenaires une partie de l'écart actuel signalé plus haut serait ainsi comblé (voir graphique n° 35). Les mesures autoritaires visant à limiter les hausses de prix et de salaires auront sans doute pour avantage de nous permettre de mieux accompagner leur ralentissement à l'étranger en évitant une cure d'austérité plus draconienne. Elles ne s'attaquent cependant qu'aux effets de l'inflation et n'y apportent pas de remède durable.

... et il en est de même pour les salaires

En raison des mesures d'encadrement des salaires, l'évolution de ceux-ci tend à être encore plus saisonnière qu'auparavant : le début de l'année cumule les hausses pour rattrapages par rapport aux prix de l'année antérieure et la première avance pour l'année en cours ; les trimestres suivants voient les salaires plutôt devancés par les prix, l'indexation implicite qui couvrirait antérieurement la plupart des branches, ne jouant plus. Ainsi le schéma des hausses et la tendance du pouvoir d'achat tendent à se rapprocher de ce qui est pratiqué dans les pays anglo-saxons. Toutefois les branches à majorité de bas salaires (hygiène, commerces...) échappent encore à cette tendance du fait des relèvements du SMIC.

C'est dans la fonction publique que le système doit jouer le plus nettement. Après la baisse de pouvoir d'achat intervenue durant la période de blocage de 1982, certains rattrapages ont eu lieu à partir de novembre, modulés selon les catégories, suivis dès janvier par des hausses trimestrielles équivalant chacune à 2 % du salaire de 1982. La dernière d'entre elles doit intervenir au 1^{er} novembre. Une clause de sauvegarde prévoit le réexamen de l'évolution globale des années 1982 et 1983 lorsque sera connu le dernier indice de prix de cette année, c'est-à-dire en février 1984. Ce réexamen porte sur l'évolution de la masse salariale, c'est-à-dire celle du niveau moyen annuel de traitement, et il en sera de même pour l'objectif de limitation des hausses en 1984. Ce mécanisme ne laisse place en définitive qu'à des augmentations très modérées l'an prochain. Il paraît difficile de les contenir en-deçà de 1 % par trimestre avec une hausse plus importante en début d'année et peut-être plus faible au 4^e trimestre.

Dans le secteur privé la hausse du taux de salaire horaire mesurée en avril (3,1 %), avait permis une hausse du pouvoir d'achat d'un peu plus de 1 % du 4^e trimestre 1982 au 1^{er} trimestre 1983 ; celle de juillet (2,5 %), correspond à un léger recul du pouvoir d'achat au 2^e trimestre, qui pourrait s'être confirmé au 3^e trimestre à en croire les perspectives de salaires très prudentes formulées par les industriels en juin dernier. En fin d'année l'évolution

sera sans doute soutenue par les revalorisations du SMIC : environ 2,5 % en novembre du fait de la hausse des prix, et une augmentation limitée de pouvoir d'achat en décembre. D'une manière générale, les actions en faveur des bas salaires vont se trouver contraintes en 1983 et 1984 par le risque de diffusion à d'autres catégories voisines, la hiérarchie des salaires ayant eu tendance à se resserrer à ce niveau, depuis 1981. Sur l'ensemble de l'année 1983 la progression des salaires serait alors comprise entre 10 % et 11 %. Comme pour la fonction publique, les résultats de 1984 seraient en retrait de ceux de cette année : si l'on prend pour hypothèse que des gains modérés de pouvoir d'achat du taux de salaire horaire (entre 1 % et 2 %) seront obtenus en cette fin d'année et défendus par la suite, la hausse des salariés pourrait revenir aux environs de 7 % au cours de l'année prochaine.

En regard de cette évolution du taux horaire, la durée hebdomadaire du travail baisserait très peu contractuellement ; la durée effective se réduirait davantage en raison de l'extension du chômage partiel qui se manifeste depuis mai dernier ; surtout les effectifs employés continueraient à diminuer de la mi-1983 à la mi-1984 à un rythme voisin de celui constaté au 1^{er} semestre soit un peu plus de 1,5 % l'an, après quoi ils tendraient à se stabiliser.

Contrairement aux années passées l'évolution des transferts ne permet plus de maintenir le pouvoir d'achat du revenu après impôts...

Les prestations sociales évoluent moins favorablement que ce qui était attendu. Ainsi la croissance des prestations familiales est tout juste parallèle à celle des prix, après avoir été de près de 21 % en 1982, et il en sera de même vraisemblablement l'an prochain. Les prestations maladie connaîtraient une tendance analogue quoique moins marquée ; bien qu'encore en forte croissance, les prestations chômage enregistreraient, cette année, la plus nette décélération du fait des mesures limitant l'ouverture aux droits d'indemnisation et de contrôles plus systématiques. A l'inverse les prestations vieillesse ne subiraient qu'un faible ralentissement, conséquence à la fois de l'accroissement du nombre de retraités et d'améliorations diverses (en particulier taux de réversion).

Les prélèvements obligatoires ont été accrus cette année avec la contribution de 1 % sur le revenu imposable de 1982 et la cotisation supplémentaire (1 % à compter du 1^{er} juillet d'environ 0,4 % à la charge des salariés) destinée à financer l'UNEDIC. Ces mesures prenant effet en milieu d'année auront contribué à faire fléchir le pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages aux 2^e et 3^e trimestres (voir graphique correspondant des prévisions quantitatives). En 1984 la tendance sera prolongée par l'introduction d'un point de cotisation vieillesse supplémentaire au 1^{er} janvier et par des mesures fiscales nouvelles d'un poids équivalent (environ 10 milliards F). Au total, entre le 1^{er} trimestre 1983 et le 3^e trimestre 1984, soit sur une période un peu plus étalée que ce que nous anticipions en juin dernier, c'est une baisse du pouvoir d'achat du revenu disponible d'environ 2 % qui interviendrait.

... si bien que la consommation pourrait baisser en 1984, pour la première fois depuis 25 ans

Au 1^{er} semestre 1983 la consommation des ménages a légèrement diminué dans son ensemble, mais plus significativement pour les produits manu-

facturés. Au sein même de ceux-ci les évolutions divergent ; si les biens d'équipement du foyer ont vu leur demande fortement chuter, les immatriculations d'automobiles se sont maintenues à haut niveau jusqu'en août. Ces résultats sont conformes aux intentions énoncées par les particuliers interrogés par l'INSEE en juin dernier.

Dans les précédentes chroniques nous avons énuméré un certain nombre de raisons qui militaient en faveur d'une baisse du taux d'épargne financière moins importante que celle qui s'était produite entre la fin de 1978 et le début de 1980 : anticipations de hausses de prix moins vives actuellement que lors du second choc pétrolier, inquiétudes plus marquées vis-à-vis du chômage et de l'évolution du niveau de vie, baisse de la demande de logement réduisant d'autant la ponction sur les actifs financiers des ménages.

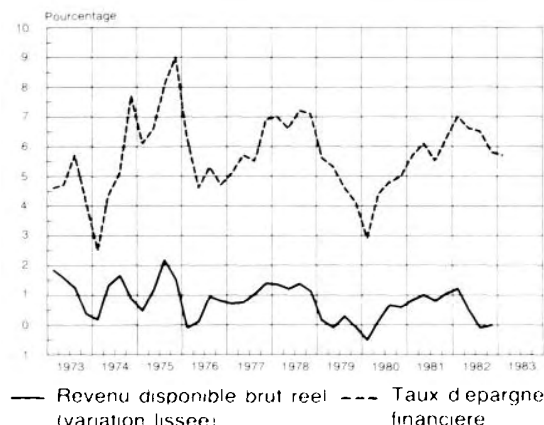
Ce schéma semble s'être à peu près correctement réalisé, si du moins l'on peut se fier à des chiffres provisoires soumis à de fréquentes révisions lors des mises à jour des comptes trimestriels. Ainsi le taux d'épargne global serait revenu d'environ 16 % début 1982 à un peu plus de 14 % à la mi-1983, ce qui correspond à 7 % et près de 5,5 % pour le taux d'épargne financière, soit moins de 2 points de baisse contre 4 points en 1979-1980. Le niveau actuel pourrait se maintenir approximativement l'an prochain. La consommation conserverait alors une évolution plus inerte que celle du revenu disponible et pourrait baisser en définitive d'environ 1 % entre la fin de 1982 et le milieu de 1984, puis augmenter lentement par la suite.

La demande de logements aura baissé beaucoup plus sensiblement. Des mesures effectives sur les liaisons entre l'investissement des ménages et leur consommation font apparaître un effet de substitution : la renonciation à un achat de logement se traduit en partie par des achats de biens de consommation ; ce que nous énoncions sous une forme différente en doutant qu'un report intégral puisse se faire en direction d'investissements financiers. Dans ce cas l'influence des taux d'intérêt élevés sur la propension à épargner, signalée à propos de plusieurs pays étrangers dans cette même chronique, n'apparaîtrait pas significativement pour la France. Il faut remarquer à ce sujet que l'encadrement du crédit et la généralisation des bonifications n'ont pas permis aux taux d'intérêt de jouer pleinement leur rôle régulateur et que c'est récemment que les taux de rendement des obligations ont retrouvé des valeurs positives susceptibles de regagner la confiance des prêteurs.

Rappelons enfin qu'il est usuel d'associer la conjoncture du logement et celle de l'équipement du logement. Si l'effet de substitution cité ci-dessus est bien réel, il pourrait expliquer la bonne tenue de l'automobile comparée aux autres biens durables, en plus de l'attrait des nouveaux modèles français et étrangers.

Graphique 36

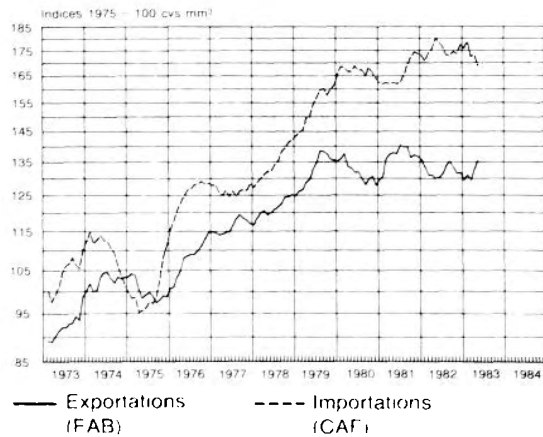
Revenu réel et épargne financière



Source : INSEE.

Graphique 37

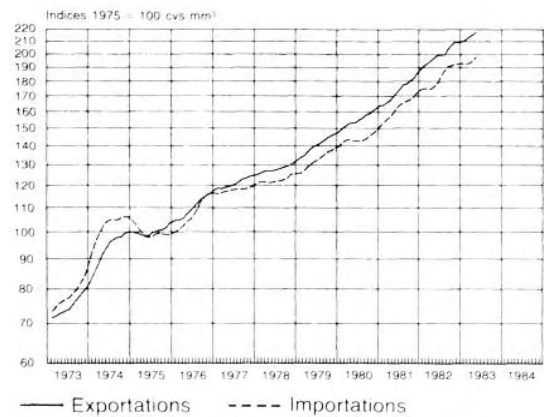
France exports-imports volume
Produits industriels et bruts



Source : INSEE.

Graphique 38

France exports-imports prix
Produits industriels et bruts



Source : INSEE.

Les importations ont diminué à la suite de la dévaluation...

Du fait des anticipations de hausses de prix liées à l'imminence d'une dévaluation, les importations de produits manufacturés s'étaient accrues au premier trimestre, à l'inverse de la demande intérieure, conduisant à un fort gonflement des stocks. En réaction, le volume des approvisionnements à l'étranger s'est réduit par la suite, y compris semble-t-il au cours de l'été, à en juger par la modération des évolutions en valeur en dépit d'une nouvelle hausse du dollar. Le taux de pénétration des importations, mesuré comme la part prise par celles-ci dans la satisfaction de la demande interne (en francs constants), s'est donc réduit d'environ un point. Cette rupture de tendance, largement due aux mouvements de stocks, ne saurait être extrapolée et l'on ne peut raisonnablement envisager au mieux qu'une stabilisation de ce taux de pénétration ; un tel résultat serait déjà favorable en soi par rapport à l'accentuation passée et traduirait une meilleure situation de compétitivité sur le marché intérieur. D'ores et déjà un certain resserrement de l'écart entre prix français et prix étrangers se fait jour grâce aux deux dernières dévaluations, selon les industriels sondés par l'INSEE, mais il ne s'agit que d'une amorce de mouvement limité aux biens d'équipement et probablement imputable au seul dollar.

Ceci conduit donc à prévoir une stabilisation des importations en fin d'année, puis une augmentation plutôt faible au cours de l'année prochaine. Les prix à l'importation croîtraient sensiblement moins vite qu'auparavant : environ 5 % l'an contre 12 %-13 % depuis la mi-1980. Cependant les effets de la dévaluation de mars dernier n'ont sans doute pas tous été enregistrés et les importateurs étrangers seraient vraisemblablement moins portés à ne pas répercuter intégralement un nouveau réaménagement de parité si les conditions de concurrence se rapprochent.

La baisse des quantités de pétrole brut importé (environ 5 millions de tonnes par mois au 1^{er} trimestre, contre 7 au début de 1982) a laissé place à une reprise (6 millions de tonnes au 2^e trimestre) marquant ainsi l'arrêt du déstockage chez les raffineurs. Cette reprise pourrait se prolonger, mais à un

rythme atténué, la tendance à la reconstitution d'un niveau normal de stocks étant partiellement contrecarrée par la faiblesse des besoins liée à celle de l'activité, mais aussi par l'indexation incomplète des prix des produits raffinés. En 1984 un nouveau repli du volume des importations est prévisible en l'absence d'anticipations à la hausse des prix, en raison de la mise en service de nouvelles centrales nucléaires.

... et les exportations de produits manufacturés retrouvent une progression, interrompue depuis 1979

Ainsi qu'il ressort de l'analyse de l'environnement international, la demande mondiale adressée à la France résulte de tendances contraires selon les zones de provenance. D'un côté on assiste à une reprise à l'intérieur de l'OCDE, de l'autre les pays en développement réduisent encore leur demande en 1983, principalement en ce qui concerne ceux de l'OPEP. Au total c'est plutôt une stabilité de la demande qui prévaudrait jusqu'en fin d'année. L'an prochain les effets de la croissance des importations des pays de l'OCDE ne seraient plus compensés par les restrictions des pays en développement et les marchés extérieurs de la France s'étendraient d'environ 4 %.

Les exportations françaises de produits manufacturés bénéficieraient en principe à plein de cette reprise de la demande. Jusqu'à un passé récent la comparaison des marges réalisées sur le marché français et sur les marchés extérieurs était favorable aux premières et la meilleure tenue de la demande en France incitait les industriels à satisfaire en priorité le marché intérieur.

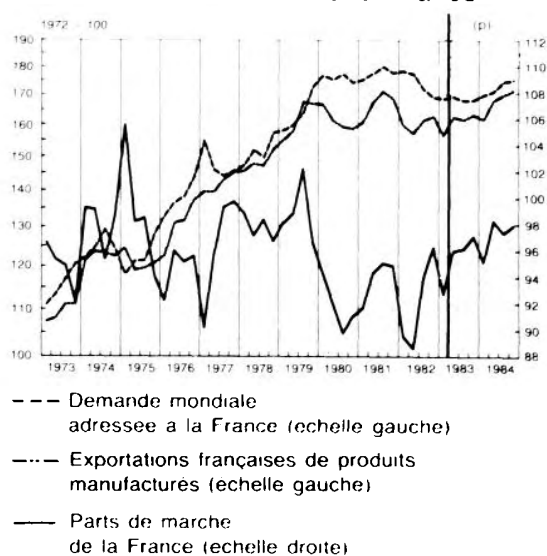
A présent que la tendance s'inverse, il pourrait en résulter une plus forte incitation à exporter. L'inconvénient, cité déjà à plusieurs reprises, c'est que, malgré les tentatives des exportateurs de redresser leurs marges à l'exportation en maintenant si possible leurs prix estimés en devises étrangères, ces marges bénéficiaires restent médiocres et limitent parfois dangereusement les actions commerciales, allant jusqu'à entraîner des réductions d'effectifs à un moment où la défense des positions acquises et la prospection de nouveaux clients deviennent essentiels, face à une concurrence encore accrue.

La réduction du déficit interviendrait plus rapidement pour les marchandises que pour l'ensemble des paiements courants

Si l'on examine les résultats obtenus depuis le début de l'année, la résorption du déficit commercial s'effectue à un rythme plus rapide que

Graphique 39

Parts de marché de la France



Source : *Séries douanes*

prévu, bien qu'il soit difficile de donner une tendance précise à partir de séries très fluctuantes d'un mois sur l'autre. En rassemblant les éléments disponibles sur les produits manufacturés, l'énergie et aussi l'agriculture (fortes exportations de céréales cet été et récoltes moins touchées qu'on pouvait le craindre au printemps), le déficit des échanges de marchandises pourrait être contenu pour l'ensemble de l'année en-deçà de 60 milliards F (FAB/FAB). Après un niveau moyen mensuel compris entre 2 et 3 milliards F au premier semestre de l'an prochain, le déficit irait encore en s'amenuisant avec la reprise mondiale et la réduction de la dépendance énergétique.

Les autres postes de la balance des paiements courants freinent cette amélioration : alors que la croissance de l'excédent des invisibles avait en 1979 et 1980, compensé le déficit grandissant du commerce extérieur, le recul amorcé en 1981 et 1982 a aggravé sa détérioration. Il y a de fortes raisons de penser que ce recul, dû à la baisse de l'excédent des services et à une dégradation accentuée du déficit des transferts, se prolongera en 1983 et 1984.

Tout d'abord l'ampleur du solde positif de la coopération technique et des grands travaux se contractera fortement. Le montant des grands contrats à l'exportation s'est beaucoup réduit au premier semestre : 32 milliards de F, soit à peine les deux tiers des résultats en valeur des deux années précédentes. La concentration usuelle de ces contrats sur un nombre limité de pays rend en effet nos exportations particulièrement sensibles à la baisse de la demande de l'OPEP.

Ensuite le poste « intérêts, dividendes et autres revenus du capital », traditionnellement excédentaire, deviendra déficitaire ces deux années. Pour l'essentiel il s'agit des intérêts sur placements et crédits bancaires ; or les crédits commerciaux accordés par la France progressent moins et avec eux les intérêts qu'ils engendrent ; surtout, l'accélération de notre endettement extérieur creusera le déficit de ce poste qui pourrait atteindre entre 7 et 10 milliards F cette année et autour de 15 milliards F l'an prochain, ces chiffres étant sensibles aux hypothèses de taux d'intérêt dont on n'attend pas une détente très marquée en 1984.

Enfin la politique à l'égard du change a eu d'autres effets qui pourraient s'atténuer l'an prochain : amélioration du solde des voyages, détérioration du solde des recettes et dépenses du gouvernement français qui recouvre le coût des interventions sur le marché des changes.

En conclusion le solde positif des services reviendrait de 34 milliards en 1982 à environ 25 milliards F en 1983 et 20 milliards F en 1984. Par contre il semble possible de stopper la dégradation du solde des transferts, notamment en ce qui concerne les transferts publics, ce qui s'est effectivement produit au premier semestre. Mais il sera difficile, au total, d'éviter qu'apparaisse un déficit de l'ensemble des invisibles l'an prochain.

L'investissement reste inhibé par la médiocrité des profits...

La crise des investissements productifs réalisés par les entreprises n'est pas conjoncturelle : dans le secteur concurrentiel les investissements reculent depuis 1973 à deux exceptions près : en 1976, du fait de mesures fiscales ponctuelles qui ont conduit à anticiper des dépenses mais non à une

reprise durable, en 1979-1980 en raison d'un redressement de courte durée de la demande et des profits.

Le débat sur les conditions d'une reprise des dépenses d'équipement oblige à dresser un constat très négatif sur les possibilités d'action purement conjoncturelle. Ce constat ne peut qu'être renforcé par la situation récente et prévisible à court terme. La relance de l'activité par la demande amorcée en mai 1981, financée en grande partie par un alourdissement des charges salariales et sociales, n'a ni redressé les conditions d'exploitation des entreprises, ni accru l'investissement. La nouvelle politique économique menée depuis juin 1982 conduit à réduire temporairement la production et les profits ; les anticipations défavorables qui en découlent sont un nouvel obstacle à l'investissement.

Face à ce constat, il faut avant tout se garder de se réfugier dans l'irrationnel et d'évoquer une éventuelle grève de l'investissement liée à des prises de position politiques. Comme on l'a remarqué plus haut la baisse d'intensité en matière d'investissement ne date pas d'hier et n'est pas propre à la France. Elle tient à ce que toute relance dans ce domaine se heurte au problème de son financement. Faute d'épargne intérieure suffisante, le financement est assuré en définitive par l'inflation ou le déficit extérieur, deux maux qui doivent tôt ou tard être combattus. Les conclusions ont déjà été mentionnées plus haut : l'épargne doit *d'abord* être dégagée pour pouvoir *ensuite* être investie, et non l'inverse.

Tout effort de redressement allant dans ce sens ne peut alors être que progressif et nécessite une réallocation des ressources allant du non productif au productif. Il est difficile d'éviter une phase initiale d'affaiblissement de la demande globale, le temps que les prélèvements réalisés sur les dépenses de consommation soient affectés à des projets d'investissements en capital humain et en infrastructure. Ensuite seulement des dépenses d'équipement en matériels utilisant ces investissements initiaux pourront provoquer cette fameuse croissance auto-entretenu, dont le rêve est poursuivi depuis la cassure de 1974-1975.

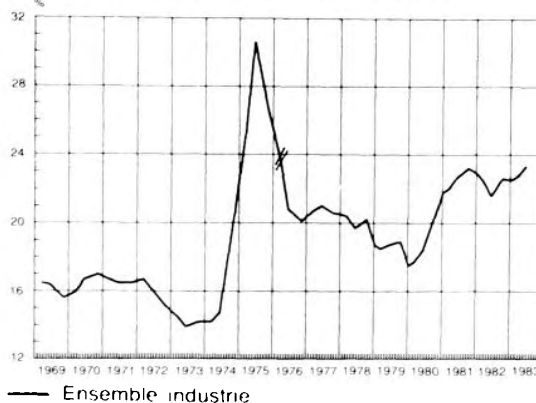
...ce qui se lit dans les jugements portés sur les capacités de production existants et sur la destination des nouveaux équipements

On a eu déjà l'occasion de signaler la dérive qui s'est progressivement introduite au cours des années 1970 entre appréciations quantitatives et qualitatives portées par les industriels français sur leurs capacités de production. Après une hausse brutale en 1975, les marges utilisées s'étaient lentement réduites, permettant d'espérer un complet assainissement ; le début de reprise des investissements de 1979-1980, suivi d'un retournement de la de-

Graphique 40

*Marge de capacité disponible
Avec embauche. Pourcentage.*

marge moyenne de capacité de production disponible exprimée en % des capacités totales.



— Ensemble industrie

Source : INSEE

mande, a de nouveau dégradé la situation. Les marges inutilisées restent aujourd'hui élevées : en moyenne les industriels pourraient accroître leur production de 23 %, au besoin en embauchant, si les commandes le leur permettaient. Bien que ce niveau soit supérieur à la moyenne de longue période, il reste très en retrait de celui calculé pour 1975, alors que la proportion de chefs d'entreprise jugeant leur capacité excédentaire par rapport aux besoins prévisibles reste aussi importante qu'à l'époque (voir graphiques). S'il est certain que ces réponses individuelles sont dictées d'abord par une attitude beaucoup moins confiante que par le passé envers la croissance à venir, l'analyse des goulots de production accrédite l'idée que le manque de rentabilité affecte aussi la plupart des réponses sur le futur.

L'essentiel des investissements industriels est destiné, non à accroître la capacité productive mais à renouveler des équipements hors d'usage ou déclassés et à moderniser en vue d'améliorer la productivité. La nécessité d'investissements massifs de modernisation est à l'ordre du jour : le vieillissement de l'appareil de production est en effet sensible et mesurable chaque fois que des analyses de parc sont effectuées. Cependant en France, contrairement à ce qui se passe en RFA, les investissements de productivité pour prédominants qu'ils aient été n'ont pas suffi à assurer le développement des dépenses.

Les résultats d'exploitation conserveront un profil heurté

Dans l'industrie la part des entreprises à même de réaliser tous les investissements jugés économiquement nécessaires avait été fin 1982 la plus faible enregistrée par l'enquête sur les investissements, puis une amélioration a été relevée en juin 1983 ; néanmoins les principaux obstacles cités restent l'insuffisance des marges d'autofinancement et l'hésitation à s'endetter davantage ; l'obtention de concours financiers extérieurs reste un problème

Graphique 41

Jugement sur capacité de production Ensemble industrie-brut

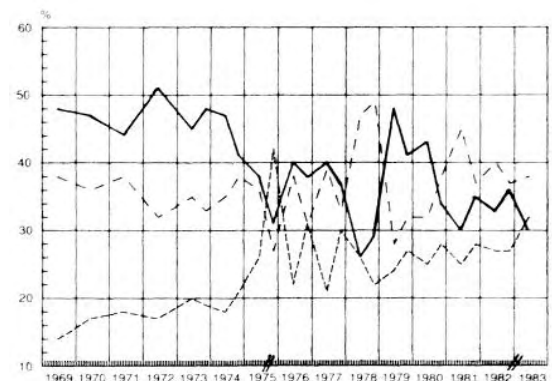
ecart entre les pourcentages d'industriels qui estiment leurs capacités de production « plus que suffisantes » et « pas suffisantes »



Source : INSEE

Graphique 42

Destination des investissements Pourcentage. Ensemble de l'industrie



Quelle sera, dans les mois à venir, la destination principale des investissements effectués

- Accroissement de la capacité de production
- Renouvellement d'équipements hors d'usage
- · · Amélioration de la productivité

Source : INSEE

marginal, montrant ainsi que les normes d'encadrement du crédit ont peu d'impact en ce domaine.

Les résultats d'exploitation des entreprises avaient été particulièrement dégradés au deuxième semestre 1982 et il est probable que ceci ait contribué à l'impression d'insatisfaction qui ressort du dernier sondage réalisé en mai dernier sur les trésoreries industrielles. Mais un répit s'est manifesté récemment grâce à la baisse du prix du pétrole et au très net ralentissement des coûts salariaux unitaires. Répit de courte durée, puisque les charges sociales subissent encore en 1983 une hausse supérieure à celle des salaires : aux 13,6 milliards F supplémentaires pour cette année, qui ressortent de l'évaluation commune CNPF-administration, il convient d'ajouter la cotisation supplémentaire UNEDIC introduite au 1^{er} juillet (0,6 % à la charge des entreprises) et destinée à couvrir le financement courant, et peut-être ultérieurement un ultime prélèvement visant à couvrir les déficits passés. En fin d'année l'élément prédominant remettant en cause une part des gains du 1^{er} semestre sera à nouveau le coût salarial unitaire ; des hausses de salaires passagèrement plus rapides et la baisse d'activité vont en effet alourdir celui-ci.

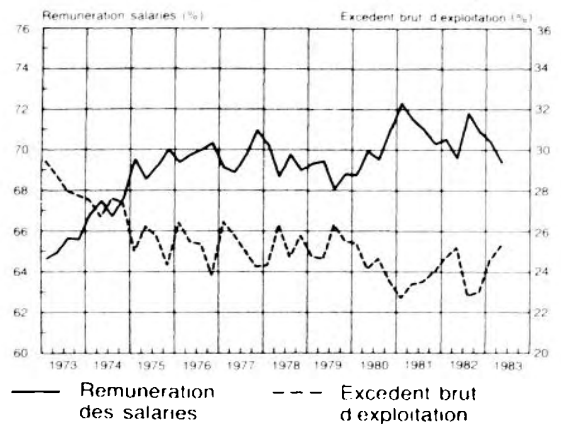
Dans l'état actuel du projet de budget pour 1984, il n'y a pas lieu d'attendre un alourdissement de la pression fiscale sur les entreprises, l'essentiel des recettes nouvelles étant prélevé sur les ménages (10,7 milliards F) et les institutions financières (5,6 milliards F). En effet une compensation s'opère à peu près entre les mesures augmentant la ponction (aménagement de l'imposition forfaitaire, réduction du taux de déductibilité de la provision pour investissements, taxe sur les véhicules de société) et les allègements (exonération d'impôt sur les bénéficiaires des entreprises nouvelles et coopératives, renforcement des fonds propres, aménagement du régime fiscal des brevets, report d'augmentation de la taxe intérieure sur les produits pétroliers...). Ainsi qu'il ressort de cette énumération, l'effet sur les résultats d'exploitation proprement dits est minime.

... mais le financement de l'investissement s'opérera dans de meilleures conditions

Au printemps dernier, la réaction à des difficultés de trésorerie toujours importantes n'a pas été de réduire l'activité ou les investissements mais plutôt de chercher à accroître les fonds propres et les emprunts à long terme. Cette attitude explique la bonne tenue de la production jusqu'à l'été. Il paraît douteux qu'elle se prolonge dans l'immédiat : la baisse des ventes chez les détaillants et celle des commandes adressées au BTP entraînent déjà dans ces secteurs des difficultés financières supplémentaires qui ne manqueront pas de se transmettre à l'industrie dans un effort général de compression des stocks.

Graphique 43

Parts dans la valeur ajoutée Sociétés et quasi-sociétés (hors EI)



Source : INSEE.

Dans la mesure où les industriels estiment que certains investissements vitaux ne peuvent plus être différés, on peut envisager que les stocks fassent d'autant plus les frais du manque de liquidité des entreprises, là où leur niveau semble encore excessif. Du point de vue de l'économie réelle il en résulterait une remontée du taux d'investissement fixe : investissement productif en légère hausse, rapporté à une activité en baisse conjoncturelle. Du point de vue des ressources financières la demande de crédit à court terme ne fléchirait qu'au rythme du déstockage, soit plus lentement que souhaité, tandis que la demande de prêts à long terme se redresserait.

Les mesures prises dans ce domaine financier visent à faciliter la consolidation des bilans. Le développement de l'épargne longue concerne en premier chef les obligations ; les émissions pourraient atteindre 200 milliards F en 1983 contre 155 en 1982, mais elles concernent principalement l'Etat, les collectivités locales et le secteur public. La baisse des taux d'intérêt reste un souci constant mais le contexte international ne s'y est guère prêté pour les taux à court terme et le taux de base bancaire se maintient à 12,25 % depuis le début de l'année ; des bonifications ont pu être opérées dans le cadre des prêts supplémentaires de refinancement (moratoire annoncé il y a un an) en plus de celles existant pour les prêts spéciaux à l'investissement (un taux de 9,75 % est appliqué dans les deux cas). Enfin 5 milliards F de prêts participatifs pourraient être dégagés dans le cadre du Fonds industriel de modernisation qui vient d'être créé et se trouve alimenté par la Caisse des Dépôts et le livret d'épargne industrielle (CODEVI). Il reste que le renforcement de l'aide à l'industrie se fera en partie au détriment des secteurs traditionnellement aidés : agriculture, logement, collectivités locales.

Une reprise partielle de l'équipement de l'industrie est donc envisageable en 1984...

Ce qui vient d'être dit ne permet en aucune façon d'espérer une franche reprise de l'investissement à l'horizon conjoncturel qui nous préoccupe. Même si un coup d'arrêt est sans doute porté à la dégradation du partage entre salaires et profits, les seconds vont être atteints par les effets des mesures de rigueur sur l'activité. Et il faudra beaucoup plus de temps pour redresser les tendances de productivité et de rentabilité des investissements. Cependant des besoins ponctuels de renouvellement ou de modernisation d'équipement et d'adaptation à de nouvelles fabrications pourront être plus facilement satisfaits que ces dernières années et redresseraient la tendance de l'investissement industriel.

Sans doute peut-on expliquer ainsi les prévisions effectuées par les industriels en juin dernier qui correspondraient à une remontée de leurs investissements de l'ordre de 3 % l'an prochain. L'accroissement reste localisé dans certains biens intermédiaires (sidérurgie, non-ferreux, verre) et biens d'équipement, à côté de régressions significatives dans les biens tournés vers la consommation.

... qui ne sera cependant pas soutenue par l'évolution prévisible dans les entreprises du secteur nationalisé

Les entreprises nationalisées du secteur concurrentiel (nationalisées en 1981-1982 ou antérieurement) développent fortement leurs investissements

cette année, contrairement aux entreprises privées proprement dites. Instrument de politique industrielle (plans sectoriels tels la restructuration de la sidérurgie, le plan électronique, etc.), instrument de soutien aux investissements productifs en déclin, ces entreprises ont bénéficié en 1983 d'importants concours financiers (dotations budgétaires, concours bancaires, etc.). Il en résulte un fort progrès de leurs dépenses d'équipement, mais dont la mesure est malaisée : il s'agit en effet d'isoler les dépenses productives, hors investissements financiers, sur le territoire national ; or les modifications de structures des entreprises (chimie, électronique) rendent difficiles l'utilisation des comptes disponibles. On peut toutefois souligner que les contrats de plan signés en 1983 fixent un objectif de croissance de plus de 30 % des investissements productifs en métropole pour l'année en cours. L'exploitation par l'INSEE des réponses effectuées par le groupe des nationalisées conduit à estimer la croissance de leurs investissements à 20 % en valeur et 9 % en volume (hors secteur pétrolier et hors filière uranium).

Une croissance plus modérée nous semble cependant devoir être retenue, qui ne serait pas supérieure à 5 à 6 % en volume.

Pour l'année à venir, un tel progrès ne peut être anticipé : la situation financière de la plupart de ces entreprises est très déséquilibrée, et dans le cadre des restrictions de dépenses budgétaires, les dotations en capital stagneront en valeur (12,7 milliards de francs contre 12,45 en 1983). Ainsi, si les contrats de plan fixaient des objectifs pluri-annuels d'investissements ambitieux (en particulier une croissance de 15 % en valeur en 1984 toujours pour les dépenses en France), le financement n'était précisé que pour la seule année 1983. Les informations actuellement disponibles sur ce financement et sur les situations sectorielles permettent au mieux d'envisager une stagnation en volume.

Soulignons enfin que les entreprises nationalisées ne représentent que 25 % de l'investissement industriel au sens strict (hors pétrole), et qu'une telle prévision n'est donc pas contradictoire avec celle décrite pour l'investissement industriel dans son ensemble.

Par contre, les investissements des entreprises non industrielles et des « grandes entreprises nationales » seront en recul...

Dans l'agriculture, la reprise des investissements amorcée fin 1982, due à l'amélioration du revenu et aux bonnes récoltes de l'année s'est poursuivie au début de cette année ; mais les achats de matériel agricole semblent devoir reculer au second semestre et le recul de l'investissement se prolongera probablement au premier semestre 1984.

Dans le secteur du bâtiment et du génie civil, les perspectives d'investissement déclinent et les restrictions budgétaires supplémentaires ne feront que renforcer ces anticipations pessimistes.

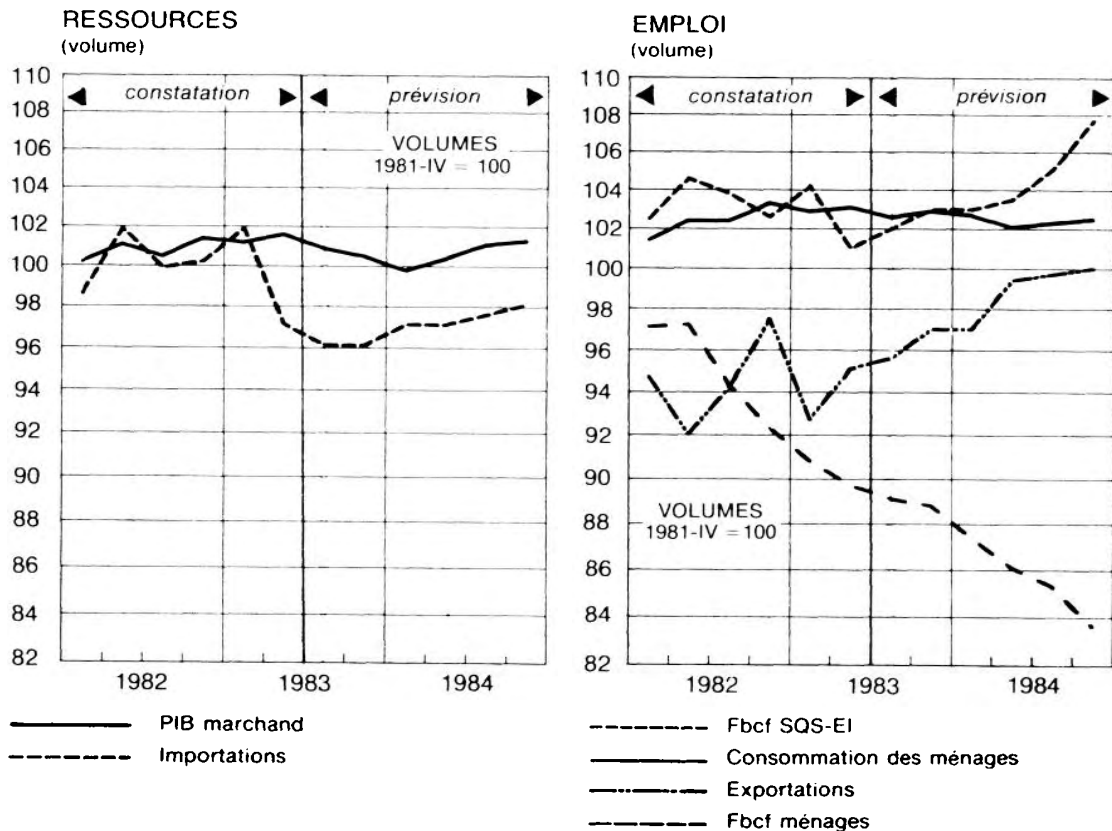
Dans les commerces, l'année 1983 marque un retournement après une période de fort développement des dépenses d'équipement (où la rationalisation avait compensé la faiblesse de l'extension des surfaces de vente). Avec un volume d'activité ralenti, des difficultés de trésorerie accrues et un accès au crédit moins aisé, les prévisions pour l'an prochain restent orientées à la baisse. Une évolution semblable est prévisible dans les services :

elle s'appuie sur le renforcement du contrôle des marges et des prix et une moindre progression d'activité.

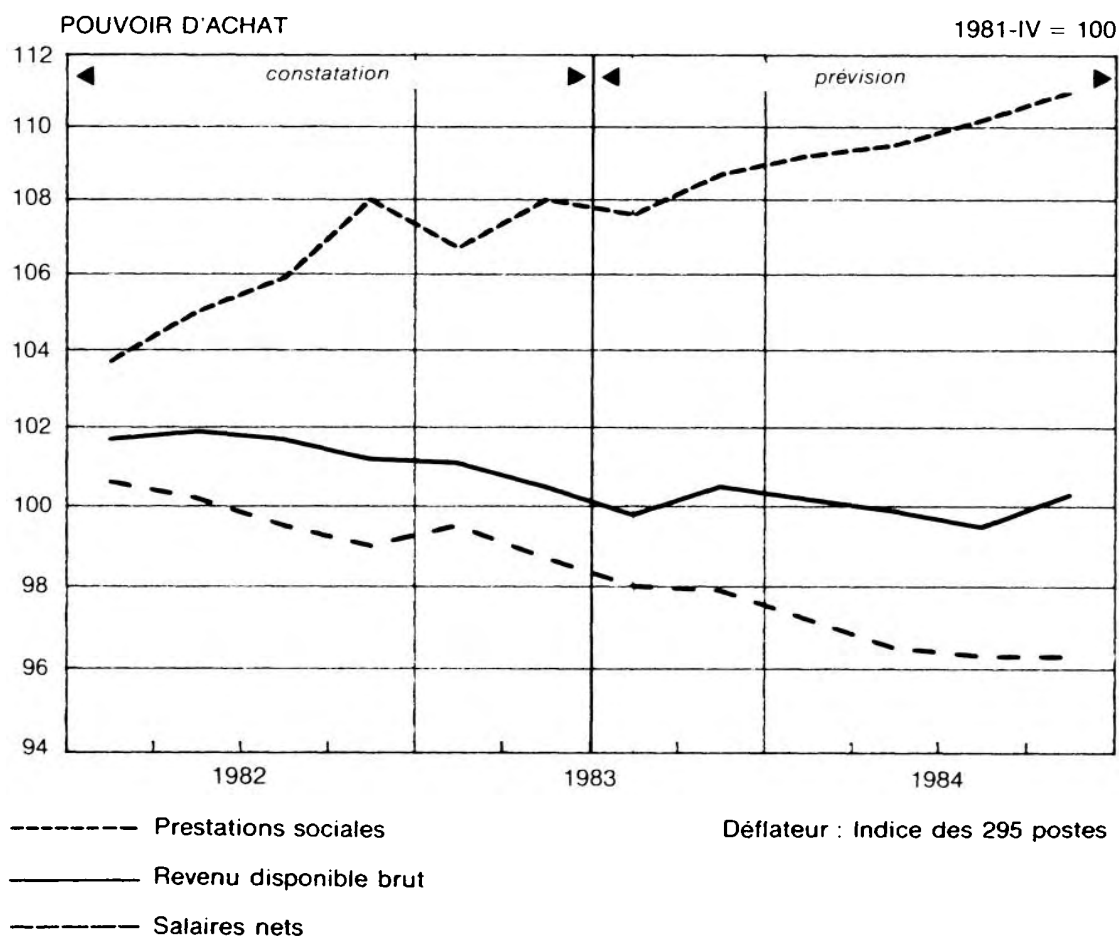
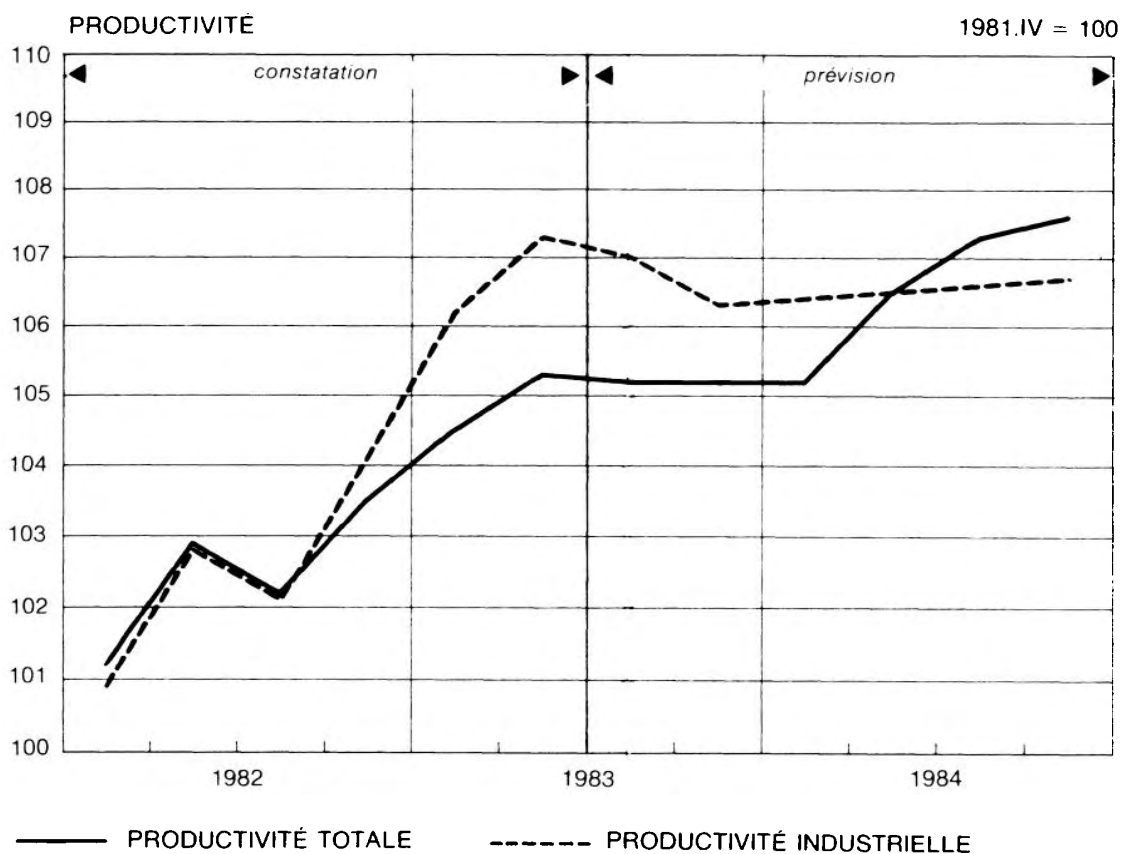
Enfin une nouvelle contraction des investissements des Grandes Entreprises Nationales ⁽¹⁾ est prévisible en 1984, pour les mêmes raisons qui ont joué cette année en février : certains programmes ont été reportés à la demande du FDES pour tenir compte de la modification du calendrier des hausses tarifaires et ne pas compenser celle-ci par un accroissement des emprunts, notamment à l'étranger. Cependant le développement des activités de télématique par les PTT et le volume encore élevé du programme nucléaire d'EDF limitent cette contraction.

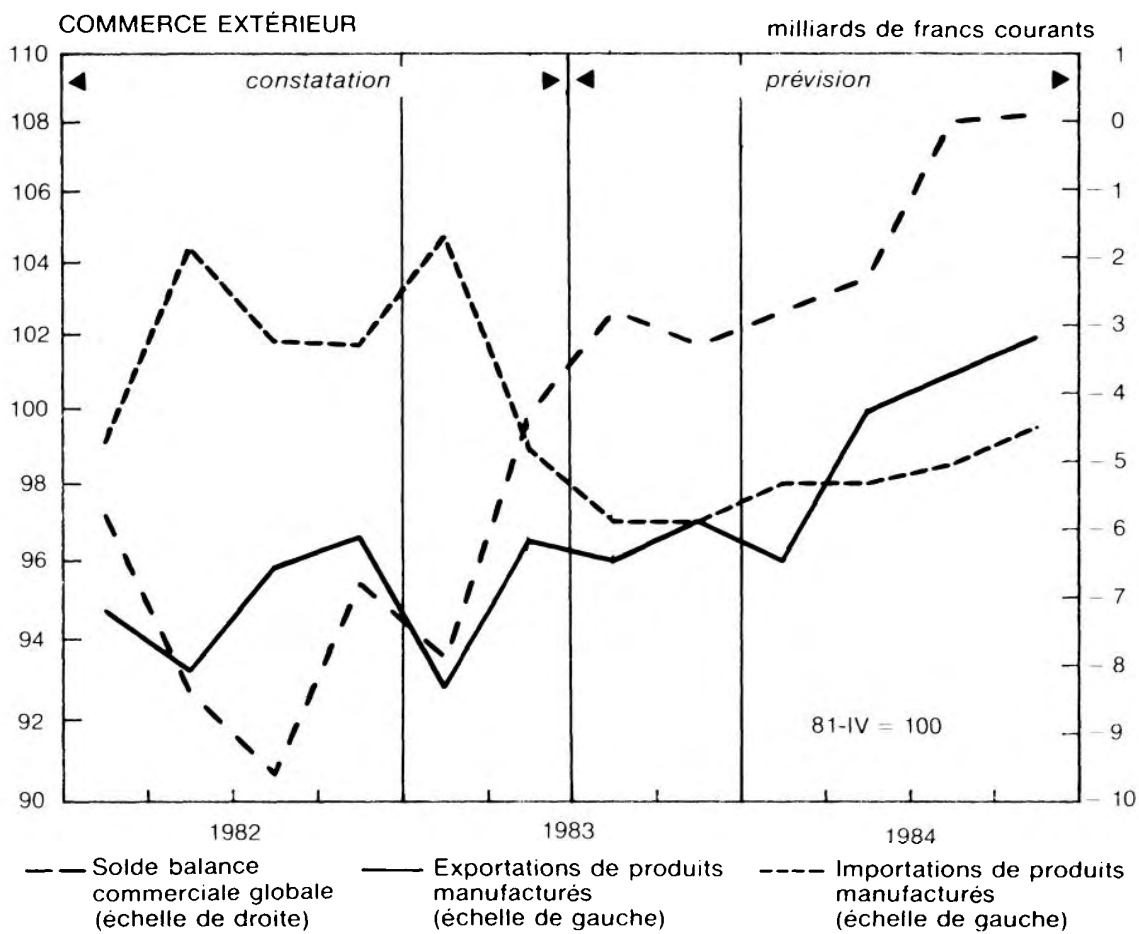
Cheminevements trimestriels des principaux agrégats

Les développements sur la conjoncture française qui précèdent ont été traduits en chiffres concernant les principaux agrégats des biens et services, du compte de revenu des ménages et du compte d'exploitation des entreprises non financières. Ces chiffrements trimestriels, couvrant le deuxième semestre 1983 et l'année 1984, sont retracés par les graphiques ci-après. Effectués sous la seule responsabilité du département des diagnostics, ils peuvent différer des résultats obtenus à partir du modèle annuel-OFCE, qui sont présentés dans la rubrique suivante, « Prévisions quantitatives ».



(1) Dans la terminologie officielle actuelle on entend par Grandes Entreprises Nationales les huit entreprises suivantes : Charbonnages de France, EDF, Gaz de France, SNCF, RATP, Air France, Air Inter, PTT.





Sources : Exportations Importations (Comptes trimestriels). Solde commercial (série douane).