

Chronique de conjoncture

Revenus et concurrence accrus

Département des diagnostics de l'OFCE (*)

Le différentiel de croissance entre les Etats-Unis et l'Europe s'estompe, mais il n'est pas pour autant assuré que les pays du vieux continent prennent prochainement les devants. Au cours des trois dernières années les Américains ont massivement investi. Bien que le logement et les activités tertiaires y aient pris une large part, l'industrie, pressée par la concurrence, s'est aussi renforcée en de nombreux points. Parmi les grands pays européens seule la RFA a pu conduire un effort de modernisation comparable et affiche un certain optimisme.

Le baisse du dollar, si elle se confirme, allègera la contrainte extérieure qui s'imposait encore à plusieurs pays et, en ralentissant l'inflation, stimulera la consommation. Par contre la concurrence va s'intensifier sur le marché européen, la demande des pays en développement fléchira, et les places à l'exportation seront chères.

En France la croissance restera en retrait de celle de nos partenaires, quoique plus soutenue l'an prochain. La consommation bénéficie des allègements fiscaux et d'une propension à épargner qui s'affaiblit. Les besoins de financement de l'économie se réduisent car l'Etat freine ses dépenses et les ménages achètent peu de logements neufs. Quant aux entreprises elles consolident leurs bilans et investiront encore prudemment en 1986. La baisse des taux d'intérêt sera encouragée par celle de l'inflation et le décloisonnement des marchés financiers et monétaires. Le déficit commercial pourrait être réduit et la dette extérieure à long terme stabilisée.

(*) Cette chronique a été élaborée au département des diagnostics de l'OFCE dont le directeur est Philippe Sigogne. La partie environnement international a été établie par Monique Fouet avec la collaboration de Sabine Mathieu et la partie française par Françoise Milewski, avec la collaboration de Michael Cocker, Catherine Dujust et Alain Gubian.

L'environnement international

L'activité européenne a continué à se redresser au cours des trimestres récents. La production industrielle de nos partenaires de la Communauté rejoint le précédent sommet atteint à la fin de 1979. Cependant cette croissance ne va pas sans hésitations. Des conditions climatiques difficiles ont entravé l'activité du bâtiment pendant l'hiver, tandis que l'industrie allemande marquait une pause après les rattrapages des grèves du printemps 1984. Le poids des stocks a cessé de se réduire et les carnets de commandes ne se sont regarnis que lentement. C'est seulement à partir de cet été qu'ont pu être résorbées les tensions sur les taux d'intérêt réapparues en février-mars dans les pays où les taux étaient les plus bas (RFA et Pays-Bas, mais aussi Royaume-Uni et Belgique).

Les prévisions élaborées pour l'année 1985 ont été plus fréquemment révisées en baisse (Grèce, Italie, Belgique et Suède) qu'en hausse (Norvège et Suisse), et les espoirs de résorption du chômage s'en trouvent repoussés. La croissance européenne serait d'environ 2,5 % cette année, comme l'an passé. En Grèce et en Belgique les révisions en baisse touchent la consommation, presque stagnante ici, alors qu'ailleurs elle est souvent un peu plus forte qu'il n'était anticipé au début du printemps, et progresse en moyenne de 2 %. En Italie et en Suède ces révisions proviennent d'importations accrues (+ 8 % à + 9 % au lieu de + 4 % à + 5 % attendus). Les échanges extérieurs paraissent avoir été sous-estimés pour de nombreux pays, ce qui tempère les discours sur la multiplication continue des entraves au commerce international. En dépit de la dépréciation, jusqu'à une date récente, des monnaies européennes, les importations de biens et services pourraient avoir progressé en 1985 de 5 % à 6 %, soit trois points de plus que la production intérieure. Les exportations se seront accrues un peu plus rapidement (+ 6 % à + 7 %), grâce à quelques gains de parts de marché.

Les hausses de prix quelque peu plus rapides du premier semestre 1985 sont généralement imputées à la montée du dollar et jugées, pour cette raison, temporaires. La désinflation pouvant reprendre à présent, les prix de 1985 ne seraient finalement supérieurs en Europe que de 5 % à 6 % à ceux de 1984.

Aux Etats-Unis les performances conjoncturelles de l'économie se sont ternies depuis quelques trimestres. Depuis la mi-1983 la hausse des prix a cessé de se ralentir ; depuis la mi-1984 la production industrielle et le taux de chômage stagnent, tandis que le déficit commercial oscille autour de 10 milliards de dollars par mois ; depuis mars 1985 le dollar a entamé un mouvement de dépréciation. Peut-on penser dans ces conditions que le ciseau conjoncturel entre les Etats-Unis et l'Europe est en train de s'inverser, les premiers s'acheminant vers une phase de récession et les seconds vers une croissance plus soutenue ? Cela est loin d'être certain.

Les Etats-Unis sont confrontés à un dilemme qu'ils ne peuvent résoudre qu'en insufflant un regain de dynamisme à leur économie. La relative absence de contraintes naturelles y autorise une progression démographique plus forte que dans bien d'autres pays développés. En retour, des emplois doivent être créés plus qu'ailleurs pour éviter un chômage élevé, considéré comme le fléau politique numéro un. Mais l'ouverture croissante du marché américain aux produits étrangers implique que l'embauche ne se fasse pas au détriment de l'efficacité de la production. La dure leçon de la poussée inflationniste des dernières années soixante-dix, résultant de gains de productivité insuffisants, n'a pas été oubliée. Elle explique le remarquable consensus qui s'est réalisé entre les Pouvoirs publics et les acteurs privés, soucieux de revitaliser le tissu productif autour du thème de la politique de l'offre.

Ainsi les Etats-Unis ont-ils réagi à la crise plus tôt que leurs partenaires européens, moins directement impliqués par les problèmes de concurrence et disposant de moins de réserves financières. Ces derniers ont, jusqu'à présent, été relativement préservés, grâce à la dépréciation de leurs monnaies, de la concurrence intense issue du Japon et des nouveaux pays industriels. Que, sous l'impulsion des Etats-Unis, qui reconnaissent à présent l'influence néfaste d'une monnaie surévaluée sur leurs secteurs primaire et secondaire, le dollar vienne à retrouver une parité moins déraisonnable, alors la pression de la concurrence internationale se répartira de manière plus équilibrée et viendra peser davantage sur l'Europe. Comme par ailleurs il est probable que les politiques économiques demeurent plus restrictives en Europe qu'aux Etats-Unis jusqu'à la fin de 1986, ce sont les questions de compétitivité et de dynamisme interne des économies qui paraissent primordiales pour les activités à venir.

La présente chronique apporte tout d'abord quelques éléments d'éclairage sur ces points. Deux grands pays européens autres que la France, la RFA et le Royaume-Uni, sont comparés aux Etats-Unis en ce qui concerne l'un des déterminants de la compétitivité, l'investissement, et l'une de ses manifestations immédiates, les résultats du commerce extérieur. Les conclusions qui s'en dégagent figurent parmi les éléments conduisant à craindre une croissance économique modérée aux Etats-Unis, au cours des prochains trimestres, mais aussi un certain ralentissement de la croissance en Europe.

La compétitivité des Etats-Unis présente de nombreux points forts face à l'Europe

La progression de l'investissement a été plus rapide aux Etats-Unis qu'en RFA et au Royaume-Uni...

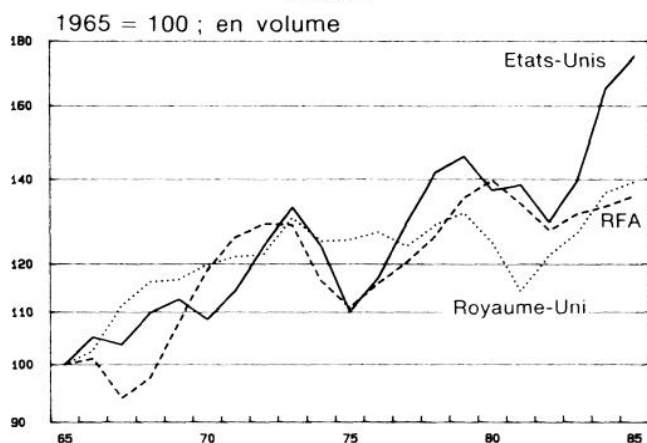
La période récente est marquée par une divergence inhabituelle entre l'investissement aux Etats-Unis et en RFA (graphique 1). Certes, au cours des vingt dernières années, ces grandeurs ont suivi des cheminements annuels quelque peu différents ; mais lors des récessions

de 1975, puis de 1981 elles avaient retrouvé des niveaux comparables (sur une base 100 en 1965). Depuis 1982 l'écart atteint une grande ampleur, la croissance de l'investissement ayant été beaucoup plus rapide aux Etats-Unis qu'en RFA. Dans le même temps au Royaume-Uni l'investissement a connu des chutes et progressions moins brutales, qui s'inscrivent autour d'une tendance quasiment plate de 1973 à 1983.

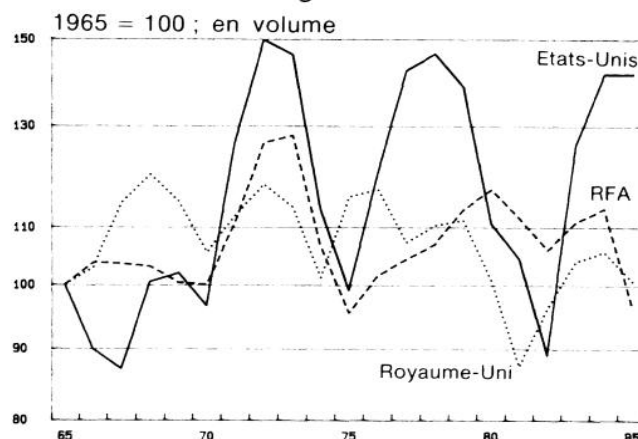
Ces évolutions globales ne révèlent pas suffisamment l'ampleur des investissements effectués dans chaque pays, et particulièrement de ceux qui influencent la compétitivité sur les marchés mondiaux. Une première indication est fournie par les taux d'investissement. En 1975 la part de la FBCF totale dans le PNB s'établissait à 21 % en RFA, 19,5 % au Royaume-Uni et 17 % aux Etats-Unis. Une comparaison internationale doit toutefois tenir compte du fait que les prix relatifs des biens d'investissement ne sont pas identiques d'un pays à l'autre⁽¹⁾. Les chiffres corrigés de cette disparité montrent qu'en 1975 le taux d'investissement américain était inférieur à l'allemand, et supérieur à l'anglais. Mais si l'on considère seulement la composante « FBCF hors logement », les taux étaient voisins dans les trois pays.

1. FBCF

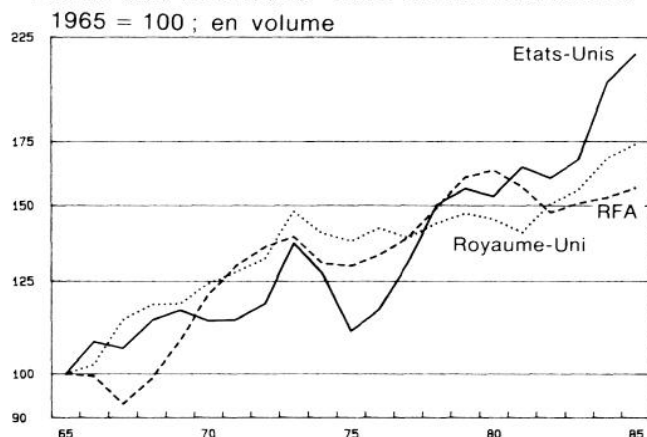
Totale



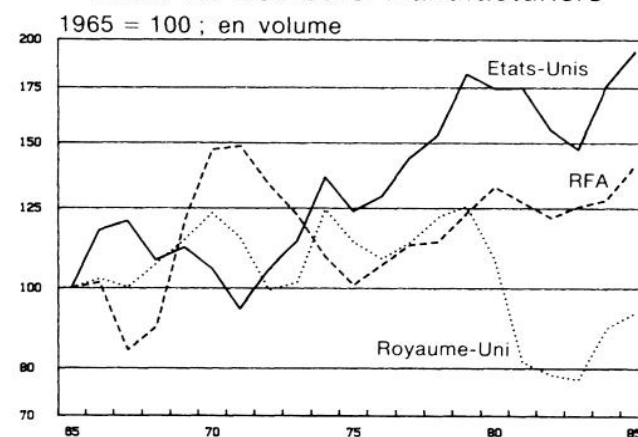
En logements



Dans les secteurs non manufacturiers



Dans les secteurs manufacturiers



Sources : Comptes nationaux.

(1) Le prix des biens entrant dans la FBCF, relativement à celui de l'ensemble des biens inclus dans le PNB, était en 1975 supérieur en RFA à celui des Etats-Unis de 5 % et au Royaume-Uni de 25 %. Source : ONU.

... principalement dans le logement et le secteur tertiaire

La décomposition de l'investissement global en trois blocs — le secteur manufacturier, le logement et le reste de l'économie — montre que la performance américaine récente est principalement imputable aux deux derniers.

L'investissement en logements présente dans ces trois pays un caractère cyclique accusé, particulièrement aux Etats-Unis (graphique 1). Au delà de ces fluctuations la tendance des premières années quatre-vingt paraît moins déclinante aux Etats-Unis et le restera au cours des prochains trimestres ; la baisse qui pourrait y survenir en 1986 sera en tout état de cause modérée.

En RFA un léger rattrapage se produira en 1986, sous l'effet de la croissance du revenu réel des ménages et de la baisse des taux d'intérêt survenue au second semestre 1985 ; mais elle sera loin de compenser la chute de cette année. Le déclin de la demande dans ce secteur est en effet imputable à des raisons structurelles. La RFA est le seul pays industrialisé où la population diminue : après un léger sursaut en 1981-1982, la baisse amorcée depuis 1974 (62,1 millions d'habitants) a repris (61,2 millions en 1984). Dans le même temps, la pyramide des âges se déformant, le nombre de jeunes arrivant à l'âge adulte diminue. Le parc de logements existant étant en outre de bonne qualité grâce au grand nombre de constructions effectuées pendant les décennies cinquante à soixante-dix, la demande de logements neufs continuera à baisser tendanciellement.

La situation est différente au Royaume-Uni, où les besoins sont encore grands ; la population augmente encore lentement, la qualité du parc n'est pas excellente. Le butoir est ici constitué par la demande solvable. Faible progression du revenu réel des ménages et haut niveau des taux d'intérêt se conjugueront en 1986 pour peser sur la construction privée, tandis que les restrictions budgétaires continueront à limiter les dépenses publiques dans ce domaine. Les mises en chantiers publiques de logements avaient culminé à 204 000 en 1967 ; elles avaient peu à peu baissé jusqu'à 131 000 en 1978, puis ont chuté. Elles n'étaient plus que de 39 000 en 1984. Les mises en chantier privées de logements ont culminé à 228 000 en 1972, et n'ont plus été que de 153 000 en 1984.

L'investissement dans l'ensemble hétéroclite que constitue *ce qui n'est ni du logement, ni du manufacturier* tire maintenant principalement sa dynamique du secteur tertiaire. Certes au Royaume-Uni l'extraction d'hydrocarbures a joué un rôle important. L'investissement dans ce secteur, presque négligeable en 1973 et 1974, où il équivalait à 6 % de l'investissement du secteur manufacturier, a culminé en 1976 à un niveau correspondant à 56 % de celui de ce secteur ; la proportion était encore de 54 % en 1984. Mais c'est dans plusieurs autres secteurs que l'investissement a fait montre d'une grande vigueur au cours des années récentes. La croissance annuelle moyenne en volume a atteint 6 % de 1977 à 1984 pour l'ensemble « banques, assurances, finances », 10 % de 1978 à 1984 pour les services aux entreprises et 19 % de 1976 à 1984 pour le leasing. Alors que la somme de l'investissement de ces trois secteurs n'équivalait que 60 % de celui du secteur manufacturier en 1975, cette proportion a été de 140 % en 1984.

Aux Etats-Unis la croissance de l'investissement dans le tertiaire, qui était déjà vive durant les premières années soixante-dix, est plus rapide encore. Son niveau ⁽²⁾ est largement supérieur à ceux observés en RFA et au Royaume-Uni. Les secteurs américains les plus dynamiques en la matière sont les « banques finances et assurances » (croissance annuelle moyenne de l'investissement de + 11 % en volume pendant la période 1979-1984, après + 10 % durant la période 1972-1979) et le commerce (5 % en 1979-1984, mais après 7 % en 1972-1979).

En RFA ⁽³⁾ le phénomène est de même nature, mais moins ample au cours des années récentes. Le déclin de l'investissement public contribue à creuser l'écart entre ce pays et les Etats-Unis pour l'investissement hors logement et hors manufacturier, et par là l'écart de la FBCF globale.

Dans le secteur manufacturier, en revanche, les premières années quatre-vingt ne sont pas celles d'un dynamisme plus grand aux Etats-Unis qu'en RFA.

Etats-Unis et RFA ont dans ce domaine longtemps été en opposition de phase, reflet de la compétition qui les opposait pour le partage des marchés mondiaux. Mais depuis la récession de 1975 leurs évolutions sont simultanées, non sans que l'écart se soit creusé à l'avantage des Etats-Unis jusqu'en 1979, puis se soit légèrement réduit.

Le cas du Royaume-Uni est original au regard des évolutions enregistrées dans la plupart des pays industrialisés. L'investissement manufacturier, qui s'était tout au long des années soixante-dix inscrit sur une tendance stable à travers de fortes oscillations annuelles, s'est effondré en 1980 et 1981 et, malgré le rattrapage récent, reste inférieur en 1985 au niveau atteint vingt ans auparavant.

1. L'investissement dans le secteur manufacturier

Taux de croissance annuels moyens à prix constants, en pour-cent

	1975 à 1979	1979 à 1984
Etats-Unis	+ 10,0	+ 1,0
RFA	+ 5,2	+ 2,2

Source : Comptes nationaux, IFO.

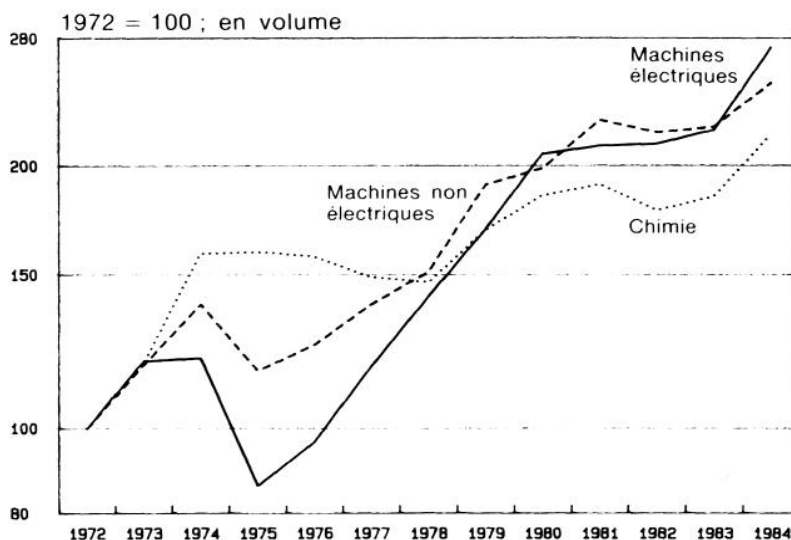
Dans les trois pays, l'investissement industriel a délaissé les secteurs traditionnels

Dans les trois pays considérés l'investissement manufacturier a privilégié au cours des années récentes les secteurs à technologie avancée et la rationalisation dans les industries existantes susceptibles d'être profondément transformées.

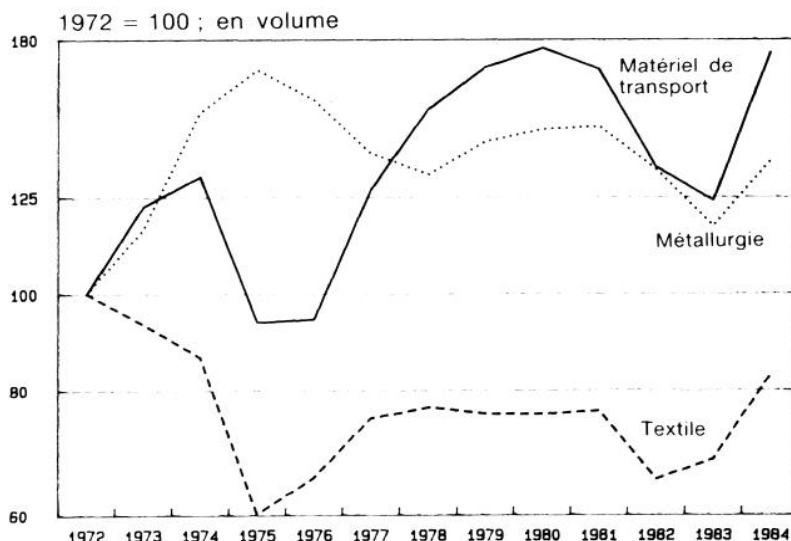
(2) Taux d'investissement corrigé des prix relatifs.

(3) Pour une analyse détaillée de l'investissement en RFA, cf. « Comparaison des investissements industriels en France et en RFA » Françoise Milewski, revue *Observations et diagnostics économiques* n° 10, janvier 1985.

La dichotomie entre ces industries là et celles qui sont délaissées face à la concurrence internationale, notamment à la concurrence des nouveaux pays industrialisés, est nette aux *Etats-Unis*. Après avoir marqué une simple pause au cours de la période 1980-1983, l'investissement a progressé vivement en 1984, puis modérément en 1985 dans le secteur des machines, surtout celui des machines électriques, et dans la chimie (graphique 2). Une modernisation des équipements existants et des produits fabriqués s'opère par ailleurs dans le secteur des transports (graphique 2).



2. FBCF aux États-Unis par branches industrielles



Sources : Survey of Current Business.

A l'exception du secteur des machines électriques, l'investissement s'est accompagné d'une légère baisse de l'emploi sur la moyenne période, les rattrapages de 1983-1984 n'ayant pas pleinement compensé les disparitions d'emplois des premières années de la décennie (tableau 2). L'emploi dans le secteur manufacturier n'a pas rejoint en 1984 le sommet de 1979 et il a recommencé à décliner dès le début de 1985.

2. Etats-Unis. Comparaison de l'investissement et de l'emploi dans le secteur manufacturier

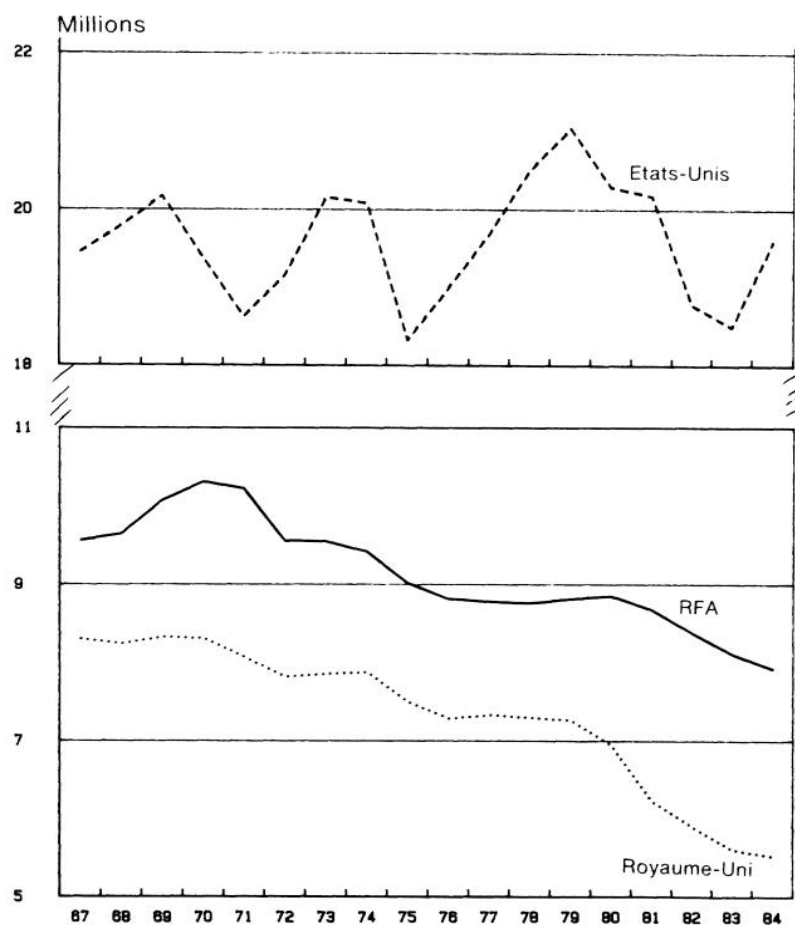
Variations entre 1979 et 1984, en pour-cent

	Investissements à prix constants	Nombre d'emplois
Machines électriques	+ 61	+ 6
Machines non électriques	+ 31	- 11
Chimie	+ 29	- 5
Textile	+ 10	- 15
Matériel de transport	+ 3	- 7
Métallurgie	- 4	- 14

Sources : Survey of Current Business, Department of Labor.

Cette évolution de l'emploi se distingue néanmoins de celle observée au Royaume-Uni et, dans une moindre mesure, en RFA, où les tendances à la baisse amorcées en 1971 n'ont fait place depuis lors à aucun mouvement contraire (graphique 3).

3. Emploi dans le secteur manufacturier



Sources : US Department of Labor, Bundesbank, CSO.

En RFA l'investissement dans le secteur manufacturier est en effet principalement orienté vers la modernisation et la rationalisation des capacités de production. La part de l'investissement destiné aux accroissements de capacités, qui dépassait 50 % en 1970, a été proche de 25 % de 1975 à 1983. Elle s'est un peu redressée et pourrait, selon l'enquête IFO de juin 1985, atteindre 31 % en 1985. Cette moyenne se décompose en 38 % pour les biens d'équipement, 30 % pour les biens intermédiaires et 18 % pour les biens de consommation. L'OCDE souligne dans une étude récente ⁽⁴⁾ que « l'investissement est devenu de moins en moins efficient en tant que générateur de production et d'emploi ;... l'utilisation intégrale du stock de capital existant ne permettrait pas le plein emploi de la population active ». La reprise de l'investissement manufacturier en RFA, amorcée depuis 1975 et temporairement interrompue par la récession de 1980, correspond à une croissance soutenue dans des secteurs nouveaux tels que l'électronique, et anciens tels que l'automobile, où l'effort a été considérable. L'augmentation a été modérée dans l'industrie mécanique et dans la chimie, où le redressement amorcé en 1984 permettra seulement de retrouver en 1985 le niveau de 1974. Les petites progressions de 1984-1985 dans la sidérurgie et le textile laissent le montant des investissements à des niveaux très inférieurs en 1985 à ceux des premières années soixante-dix.

Au Royaume-Uni les investissements ont dans tous les secteurs industriels enregistré une chute brutale durant les dernières années soixante-dix et les premières années quatre-vingt. La reprise survenue au cours des semestres récents est d'ampleur inégale, particulièrement faible dans les secteurs traditionnels (tableau 3).

3. Royaume-Uni. L'investissement dans le secteur manufacturier

	Années		Niveaux à prix constants ; variations en %	
	Point haut	Point bas	Du point haut au point bas	Du point haut à 1984
Electrique - électronique ..	1979	1981	- 17	+ 12
Papier - imprimerie	1979	1983	- 37	- 27
Chimie	1979	1982	- 43	- 32
Véhicules routiers	1979	1983	- 45	- 36
Mécanique	1979	1983	- 51	- 43
Textile - habillement	1974	1981	- 75	- 65
Métallurgie	1976	1983	- 83	- 77

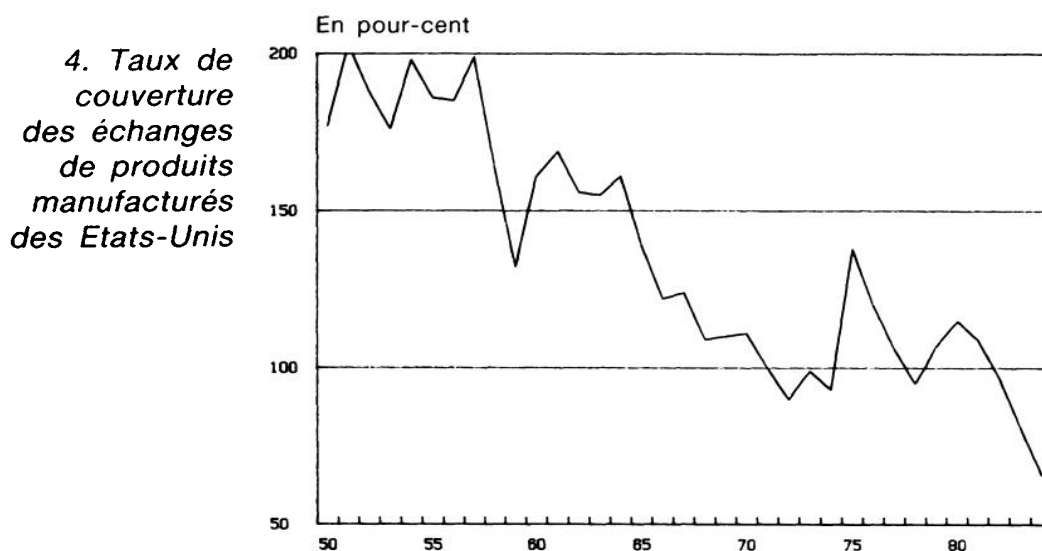
Source : CSO.

(4) OCDE, Études Économiques, « Allemagne », juin 1985.

Dans les trois pays considérés ici les secteurs manufacturiers traditionnels sont ceux où l'investissement est le plus faible et les résultats du commerce extérieur les plus mauvais. La simultanéité de ces deux phénomènes, outre une liaison de cause à effet, traduit l'importance de la concurrence des pays à bas salaires. Mais ce trait ne conduit pas à une identité des résultats globaux quant aux soldes extérieurs des échanges de produits manufacturés. Tandis qu'au cours des trimestres récents, le déficit se creusait aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, l'excédent s'amplifiait en RFA.

La dégradation du commerce extérieur des Etats-Unis

Les échanges extérieurs de produits manufacturés des Etats-Unis, excédentaires depuis 1897, avaient pour la première fois laissé place à un déficit en 1972. Ce mouvement de dégradation, interrompu pendant les années soixante-dix, a repris depuis 1981 (graphique 4).



Source : US Department of Commerce.

Faut-il y lire la manifestation d'une irrémédiable perte de compétitivité de l'économie américaine ? Cela n'est pas certain, car le dynamisme plus grand des demandes intérieures tant qu'extérieures et la surévaluation du dollar ont joué dans le sens d'un déficit. Dans des conditions conjoncturelles normales la coexistence de déficits et d'excédents structurels aurait peut-être permis l'obtention d'un excédent. Cette opposition des soldes entre secteurs différents s'accroît depuis plusieurs décennies. Tandis que les soldes des biens à technologie banale, principalement des biens de consommation, deviennent déficitaires, ceux des biens plus sophistiqués, principalement des biens d'équipement, sont de plus en plus excédentaires. Parmi les biens intermédiaires les évolutions sont divergentes entre une chimie excédentaire et une sidérurgie déficitaire malgré les mesures protectionnistes (tableau 4).

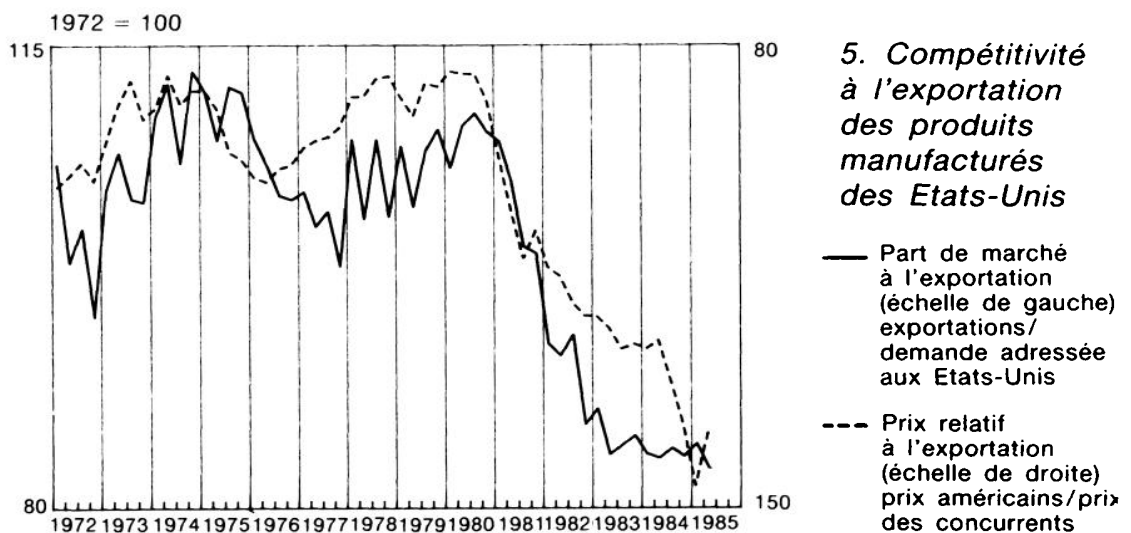
4. Les soldes extérieurs en produits manufacturés des Etats-Unis

Moyennes annuelles, milliards de dollars

	1971 à 1979	1980 à 1983	1984
Aviation civile	+ 5,1	+ 8,9	+ 6,1
Machines de bureau et ordinateurs	+ 2,2	+ 4,6	+ 1,9
Autres machines	+ 14,1	+ 22,7	+ 4,1
Autres biens d'équipement	+ 0,6	+ 1,4	+ 0,8
Chimie	+ 5,0	+ 11,4	+ 10,5
Sidérurgie	- 4,1	- 5,8	- 8,9
Autres biens intermédiaires	- 2,0	- 1,7	+ 6,3
Automobiles	- 4,7	- 15,5	- 32,8
Autres biens de consommation	- 10,2	- 24,1	- 45,8
Total des produits manufacturés	+ 7,8	+ 1,9	- 57,8

Source : US Department of Commerce.

A l'exportation la montée des prix relatifs ⁽⁵⁾ a fait perdre aux Etats-Unis des parts de marché, avec une ampleur particulièrement grande en 1981 et 1982 (graphique 5).



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

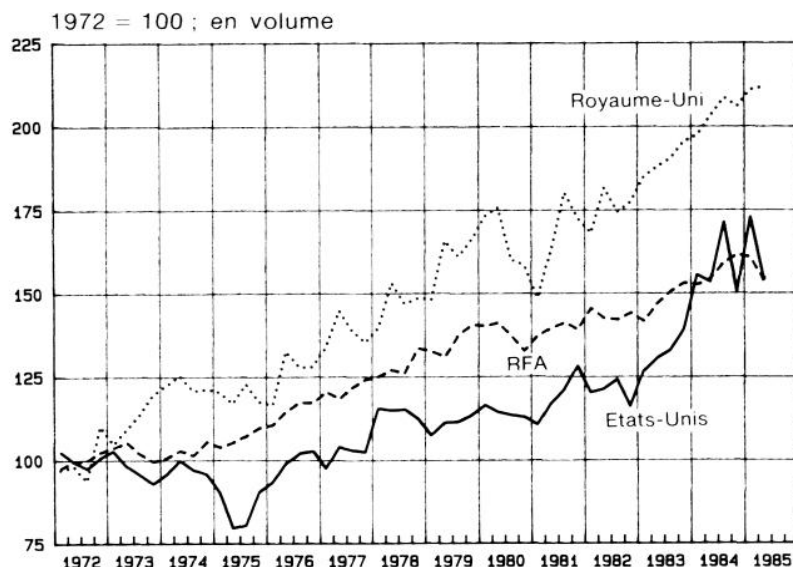
(5) Le prix relatif à l'exportation est calculé par un rapport d'indices : « prix à l'exportation des Etats-Unis/prix pondérés à l'exportation des autres grands pays industrialisés », en produits manufacturés, en dollars, base 100 en 1972.

La perte de parts de marché est beaucoup atténuée depuis 1983, malgré la nouvelle détérioration des prix relatifs. Plusieurs éléments l'expliquent :

- Le point bas du premier trimestre 1985 semble avoir été trop éphémère pour influencer les comportements des acheteurs.
- Les réactions aux évolutions des prix prennent un certain temps : des pertes de parts de marché qui découleraient de la hausse du dollar intervenue du printemps 1984 au printemps 1985 peuvent encore se manifester au second semestre 1985, même en cas de baisse significative de la monnaie américaine.
- Les parts de marché, qui retracent des flux de marchandises franchissant des frontières, sont en partie déterminées par des mouvements internes aux firmes multinationales. Ainsi les exportations de véhicules routiers — ou éléments de véhicules routiers — des Etats-Unis vers le Canada ne sont pas conjoncturellement déterminées par le mouvement des prix relatifs. Si l'on ôte cet élément des exportations manufacturières totales, il apparaît que les parts de marché des Etats-Unis ont en fait continué de se dégrader en 1984, quoique moins vite qu'auparavant.
- Si la dégradation des parts de marché des Etats-Unis est demeurée modérée au cours des trimestres récents, c'est parce qu'une large part des produits américains exportés sont désormais peu sensibles au niveau des prix, en raison de leurs caractéristiques intrinsèques, tenant à la technologie, à la qualité, ou encore à l'insertion de composants additionnels dans des systèmes qu'il ne serait pas rentable de remplacer intégralement, ordinateurs et matériels scientifiques notamment. En revanche les produits américains banaux, pour lesquels la compétitivité par les prix a fait rapidement subir ses effets, ont été évincés des marchés mondiaux dès 1982-1983. Ils pourraient regagner en partie le terrain perdu si le dollar poursuivait le mouvement de dépréciation amorcé depuis le printemps 1985.

La croissance des *importations* américaines de produits manufacturés au cours des années récentes résulte de la conjonction de tendances structurelles et de phénomènes conjoncturels ; elle pourrait laisser place à une stabilité, voire à une légère diminution en 1986. Le taux de pénétration du marché intérieur ⁽⁶⁾ s'accroît dans tous les pays industrialisés avec accentuation de la division internationale du travail (graphique 6), sa progression est particulièrement rapide au Royaume-Uni, en raison de la mauvaise compétitivité structurelle de ce pays ; elle est moindre, mais plus régulière en RFA. Aux Etats-Unis elle avait été freinée durant les années soixante-dix par la dépréciation du dollar ; le rattrapage des premières années quatre-vingt a été brutal, mais n'a pas porté le taux au delà de la tendance de moyen terme d'un pays tel que la RFA. D'ailleurs le niveau de pénétration du marché intérieur reste inférieur aux Etats-Unis : en 1984 les importations de produits manufacturés n'y atteignent que le quart de la valeur ajoutée industrielle, au lieu de presque 40 % en RFA et près des 2/3 au Royaume-Uni.

(6) Le taux de pénétration est calculé ici par un rapport d'indices : « Importations à prix constants de produits manufacturés/demande intérieure à fort contenu d'importations en produits manufacturés, en volume », base 100 en 1972. La demande intérieure est la somme de la consommation des ménages, de la FBCF hors logement, et des variations de stocks.



6. Taux de pénétration sur le marché intérieur des produits manufacturés

(Importations / demande intérieure hors logement)

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

En 1986 le taux de pénétration du marché américain pourrait diminuer du fait d'une faible croissance de la demande intérieure, jointe à la dépréciation du dollar. Si ces mécanismes économiques spontanés n'y suffisaient pas, des mesures protectionnistes additionnelles, principalement dirigées contre les pays asiatiques, viendraient les renforcer.

La bonne tenue du commerce extérieur allemand

En RFA, à l'inverse, les secteurs excédentaires l'emportent largement sur les secteurs déficitaires (tableau 5). Les résultats allemands, assurément meilleurs que ceux des Etats-Unis et du Royaume-Uni (ou

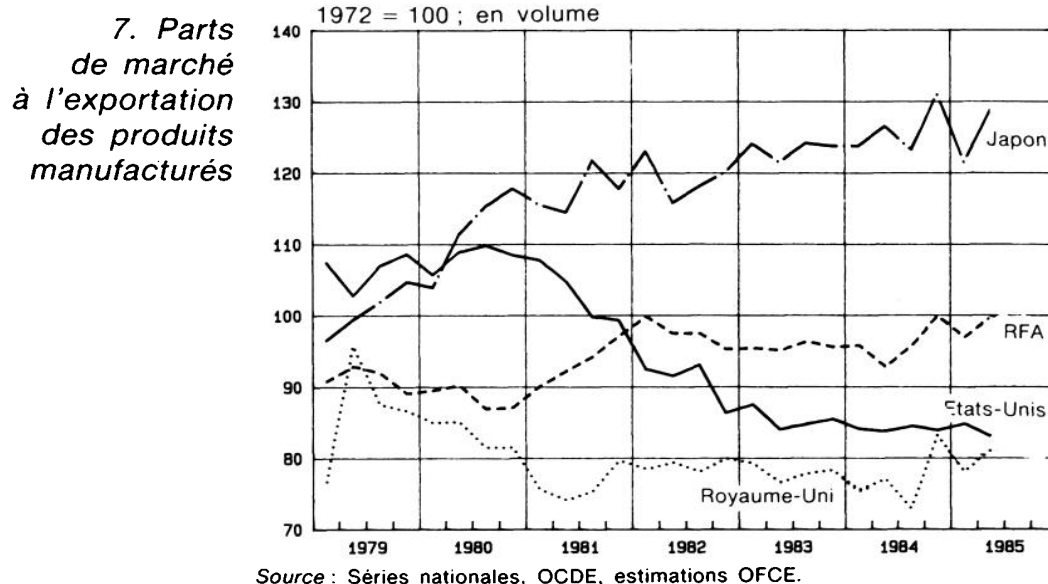
5. Les soldes extérieurs en produits manufacturés

Moyennes annuelles, milliards de dollars

	Royaume-Uni		RFA	
	1980-1983	1984	1980-1983	1984
Mécanique	+ 5,8	+ 2,3	+ 20,5	+ 17,5
Machines électriques	- 1,0	- 3,6	+ 6,7	+ 6,0
Chimie	+ 3,5	+ 2,6	+ 9,9	+ 10,5
Sidérurgie	- 0,1	0	+ 3,8	+ 3,1
Véhicules routiers	- 1,9	- 3,5	+ 20,7	+ 20,2
Textile et habillement	- 2,2	- 3,7	- 4,5	- 3,8
Autres	- 2,6	- 2,4	- 5,2	- 4,1
Total des produits manufacturés	+ 1,7	- 8,3	+ 51,9	+ 49,4

Sources : CSO, Statistisches Bundesamt.

de la France), révèlent néanmoins des faiblesses structurelles. En dépit d'un taux de change favorable vis-à-vis du dollar et aussi vis-à-vis de nombreuses monnaies du SME (les taux de change n'ayant pas, sauf pour l'Italie, été modifiés malgré la disparité des rythmes d'inflation), le taux de pénétration du marché intérieur n'a cessé de s'accroître que récemment. Les parts de marché à l'exportation ne se redressent que depuis la mi-1984 (graphique 7).



En définitive l'accroissement de l'excédent manufacturier allemand (en DM) au cours des trimestres récents reflète le jeu de forces contraires :

- une légère détérioration des termes de l'échange ;
- une progression soutenue des exportations en volume, due pour moitié au dynamisme des marchés extérieurs et pour moitié aux gains de parts de marché ;
- la lenteur de la croissance des importations en volume due à l'atonie de la demande intérieure (tableau 6).

6. Les marchés de produits manufacturés

Variations année/année précédente, à prix constants, en pour-cent

	1982		1983		1984	
	Demande intérieure (*)	Demande étrangère (**)	Demande intérieure	Demande étrangère	Demande intérieure	Demande étrangère
Etats-Unis	- 1,5	- 3,7	+ 5,0	- 0,3	+ 9,9	+ 9,3
Royaume-Uni	+ 3,4	- 2,1	+ 5,4	- 0,8	+ 2,5	+ 10,4
RFA	- 2,0	- 0,6	+ 3,8	+ 1,5	+ 1,5	+ 9,0

Source : Série nationale, OCDE, estimations OFCE.

(*) Cf. note 6.

(**) Importations des différentes zones mondiales pondérées par leur importance dans les exportations du pays considéré.

Cela étant le ralentissement de la demande mondiale au cours des prochains trimestres, joint à l'appréciation vraisemblable du DM vis-à-vis du dollar et de nombreuses monnaies européennes en 1986, risque de provoquer une diminution de l'excédent manufacturier allemand l'an prochain.

Le dynamisme relatif des demandes intérieures et les invisibles ont fortement influencé les soldes des balances courantes

La dégradation du solde américain des échanges extérieurs de marchandises (manufacturières et autres) traduit le fait que ce pays, à l'issue d'une phase de récession longue et profonde, a enregistré du début de 1983 à la mi-1984 une croissance économique beaucoup plus rapide que celle des autres pays industrialisés. Ses importations de marchandises ont augmenté de 40 % en volume entre le premier semestre 1983 et le premier semestre 1985. Les pays étrangers en ont diversement tiré parti (tableau 7).

7. Répartition géographique des importations de marchandises des Etats-Unis

En pour-cent

	1980	1981	1982	1983	1984	1 ^{er} semestre 1985
Canada	17,0	17,6	19,1	20,2	20,4	20,5
Japon	12,8	14,4	15,5	16,0	17,5	19,9
Amérique Latine	15,4	15,0	15,6	16,2	14,7	13,6
Hong-Kong, Corée, Taïwan, Singapour	7,4	8,0	9,1	10,7	11,2	11,0
OPEP	21,6	18,9	12,8	9,7	8,2	6,2
RFA	4,9	4,4	4,9	4,9	5,2	5,9
Royaume-Uni	4,1	4,9	5,4	4,8	4,5	3,9
France	2,2	2,2	2,3	2,3	2,5	2,8
Autres	14,6	14,6	15,3	15,2	15,8	16,2

Source : US Department of Commerce.

Sur un marché en forte croissance le Japon et les quatre nouveaux pays industrialisés d'Asie ont fortement accru leurs parts de marché. La progression allemande a en revanche été limitée, tandis que le Royaume-Uni a subi une perte.

Si les exportations allemandes et britanniques vers les Etats-Unis se sont accrues moins rapidement que celles des pays asiatiques, elles l'ont néanmoins fait plus rapidement que les demandes intérieures de ces deux pays et que leurs exportations vers les autres zones du

monde. Les Etats-Unis ont absorbé 10,4 % des exportations allemandes en 1984, au lieu de 6,1 % en 1980, et 14,9 % de celles du Royaume-Uni, au lieu de 9,6 %. En 1984, sur les 2,6 points de croissance en volume du PNB allemand, 0,5 est directement imputable à la progression des exportations vers les Etats-Unis ; et sur 1,6 point au Royaume-Uni, 0,2 l'est. Les pays européens ont ainsi, à des degrés divers, bénéficié de la bonne conjoncture américaine, qui a soutenu leur propre activité et amélioré leurs soldes extérieurs ou tout au moins en a limité la détérioration.

Aux Etats-Unis le déficit commercial avait été partiellement compensé par l'excédent en invisibles durant les premières années quatre-vingt. Mais un déficit est apparu sur ce poste depuis la fin de 1984, sous l'effet notamment de l'accroissement des intérêts versés au titre de la dette extérieure. Au Royaume-Uni des excédents notables sur les invisibles et l'énergie permettent le maintien d'un excédent des paiements courants. En RFA l'ampleur des déficits enregistrés au titre de l'énergie et des invisibles absorbe une large part de l'excédent manufacturier ; cependant un excédent courant y est apparu depuis le quatrième trimestre 1984, qui dépasse 10 milliards de dollars en termes annuels, mais reste bien inférieur à celui du Japon (35 milliards de dollars en 1985). L'an prochain un tel excédent est susceptible de se maintenir, les gains en termes de l'échange, associés à la hausse du mark, venant compenser les pertes en volume dues à une baisse de la compétitivité.

8. Les soldes extérieurs

Moyennes annuelles, milliards de dollars

	Moyenne 1980 à 1983			1984		
	Etats-Unis	RFA	Royaume-Uni	Etats-Unis	RFA	Royaume-Uni
Solde manufacturier (1)	+ 2	+ 78	+ 6	- 78	+ 60	- 5
Solde en énergie (2)	- 62	- 32	+ 6	- 39	- 26	+ 10
Solde en autres marchandises (3)	+ 22	- 33	- 9	+ 3	- 15	- 11
Solde commercial (4 = 1 à 3) ...	- 38	+ 13	+ 3	- 114	+ 19	- 6
Solde des invisibles (5)	+ 27	- 10	+ 6	+ 13	- 13	+ 7
Solde courant (6 = 4 + 5)	- 11	- 3	+ 9	- 101	+ 6	+ 1

Sources : Department of Commerce, CSO, Bundesbank.

En 1986 une certaine reprise de la croissance pourrait survenir aux Etats-Unis, partiellement au détriment de l'Europe

Le dollar se dépréciera probablement à travers des à-coups importants...

Le mouvement d'appréciation du dollar vis-à-vis du DM amorcé en août 1980 (le taux de change était de 1,75 DM en juillet 1980) semble avoir touché à sa fin au printemps 1985 avec 3,31 DM en mars, soit une hausse de 90 % entre ces deux dates. Sa hausse a été plus ample encore vis-à-vis des monnaies européennes, qui s'étaient dépréciées par rapport au DM durant cette période (4,06 francs pour 1 dollar en juillet 1980, 10,11 francs en mars 1985). Vis-à-vis de la monnaie japonaise ce mouvement a été plus limité, fait d'oscillations et non d'une tendance continue ; le point bas avait été atteint à 176 yens en octobre 1978, le point haut à 264 yens en novembre 1982.

Depuis le mois de mars une dépréciation importante du dollar vis-à-vis de toutes les monnaies s'est faite, à travers des fluctuations au jour le jour de grande ampleur (tableau 9), qui témoignent de la grande incertitude des marchés. De mars à juillet la dépréciation avait effacé les excès de début d'année. Celle du mois d'août étant allée sans doute trop vite relativement à la tendance⁽⁷⁾ a suscité une réaction au début de septembre.

9. Le taux de change du dollar en 1985

Nombre de devises pour 1 \$

		Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Septembre
DM	Point haut	3,44	3,16	3,25	3,10	3,05	2,86	2,96
	Point bas	3,09	2,98	3,03	3,04	2,79	2,75	2,66
	Moyenne mensuelle ...	3,31	3,09	3,10	3,06	2,92	2,78	2,84
	Variation mois/mois précédent (%)	+ 0,3	- 6,6	+ 0,3	- 1,3	- 4,6	- 4,8	+ 2,1
Yen	Point haut	262	254	255	250	249	239	243
	Point bas	251	248	249	247	236	235	216
	Moyenne mensuelle ...	259	252	251	249	242	237	237
	Variation mois/mois précédent (%)	- 0,5	- 2,8	- 0,4	- 0,8	- 2,8	- 2,1	0

Source : Marché officiel à Paris.

(7) On peut évaluer approximativement celle-ci en partant d'un cours proche de 1 \$ = 3,20 DM en janvier et en retenant le seuil de résistance de 1 \$ = 2,85 DM de début de septembre, soit environ 10 % de baisse. Le cours moyen sur les neuf mois écoulés est de 1 \$ = 3,05 DM, ce qui équivaut à la prévision faite il y a un an pour l'année 1985.

C'est dans le contexte d'un marché très perturbé qu'est intervenue le 22 septembre la déclaration commune des cinq grands pays industriels reconnaissant le caractère surévalué du dollar et la nécessité d'y remédier par des actions concertées de politique économique. La convergence de vues affichée, qui résultait principalement du ralliement de l'exécutif américain aux thèses depuis longtemps développées par les européens, a pu convaincre les opérateurs des risques qu'ils courraient à prendre encore position à la hausse du dollar. La chute de près de 5 % dès le lendemain de cette annonce, événement exceptionnel, est venue confirmer l'orientation baissière sous-jacente.

La déclaration du groupe des Cinq a été accueillie avec faveur à Séoul par les participants à l'Assemblée générale du FMI et de la Banque mondiale. En effet la baisse du dollar allège les dettes des pays les plus engagés. Mais le ralentissement de la demande américaine menace l'expansion de ces pays et leur capacité à payer les intérêts, en même temps qu'il libère des fonds prêtables à l'étranger, à mesure que la contrainte monétaire se desserre. En demandant aux banquiers d'accorder aux pays les plus endettés des facilités supplémentaires de 20 milliards de dollars en trois ans les Etats-Unis reconnaissent que l'octroi de nouveaux prêts et la coopération internationale ont été trop brutalement interrompus. Un assainissement plus progressif et mieux coordonné impliquera davantage de liquidités disponibles et donc un dollar moins cher.

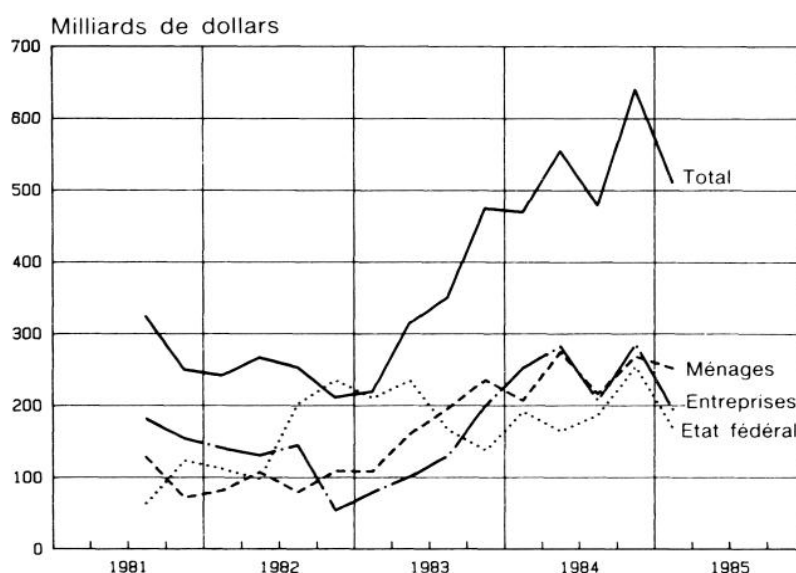
Une dépréciation graduelle est certainement recherchée maintenant par les autorités américaines pour enrayer la dégradation des soldes extérieurs et ses conséquences (pertes d'emplois industriels, aggravation de la situation de l'agriculture et du secteur énergétique). Toutefois l'ampleur souhaitée de ce réajustement d'ici à la fin de 1986 est malaisée à deviner. Qui plus est, il n'est nullement assuré que ce souhait puisse être réalisé ; les autorités monétaires peuvent certes influencer les cours du change, mais non les maîtriser à leur gré. De brusques sursauts à la hausse ne sont pas à exclure.

... en raison notamment de l'assouplissement de la politique monétaire américaine

La politique monétaire américaine s'est relâchée depuis le début de 1985, dans le double souci de relancer la croissance économique intérieure et d'enrayer la montée du dollar. Le premier objectif a été partiellement atteint (cf. infra), le second l'a été mieux. Au début de cet automne les signaux donnés par l'économie ne sont pas assez négatifs pour inciter les autorités monétaires à relâcher à nouveau les conditions monétaires. Il est d'autre part vraisemblable que la situation financière présente des agents économiques les rendrait moins sensibles à une baisse ultérieure des taux. La croissance de la masse monétaire M1, largement supérieure aux objectifs, est probablement liée à la préférence des Américains pour les comptes courants au lieu de comptes d'épargne, dont la rémunération devient moins attrayante lorsque les taux d'intérêt baissent.

Cette croissance de M1 ne semble pas inquiéter le FED outre mesure, M2 et M3 restant, dans l'ensemble, en ligne avec les objectifs,

bien qu'en avance sur la croissance de l'activité en valeur. Par ailleurs il ne semble pas qu'une dépréciation modérée du dollar ait des effets inflationnistes tels qu'elle incite le FED à durcir sa politique, car les exportateurs étrangers peuvent amoindrir leurs marges sur le marché américain, les ayant fortement gonflées au cours des années récentes. En outre les perspectives d'activité ne devraient pas s'accompagner d'une hausse inquiétante de la demande de crédit intérieur. Celle-ci, qui avait été forte en 1984, s'est ralentie au premier semestre 1985 (graphique 8). Ce mouvement concerne le crédit privé comme le crédit public. La demande des entreprises a été moins forte en raison de la décélération des rythmes d'investissement. Les ménages, qui avaient été fortement demandeurs de crédit à la consommation au printemps, ont par ailleurs restreint leur recours au crédit hypothécaire. Certes le problème du financement du déficit budgétaire reste entier. Il entraînera encore une ponction importante sur l'épargne, d'autant que les perspectives de réduction réelle du déficit sont faibles, au moins jusqu'à l'automne 1986. Mais néanmoins le financement de l'activité pourrait se faire avec des taux d'intérêt assez proches de ceux constatés à l'heure actuelle.



8. Demande de crédit des secteurs non financiers aux Etats-Unis

Source : Federal Reserve Bulletin.

Dans ces conditions, une dépréciation contrôlée du dollar (mais à travers des à-coups importants) pourrait l'abaisser à 2,45 DM au dernier trimestre 1986. Le mouvement serait plus brutal si le désir de relancer l'économie ou des menaces de faillite d'institutions financières incitaient le FED à relâcher la politique monétaire en abaissant les taux d'intérêt, ou bien si la croissance des pays européens se montrait plus dynamique, accélérant ainsi les sorties de capitaux hors des Etats-Unis. En ce cas les tensions risqueraient de s'exacerber au sein du SME, et de conduire à des réajustements plus importants que ceux envisageables dans la première hypothèse.

Le commerce extérieur pourrait alors soutenir l'activité économique aux Etats-Unis en 1986...

La compétitivité des Etats-Unis se trouverait améliorée par une dépréciation du dollar. En conséquence les parts de marché à l'exportation des produits manufacturés américains commenceraient à se redresser au tournant de l'année. De meilleures performances pourraient aussi être réalisées par les exportations agricoles. Ces gains s'appliqueraient toutefois à des importations mondiales en croissance ralentie (cf. infra), ils ne permettraient qu'une augmentation modérée des exportations américaines en 1986, contrastant cependant avec leur diminution en 1985, imputable aux mauvais résultats du premier semestre.

Dans le même temps les importations pourraient baisser, à l'inverse de leur progression de 1985. Pour les produits manufacturés la forte croissance des semestres récents a été due à la conjonction de plusieurs éléments, dont l'ordre de grandeur relatif est retracé dans le tableau 10.

10. Origines de l'augmentation des importations américaines de produits manufacturés

A prix constants, en pour-cent

	Fin 1982 à début 1985
Accroissement tendanciel du taux de pénétration	7 à 10 %
Croissance proportionnelle à celle du marché intérieur	17 à 18 %
Croissance additionnelle en phase d'accélération de la demande intérieure	7 à 10 %
Surévaluation du dollar	7 à 10 %
Augmentation totale	45 %

Source : Estimations OFCE.

Au cours des trimestres à venir les trois derniers éléments mentionnés dans le tableau vont ralentir la croissance des importations, puis tendre à les faire baisser. Cela sera éventuellement accentué par des mesures protectionnistes.

En définitive le solde du commerce extérieur de biens et services pourrait procurer 0,6 % de croissance du PIB en 1986, alors qu'en 1985, il l'avait réduit de 0,9 %.

Le déficit de la balance courante ne serait guère diminué pour autant. Après avoir culminé à près de 130 milliards de dollars, il serait encore proche de 120 milliards en 1986. Certes le déficit commercial s'amoinerait, mais les effets favorables en volume seraient partiellement compensés par la dégradation des termes de l'échange, limitée toutefois par la réduction des marges des exportateurs étrangers de produits industriels et par l'évolution favorable du prix du pétrole et des

matières premières. Mais le solde des invisibles, devenu pour la première fois déficitaire en 1985, le resterait en 1986 à raison de près de 10 milliards de dollars. En effet, quand bien même les intérêts et dividendes reçus continueraient, comme ils le font depuis 1981, à osciller entre 50 et 60 milliards de dollars par an, les intérêts et dividendes versés augmenteront en raison de l'endettement extérieur croissant, de sorte qu'ils atteindront également en 1986 un montant compris entre 50 et 60 milliards de dollars.

... tandis que la politique budgétaire ne serait guère restrictive

Le projet de budget proposé par le Président en début d'année et le compromis approuvé cet été par le Congrès se présentent comme restrictifs, puisqu'ils suggèrent, pour l'année fiscale 1986, une réduction du déficit de l'ordre de 50 à 55 milliards par rapport au déficit de base ⁽⁸⁾. Pour l'ensemble des années 1986 à 1988 les économies devraient être de 276 milliards, réduisant le déficit de 1988 à 112 milliards.

Dans le projet de budget pour 1986 les recettes ne sont pratiquement pas modifiées, puisque l'idée d'augmenter l'imposition a été rejetée par le Président et par le Sénat et n'a fait l'objet d'aucune contre-proposition de la Chambre. L'essentiel de l'effort porterait sur les dépenses. Les dépenses militaires devraient être gelées en valeurs nominales, dégageant ainsi une économie supérieure de 27,5 milliards à celle que le Président avait proposée. Cela limiterait l'effort de réarmement déjà engagé par l'administration Carter. Parmi les dépenses non militaires, certains programmes sociaux (Medicare et Medicaid ⁽⁹⁾), et les subventions agricoles vont être réduits. Les salaires des fonctionnaires civils vont être bloqués et les subventions agricoles réduites, ainsi que celles des chemins de fer. Par contre la suppression de l'indexation sur le coût de la vie pour la Sécurité sociale et les retraites a été rejetée.

Quelle serait la part de réduction délibérée du déficit à partir des économies proposées ? Un calcul qui scinde le déficit budgétaire observé en déficit structurel et déficit conjoncturel ⁽¹⁰⁾ conduit à estimer l'impact des mesures sur le déficit structurel. L'effet se trouve réduit si on élimine les transactions financières. La réduction de ces dernières étant de 23,5 milliards (dont 11 milliards pour les programmes hors budget et 12 milliards pour les prêts aux organismes de logement) on peut estimer l'économie délibérée à 25 milliards au plus (tableau 11).

L'impact restrictif sur l'activité sera donc assez faible, d'autant plus que les catégories d'agents concernés par les suppressions de transferts ont une propension à consommer déjà faible, et que les réductions des subventions agricoles seront vraisemblablement moindres que prévu. Il faut de plus exclure de ce calcul la charge de la dette (+ de 3 milliards) qui n'a pas un caractère véritablement délibéré. Au total le

(8) Le déficit de base est calculé à législation inchangée. Il résulte donc des programmes déjà engagés au cours des années précédentes.

(9) Systèmes d'aide médicale pour les retraités et les ménages défavorisés.

(10) Une estimation du BEA du Département du commerce tente de séparer la part du déficit liée à l'action délibérée des autorités et celle qui est due aux variations de l'activité. Cf. « Les Etats-Unis une croissance hypothéquée » Revue de l'OFCE n° 8, juillet 84, p. 100.

déficit budgétaire de l'année fiscale 1986 pourrait bien approcher 200 milliards de dollars, les prévisions économiques qui fondent les débats budgétaires étant sans doute trop optimistes. Les prévisions de PNB retenues dans la présente chronique conduiraient à un déficit supérieur aux estimations officielles, d'environ 15 milliards en 1985 et en 1986.

11. Etats-Unis - Les propositions pour le budget 1986

Etat fédéral. Année fiscale. Milliards de dollars

	1985	1986 Tendance (**)	1986 Budget administration Reagan	1986 Projet du Congrès
Budget unifié (*) :				
Recettes	736,9	794,3	793,7	794,0
Dépenses	959,1	1 024,5	973,7	967,6
Déficit	- 222,2	- 230,2	- 180,0	- 173,6
Variation par rapport au budget 1985 (a)		+ 8,0	- 42,0	- 48,6
Variation des transactions finan- cières (b)			- 23,5	- 23,5
Réduction délibérée du déficit (a-b) (***)			- 18,5	- 25,1
Déficit structurel	- 203,0			- 184,5

Source : BEA.

(*) Le budget unifié est celui qui est présenté par l'administration, puis discuté et modifié par le Congrès.

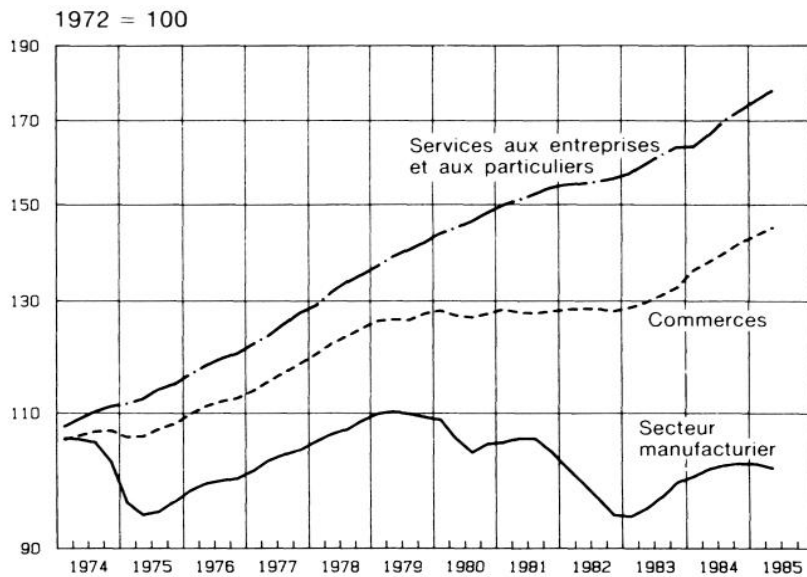
(**) Le budget tendanciel est calculé à législation inchangée. Il rend compte de programmes déjà engagés au cours des années précédentes.

(***) Une estimation du Bureau d'analyse économique du Département du commerce vise à séparer la part du déficit observé qui est attribuable à l'action délibérée des autorités de celle qui tient aux variations de l'activité. La réduction délibérée n'est donc pas liée à la conjoncture.

Toutefois la croissance de l'activité économique sera ralentie par une progression plus lente de la consommation des ménages...

Le nombre des emplois manufacturiers a recommencé à décliner dès le début de 1985, sans avoir retrouvé un niveau comparable à celui de 1979 (graphique 8), tandis que la production industrielle stagne depuis 1984. La légère remontée de l'été ne semble pas devoir se poursuivre au cours des prochains mois, sauf en quelques secteurs tel celui des machines électriques et électroniques. Au premier semestre 1985 les gains de productivité pour l'ensemble du secteur manufacturier ont été, en rythme annuel, de 4 %, ce qui contraste avec la légère diminution de la productivité enregistrée dans le reste du secteur privé non agricole, où l'emploi continue à progresser, notamment dans les commerces et les services.

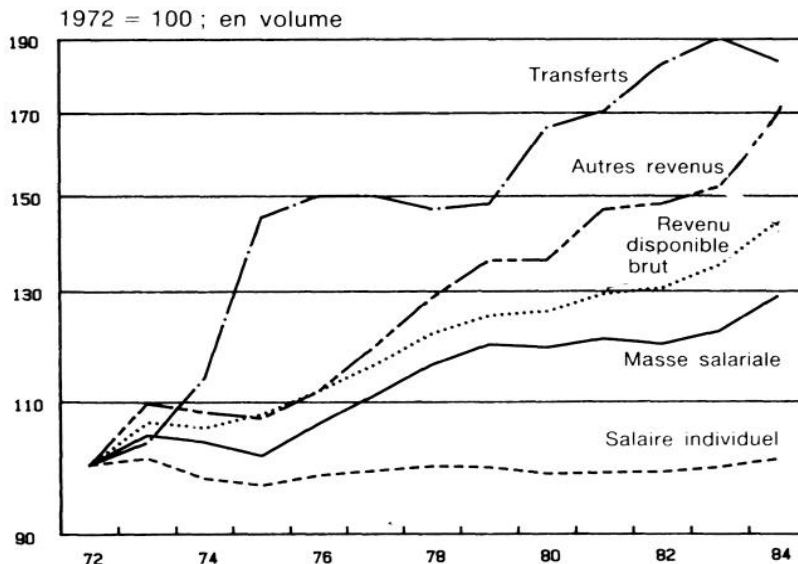
Au total le nombre des emplois s'est accru de 1,7 % au premier semestre 1985 par rapport au second semestre 1984. Cela a permis la



9. Emploi aux Etats-Unis

Source : US Department of Labor.

poursuite de l'augmentation du pouvoir d'achat de la masse salariale, alors que celui du salaire individuel stagne. Les négociations collectives en cours conduisent à penser que cette stagnation des salaires individuels se poursuivra au cours des prochains trimestres. Elle est la contrepartie de l'amélioration des coûts de production, bénéfique à la compétitivité, mais elle constitue un butoir pour la croissance économique. Inhabituelle en cette phase du cycle, elle est de nature à ralentir la progression de la consommation des ménages dès lors que le nombre d'emplois cessera de s'accroître rapidement, c'est-à-dire au cours des prochains trimestres.



10. Composantes des revenus des ménages aux Etats-Unis

Source : US Department of Commerce.

Les transferts nets, que l'amélioration de l'activité avait fait décliner en 1984, ont légèrement augmenté au premier semestre 1985. Depuis la fin de 1982 les transferts nets avaient cessé de soutenir la croissance du revenu, contrairement à l'évolution constatée dans le passé (graphique 10). Cet élément du revenu aura sans doute un faible rôle au cours

des prochains trimestres. Les revenus directs non salariaux, composés pour moitié par des intérêts, ont augmenté moins rapidement au premier semestre 1985 que pendant les deux années précédentes. Au cours des prochains trimestres ils ne connaîtront probablement qu'une croissance lente, en raison à la fois de l'évolution attendue des taux d'intérêt et d'une progression désormais plus modérée des revenus des entrepreneurs individuels.

Le revenu disponible brut (RDB) évoluera parallèlement à la somme des revenus avant impôt, aucune variation significative des prélèvements obligatoires ne devant intervenir d'ici la fin de 1986.

La progression du RDB réel va donc continuer à se ralentir, comme déjà au premier semestre 1985. Or il est peu vraisemblable que le taux d'épargne baisse, même dans l'hypothèse d'une détente des taux d'intérêt. Celle survenue au printemps avait exercé des effets d'ampleur limitée, comme il est normal en cette phase du cycle, où, contrairement à ce qui se passe à l'issue immédiate d'une récession, il n'y a guère d'achats qui aient été différés, qu'une baisse des taux d'intérêt suffirait à déclencher. D'autre part les ménages américains s'étant beaucoup endettés depuis le début de la reprise de 1983, principalement en crédit à la consommation et secondairement en crédit hypothécaire, peuvent être tentés de reconstituer leur épargne.

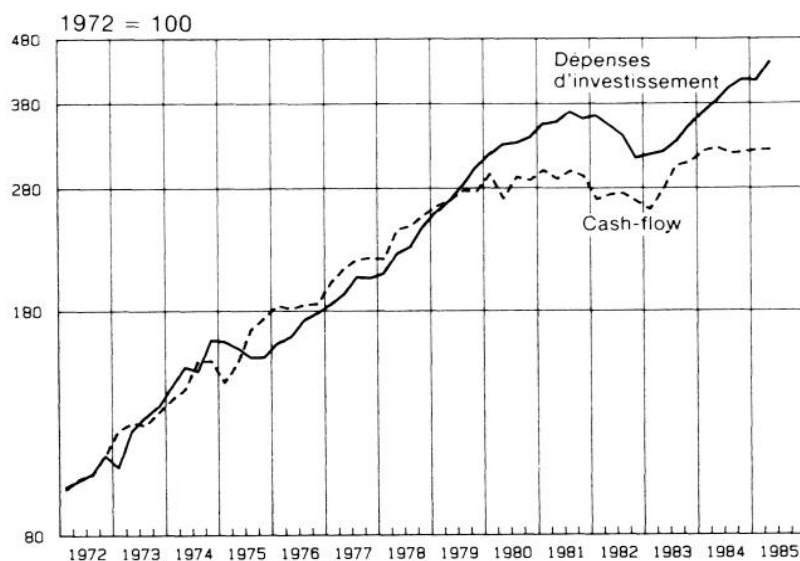
Il est donc vraisemblable que la consommation des ménages ne progressera que modérément en 1986.

... et du freinage de l'investissement

L'investissement en logement, après avoir décliné au second semestre 1984, a connu un sursaut au premier semestre 1985, à la suite de la baisse des taux d'intérêt hypothécaires. Les hauts niveaux d'investissements alors atteints ne pouvant guère être accrus, c'est à une quasi stabilisation qu'il faut s'attendre. L'investissement productif a continué à progresser au premier semestre 1985, mais à un rythme nettement moins rapide qu'au cours des deux années précédentes, et cela dans tous les secteurs. Il est en effet devenu plus difficile de le financer. Dans les secteurs manufacturiers, l'évolution des profits est défavorable (graphique 11), depuis le second semestre 1984, sauf dans celui des machines électriques et électroniques.

Pour compenser cette stagnation des profits les entreprises ont au premier semestre 1985, comme au second semestre 1984, préféré s'endetter à long terme en émettant des obligations (au rythme annuel de 45 milliards au second semestre 1984 et près de 60 au premier trimestre 1985), délaissant le crédit bancaire et le papier commercial.

Selon l'enquête réalisée en mai auprès des chefs d'entreprise les dépenses en biens d'équipement seraient en 1985 supérieures de 5,8 % à celles de 1984 (à prix constants). L'investissement continuerait donc à progresser modérément au second semestre. Mais, par la suite, la médiocrité des perspectives de débouchés et celle de l'autofinancement ralentiraient encore davantage la croissance de l'investissement productif.



11. Profits et investissement aux Etats-Unis dans le secteur manufacturier

Source : US Department of Commerce.

L'accumulation de stocks, à travers un cheminement intra-annuel toujours très heurté, ne semble pas susceptible de constituer un élément dynamique de la demande. Les perspectives de demande finale ne sont pas assez bonnes pour inciter les entreprises à relever leur ratio stocks/ventes. La stabilisation du taux d'utilisation des capacités productives manufacturières et la faible hausse des prix des biens intermédiaires confirment l'absence de tensions sur la demande. La formation de stocks se ralentirait vraisemblablement au cours des prochains semestres.

Un ralentissement des importations mondiales...

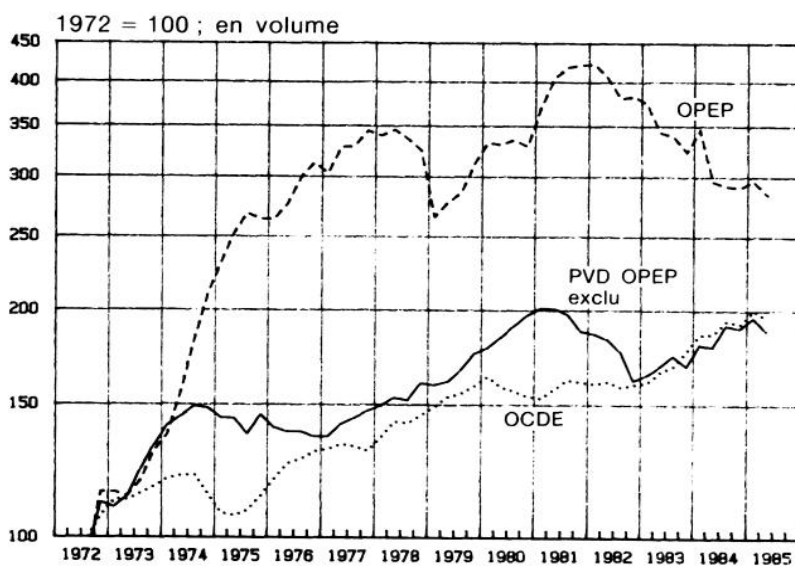
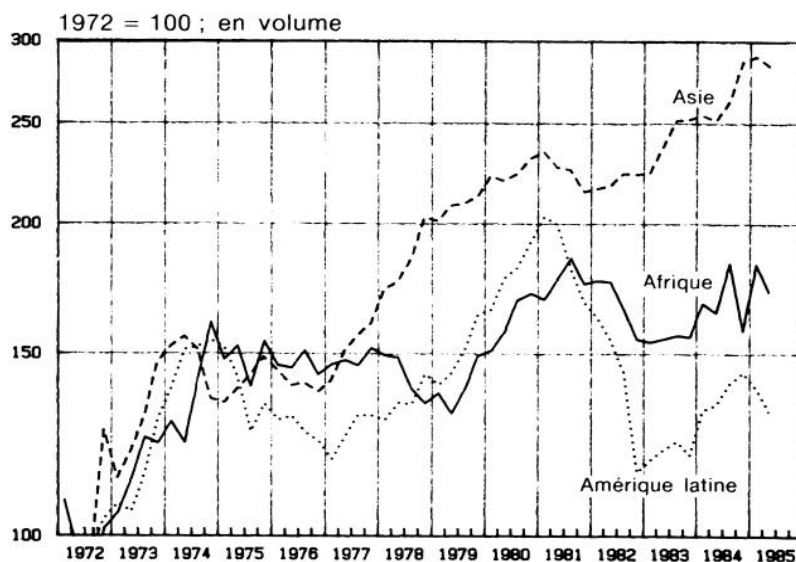
La légère reprise de la croissance économique aux Etats-Unis n'empêchera pas une diminution des importations de ce pays qui, jointe à la dépréciation du dollar, provoquera un fléchissement plus ou moins ample des importations d'autres régions du monde.

En Amérique Latine les importations de produits manufacturés ont recommencé à décliner en volume en début de 1985. La reprise des années récentes ne les avait portées qu'à un niveau très inférieur à celui de 1981 (graphique 12). En Asie le freinage de la demande américaine a fait sentir dès le premier semestre 1985 ses effets sur les exportations et, par contrecoup, sur la croissance économique. Le rythme de progression du PNB se ralentit en Corée, à Hong-Kong et à Taïwan, et laisse dès à présent place à une régression à Singapour. En 1986 ces nouveaux pays industrialisés risquent d'avoir une croissance de leur PNB inférieure à 5 %, ce qui les obligera à ajuster leurs importations.

Afrique, Moyen-Orient et OPEP ont moins bénéficié de la croissance du marché américain, ces zones exportant principalement du pétrole et secondairement des matières premières, non des produits manufacturés. Le fléchissement des importations américaines ne les affectera donc guère. Mais elles souffriront d'une perte du pouvoir d'achat hors

des Etats-Unis de leurs exportations, libellées en dollars, même si elles parviennent à stabiliser en 1986 le prix du baril de pétrole exprimé en dollars au niveau atteint à la fin de 1985. Les importations de l'Afrique risquent donc de stagner ou même d'être en légère baisse, tandis que celles de l'OPEP continueraient à diminuer, rejoignant alors un niveau proche de celui de 1975.

12. *Importations par zone de produits manufacturés*



Sources : Séries nationales, OCDE, estimations OFCE.

En revanche les importations des pays de l'OCDE autres que les Etats-Unis pourraient augmenter plus rapidement en 1986. Car d'une part la baisse du dollar procurera à ces pays un gain de pouvoir d'achat, dont une partie soutiendra les demandes intérieures ; d'autre part leur perte de compétitivité, en découlant, accentuera la pénétration des importations en provenance des Etats-Unis et d'Asie. Enfin on peut attendre du Japon un courant d'achats un peu plus soutenu. Il est néanmoins probable que la croissance du commerce mondial se situe l'an prochain en retrait de celle de cette année (tableau 12).

12. Les importations de produits manufacturés

Variations année/année précédente, à prix constants, en pour-cent

	1983	1984	1985	1986
Etats-Unis	+ 15,5	+ 30,5	+ 7,5	- 1,0
Autres pays de l'OCDE	+ 2,9	+ 8,5	+ 4,5	+ 6,0
PVD non OPEP	- 4,5	+ 9,5	+ 3,5	0
OPEP	- 13,5	- 11,0	- 7,5	- 2,0
Monde	+ 2,7	+ 10,6	+ 4,5	+ 2,8

Sources : Séries nationales, OCDE, prévisions OFCE.

... mais la dépréciation du dollar favorisera en Europe la croissance des revenus réels

L'environnement international des pays européens risque donc de se dégrader au cours des prochains trimestres. Mais l'amélioration des termes de leurs échanges, sous l'effet de la dépréciation du dollar (tableau 13) leur procurera des gains.

13. Les termes de l'échange et leurs principaux déterminants

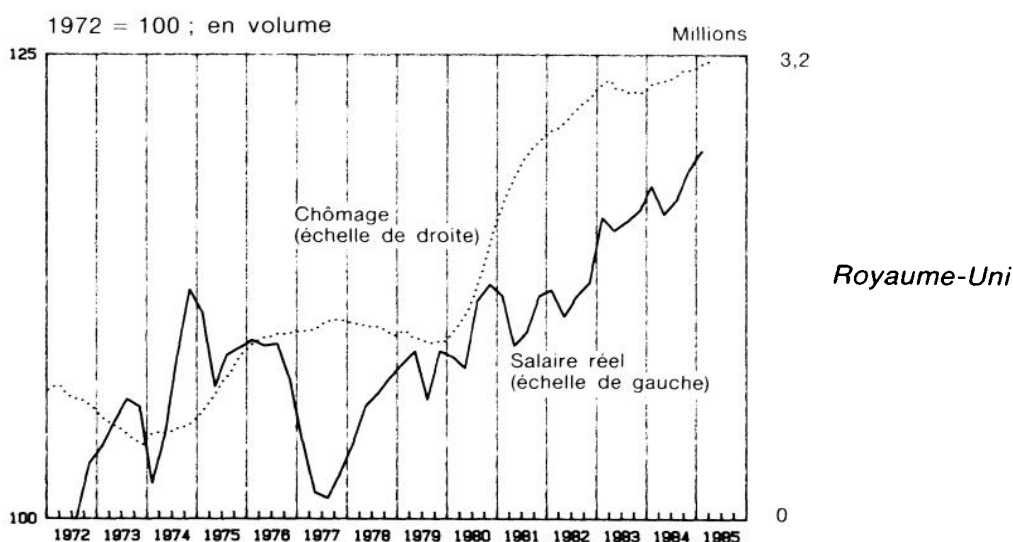
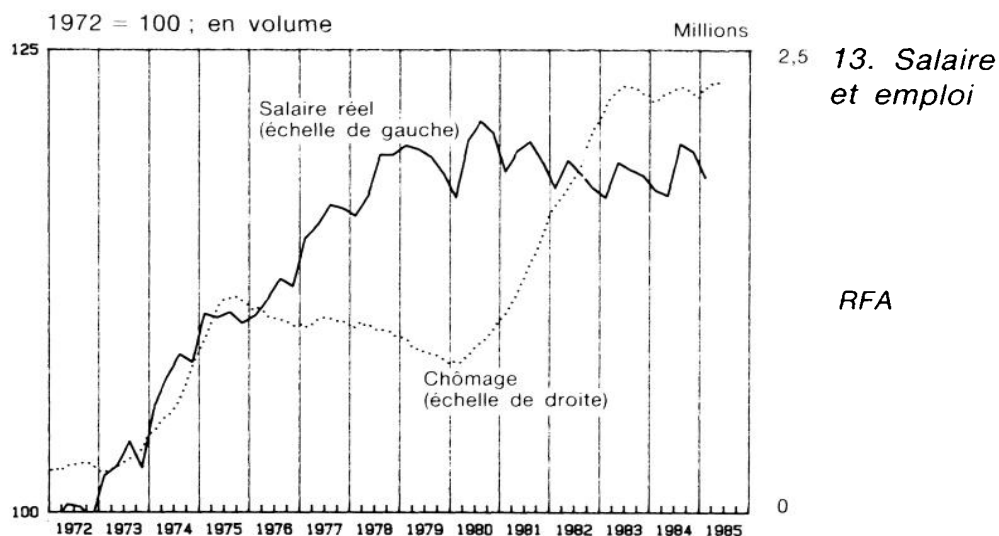
Variations année/année précédente, en pour-cent

		1983	1984	1985	1986
Taux de change vis-à-vis du dollar. + = appréciation	RFA	- 5,2	- 11,5	- 1,8	+ 13,0
	Royaume-Uni	- 13,5	- 12,0	- 7,0	- 2,5
Prix du pétrole en dollar/baril		- 12,5	- 3,0	- 3,5	- 0,5
Termes de l'échange, toutes marchandises	RFA	+ 1,7	- 2,4	+ 1,0	+ 3,0
	Royaume-Uni	- 1,1	- 0,8	+ 0,8	0

Sources : Données nationales, FMI, prévisions OFCE.

Ces gains de pouvoir d'achat seront à répartir entre les ménages et les entreprises. Et s'il y a baisse des taux d'intérêt américains, la contrainte pesant sur les politiques monétaires européennes s'en trouvera desserrée.

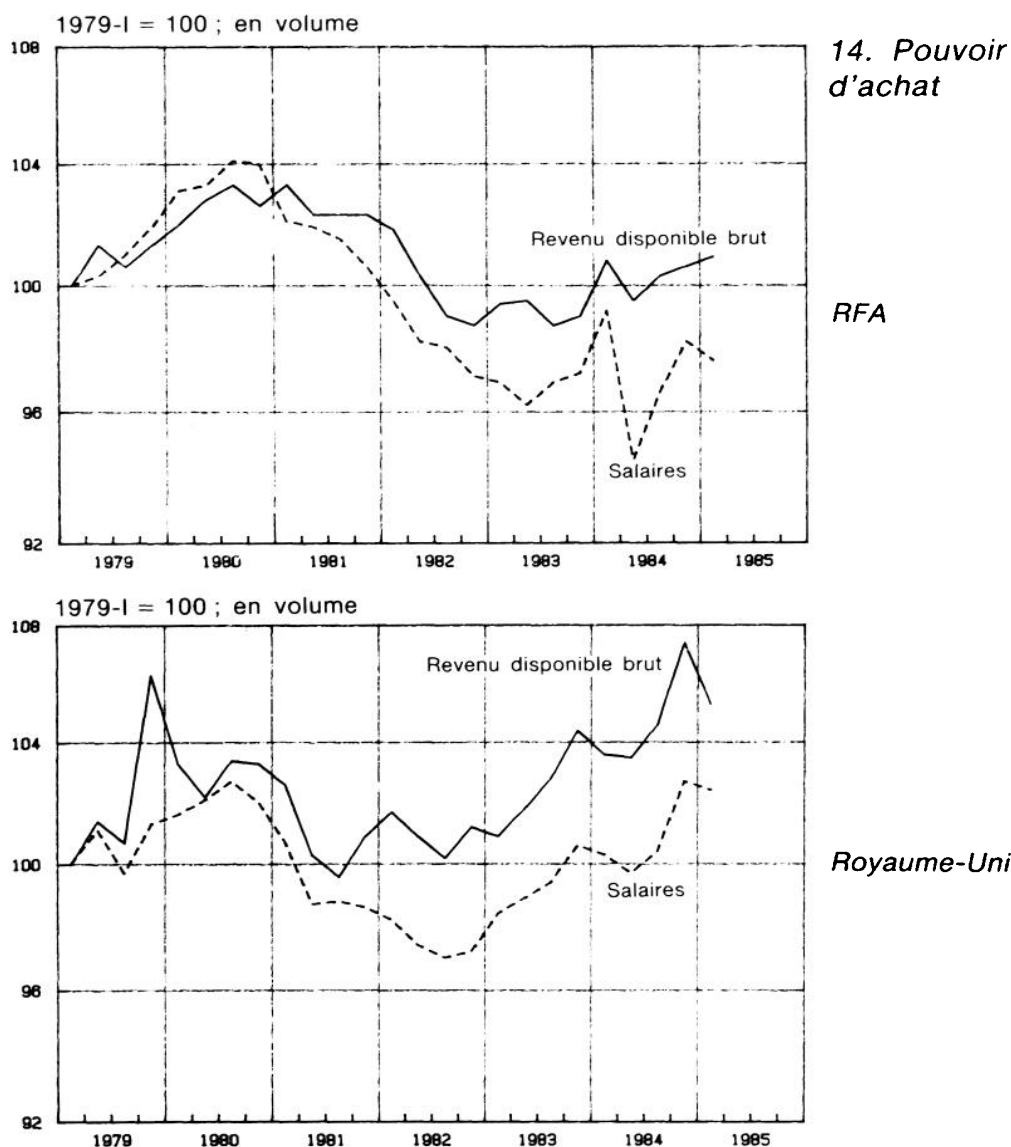
Il n'est toutefois pas certain que les politiques économiques adoptent pour autant une orientation plus favorable à la croissance de l'activité économique, qui risquerait de détériorer les soldes extérieurs si elle était trop rapide. Les politiques budgétaires conserveront pour objectif prioritaire la réduction des déficits. La tendance est dès maintenant satisfaisante, mais le niveau des déficits est jugé encore excessif, les déficits des années soixante-dix ayant provoqué une croissance de



Sources : Bundesbank, CSO.

l'endettement public que la plupart des pays européens cherchent à réduire.

En RFA le déficit des administrations publiques a été réduit de 3,8 % du PNB en 1981 à moins de 2 % en 1985. Ce résultat s'est accompagné d'une déformation du budget au détriment des ménages, obtenue par des mesures concernant les transferts sociaux (limitation des retraites et des prestations chômage, accroissement des cotisations de Sécurité sociale), par la limitation des salaires des fonctionnaires, et par la diminution des investissements publics. En revanche les transferts aux entreprises ont été accrus. La réforme de l'impôt sur le revenu des personnes physiques, dont la première étape entrera en application en 1986 et la seconde en 1988, augmentera les taux pour les tranches inférieures et les abaissera pour les tranches supérieures. Elle se soldera par une diminution du taux moyen, qui compensera, et un peu au-delà, le glissement antérieur imputable à la non indexation des tranches. Elle procurera ainsi aux ménages une augmentation de leur revenu disponible brut d'environ 0,8 % en 1986.



Sources : Bundesbank, CSO.

Les ménages britanniques ne bénéficieront au contraire d'aucun stimulant budgétaire. Mais ici et là les salaires resteront l'élément déterminant de l'évolution du revenu global.

L'évolution des salaires individuels réels a été différente dans ces deux pays (graphique 13). En RFA la croissance notable des années soixante-dix a laissé place depuis 1980 à une stagnation, coïncidant avec la montée du chômage, puis sa stabilisation à haut niveau. Au Royaume-Uni la chute du pouvoir d'achat des années 1975 à 1977 a été suivie d'une croissance ininterrompue malgré la progression du chômage des années quatre-vingt. Mais le niveau atteint au début de 1985 est dans un cas comme dans l'autre supérieur de 20 % à celui de 1972.

La masse salariale avant impôts (graphique 14) exprimée en termes réels est le produit de cette évolution des salaires individuels et de celle du nombre de salariés. Dans les deux pays ce nombre a diminué dans le secteur manufacturier. Dans le tertiaire il a légèrement augmenté au

Royaume-Uni, mais non en RFA. L'emploi total a enregistré, à des dates et avec des ampleurs différentes, une baisse, puis une quasi stabilité (tableau 14).

14. L'emploi

Millions

	Point haut		Point bas		2 ^e trimestre 1985 Niveau
	Date	Niveau	Date	Niveau	
RFA	T4. 1980	23,0	T3. 1984	21,9	22,0
Royaume-Uni	T4. 1979	23,2	T2. 1983	21,0	21,3

Sources : Bundesbank, CSO.

Les transferts sociaux, points d'application des restrictions budgétaires, augmentent beaucoup moins rapidement en termes réels au cours des années récentes au Royaume-Uni que durant les années soixante-dix et ils diminuent en RFA depuis le début de 1981.

Les revenus de la propriété et de l'entreprise progressent en termes réels, tout au long des premières années quatre-vingt, rapidement en RFA, modérément au Royaume-Uni. Au total le pouvoir d'achat du revenu disponible a dépassé au Royaume-Uni au début de 1985 le niveau atteint avant la récession, mais non en RFA.

La croissance économique pourrait en conséquence se poursuivre dans certains pays européens, se ralentir en d'autres

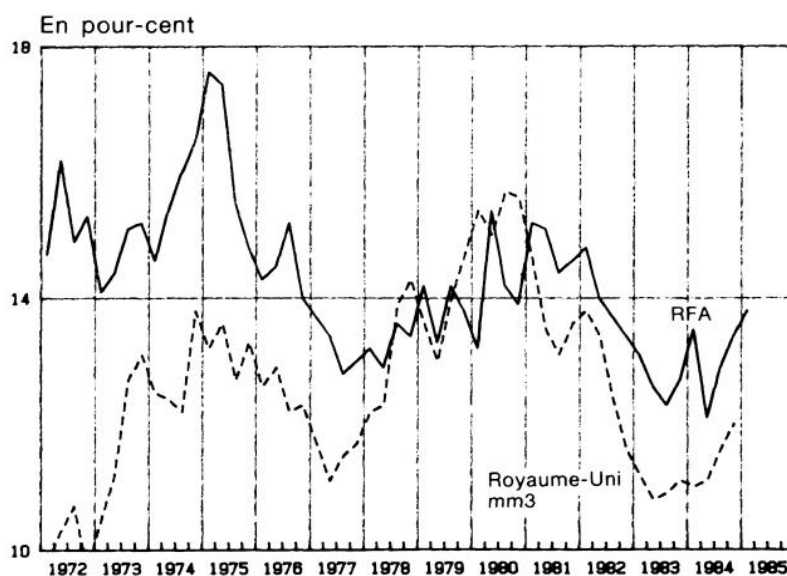
Au cours des prochains trimestres, les marchés extérieurs de la RFA et du Royaume-Uni se développeront plus lentement. Les exportations de ces deux pays croîtront néanmoins, la moindre efficacité de la production britannique se trouvant compensée par une dévaluation effective de la livre. Les composantes de la demande intérieure seront par ailleurs plus dynamiques en RFA, où une progression notable de l'investissement est attendue dans le secteur manufacturier pour 1986, alors que la vague d'investissements touche à son terme au Royaume-Uni. La reprise de l'activité économique, amorcée plus tôt au Royaume-Uni commence à s'y épuiser.

Ces divergences spontanées seront renforcées par la disparité des politiques monétaires. En RFA de nouvelles baisses, modérées, des taux d'intérêt, pourraient succéder à celles de l'été 1985. Au Royaume-Uni au contraire, pour freiner la dépréciation de la livre et plus généralement pour lutter contre les pressions inflationnistes, les autorités monétaires continueront à pratiquer une politique de taux d'intérêt plus restrictive que celle des autres pays européens.

Dans ces conditions le nombre d'emplois augmenterait d'environ 1,5 % en RFA, mais pourrait diminuer au Royaume-Uni ou, au mieux, se stabiliser. Les salaires individuels progresseront un peu plus rapidement

que les prix à la consommation dans les deux pays, dégagant un gain de pouvoir d'achat dans des conditions plus inflationnistes au Royaume-Uni qu'en RFA et pesant sur les profits dans ce premier pays, non dans le second. En RFA en effet les gains dus aux termes de l'échange permettront la croissance simultanée des salaires et des profits réels.

Le jeu contraire des taux d'intérêt et des progressions des revenus disponibles pourrait se solder, ici comme là, par d'amples variations des taux d'épargne d'un trimestre à l'autre. Les ménages allemands pourraient anticiper à la fin de 1985 les recettes que leur procureront au début de 1986 les mesures fiscales, la tendance de l'épargne sera à la baisse à partir des niveaux atteints pendant l'hiver 1984/1985 (graphique 15).



15. Taux d'épargne des ménages

Sources : Bundesbank, CSO.

En définitive la consommation des ménages allemands, stimulée par les gains tirés des termes de l'échange et par les mesures fiscales, pourrait s'accroître plus rapidement en 1986 qu'en 1985. L'investissement progresserait également plus, la vigueur de l'équipement dans le secteur manufacturier et une légère reprise dans le bâtiment compensant la quasi stagnation dans le tertiaire. La demande intérieure serait donc plus dynamique l'an prochain, prenant le relais des exportations pour maintenir le taux de croissance du PNB au-dessus de 2 %.

Au Royaume-Uni, au contraire, le ralentissement de la demande intérieure se joignant à celui des exportations provoquera un ralentissement prononcé de la croissance économique.

Pour l'ensemble de l'Europe l'addition des prévisions élaborées par les instituts nationaux laisse attendre la poursuite de la croissance sans accélération, soit à nouveau environ + 2,5 % en 1976. On ne peut donc parler de reprise au sens littéral du terme, puisqu'il n'est pas envisagé que l'activité progresse pendant plusieurs trimestres à une allure nettement supérieure à la tendance soutenable à moyen terme.

En effet des restrictions budgétaires sont encore programmées, principalement en Belgique et en Suède, mais aussi, dans une moindre mesure, en Grèce, aux Pays-Bas et en Suisse. Les débouchés extérieurs à l'Europe seront, on l'a vu, moins assurés, et nombreux sont les pays qui ont revu en baisse leurs perspectives d'exportation pour l'an prochain (+ 4 % par rapport à 1985). Ces deux freins à la croissance viendront tempérer l'effet de relance résultant de la baisse des coûts d'importation dans un environnement monétaire assoupli. La consommation pourrait progresser un peu plus rapidement que cette année, en allant de pair avec l'activité et les revenus des ménages. Mais l'investissement resterait peu dynamique, sauf dans les pays à monnaie forte dont les relations commerciales avec la RFA sont étroits : Autriche, Pays-Bas et Suisse.

Très rares sont les pays qui espèrent de ce fait réduire le chômage l'an prochain. Par contre cette croissance modérée permettra de faire de nouveaux progrès dans la désinflation, la hausse des prix passant en dessous des 5 % l'an pour l'ensemble de l'Europe et s'approchant de 4 % pour nos principaux partenaires de la CEE. L'excédent des paiements courants européens pourrait augmenter et approcher 30 milliards de dollars, des déficits subsistant dans plusieurs pays d'Europe du Nord (Finlande, Suède) et du Sud (Italie, Grèce, Portugal).

La baisse du dollar rendra l'environnement international de la France, comme des autres pays européens, moins contraignant, mais sera défavorable à d'autres égards

Si la baisse tant attendue du dollar se confirme effectivement au cours des prochains trimestres, il n'en résultera pas pour l'économie française que des conséquences uniquement favorables.

L'appréciation du dollar au cours des années récentes, dommageable en ce qu'elle provoquait une hausse du prix de nos importations et nous contraignait à pratiquer une politique de taux d'intérêt élevés, était due à la vigueur de la croissance économique des Etats-Unis et à ses modalités spécifiques. Cette croissance, directement et par le jeu du multiplicateur du commerce mondial, a soutenu l'activité dans tous les pays européens.

Afin de limiter la dégradation de leur compétitivité, les entreprises américaines, pénalisées par la surévaluation de leur monnaie et directement confrontées à la concurrence des pays asiatiques, ont procédé à une rationalisation de leur appareil productif par le moyen d'investissements importants et à une compression de leurs coûts. Relativement bien armées dans la compétition internationale en dépit d'un taux de change excessif, elles pourront grâce à sa baisse gagner des parts de marché à l'exportation. Elles seront d'autant plus portées à s'y efforcer que leur propre marché s'orientera vers une croissance lente. Et les importations américaines, au même moment, diminueront.

On peut espérer que la France, comme les autres pays européens, subira une moins forte contrainte extérieure des taux d'intérêt et bénéficiera d'une diminution du prix de certaines de ses importations, notamment des importations énergétiques. Mais elle va pâtir d'un moindre soutien des marchés extérieurs.

15. Etats-Unis

Equilibre des biens et services en volume aux prix de 1972	Niveau en 1984	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent							
	Unité : milliards de dollars 1972	Années			Semestres				
		1984	1985	1986	1984	1985		1986	
					S2	S1	S2	S1	S2
Consommation des ménages	1 062,4	5,3	3,8	2,1	1,6	2,4	1,1	1,0	1,0
Consommation publique	302,0	3,5	4,1	1,8	4,2	1,3	1,4	0,8	0,6
FBCF totale	265,1	18,0	5,8	1,8	4,9	2,2	2,1	0,6	0,5
— Logement	60,2	12,1	3,7	2,7	— 1,7	2,2	3,9	1,0	0
— Productive	204,9	24,6	6,5	2,0	6,8	2,2	1,6	1,0	0,5
Exportations	146,0	4,7	— 2,1	5,6	1,7	— 4,0	2,3	3,0	2,6
Importations	161,0	27,0	6,8	— 1,4	8,2	3,1	— 0,4	— 1,0	— 0,4
Variation de stocks	24,8	24,8	10,4	6,0	23,7	13,3	7,5	6,0	6,0
PNB	1 639,3	6,8	2,4	2,4	1,8	0,9	1,3	1,2	1,1
Prix à la consommation, variations par rapport à la période précédente		4,2	3,8	4,0	2,0	1,6	2,2	1,9	1,8
Solde courant en % du PNB		— 2,8	— 3,3	— 2,9	— 3,1	— 3,2	— 3,3	— 2,9	— 2,8

16. Royaume-Uni

Equilibre des biens et services en volume aux prix de 1980	Niveau en 1984	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent							
	Unité : millions de £ 1980	Années			Semestres				
		1984	1985	1986	1984	1985		1986	
					S2	S1	S2	S1	S2
Consommation des ménages	145 241	+ 1,6	+ 1,7	+ 2,0	+ 0,6	+ 1,1	+ 0,5	+ 1,0	+ 1,5
Consommation publique	50 945	+ 1,0	+ 0,9	+ 1,0	+ 2,1	- 0,3	+ 0,3	+ 0,5	+ 0,6
FBCF	45 139	+ 7,4	+ 5,0	+ 1,6	- 1,0	+ 3,6	+ 3,8	+ 0,3	- 1,1
dont : Logement	8 816	+ 1,6	- 4,7	- 2,0	- 9,8	+ 0,5	0	- 1,0	- 2,0
Autres privés	26 653	+ 11,8	+ 12,0	+ 3,6	+ 3,8	+ 6,5	+ 4,0	+ 1,0	- 1,0
Autres publics	9 670	+ 1,8	- 5,3	- 2,0	- 5,5	- 2,1	- 1,0	- 1,0	- 1,0
Exportations	67 761	+ 6,6	+ 7,5	+ 3,0	+ 3,7	+ 5,0	+ 1,0	+ 1,5	+ 2,1
Importations	66 342	+ 8,9	+ 5,1	+ 4,0	+ 5,7	+ 0,9	+ 2,5	+ 2,5	+ 0,6
Variations des stocks en % du PNB	- 479	- 0,2	0	+ 0,2	+ 0,2	- 0,1	0	+ 0,2	+ 0,2
PIB sur la base des dépenses	242 265	+ 1,6	+ 3,0	+ 1,5	+ 2,3	+ 0,7	+ 0,9	+ 0,7	+ 1,4
Prix à la consommation		+ 5,0	+ 7,0	+ 6,7	+ 2,5	+ 3,6	+ 4,0	+ 3,0	+ 3,0
Solde courant en % du PIB		+ 0,2	+ 0,5	0	- 0,1	+ 0,8	+ 0,2	+ 0,1	- 0,1

17. RFA

Equilibre des biens et services en volume et aux prix de 1980	Niveau en 1984	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent							
	Unité : milliards de DM 1980	Années			Semestres				
		1984	1985	1986	1984	1985		1986	
					S2	S1	S2	S1	S2
Consommation des ménages	839,6	+ 0,6	+ 1,2	+ 2,8	0	0,3	1,7	1,2	1,4
Consommation publique ...	308,8	+ 2,0	+ 1,0	+ 1,3	2	- 0,4	0,8	0,5	0,9
FBCF	315,0	+ 1,2	- 1,5	+ 3,8	+ 3,9	- 6,9	+ 7,7	+ 2	- 3,7
dont : Equipement	119,4	+ 0,4	+ 9	+ 7,0	+ 11,0	+ 2,3	+ 2,7	+ 8,9	- 6,1
Bâtiment	195,6	+ 1,8	- 7,8	+ 1,4	- 0,2	- 12,8	+ 11,7	- 3,0	- 1,9
Exportations	508,7	+ 7,9	+ 7,5	+ 3	+ 4,6	+ 4,1	+ 2,0	+ 1,5	+ 1,0
Importations	446,3	+ 5,7	+ 4,0	+ 5	+ 1,4	+ 3,0	0,6	3,2	2,8
Variations des stocks en milliards de DM 1980	+ 9,0	+ 9,0	+ 11	+ 13	+ 2,3	+ 8,0	+ 3	+ 6	+ 7
PNB	1 534,8	+ 2,6	+ 2,0	+ 2,3	+ 1,7	0	2,4	+ 1,0	0,3

La conjoncture française

Depuis le printemps 1985 l'activité française connaît un léger regain après le creux du début d'année. La production industrielle s'accroît à nouveau (planche I^(*)), soutenue essentiellement par la demande interne. La consommation de produits manufacturés, déjà forte cet hiver et au printemps, s'est encore développée cet été, bien que celle de nombreux produits industriels ait stagné pendant les six premiers mois, les achats d'automobiles ayant progressé depuis janvier. Les entreprises investissent davantage, grâce au redressement de leurs profits ; la hausse d'activité des grossistes en biens d'équipement et le gonflement des importations témoignent de la reprise en cours, encore centrée sur celle de l'industrie. Cependant nos exportations industrielles stagnent en volume ; un environnement international moins porteur et une compétitivité entamée par l'élévation des prix de vente exprimés en francs (7 % l'an au premier semestre) se conjuguent en effet pour amoindrir nos performances.

Les récoltes agricoles ont été bonnes cet été, l'activité tertiaire a été soutenue par la consommation et le bâtiment-génie civil a cessé de reculer.

L'inflation est, au cours des mois récents, proche de 4 % l'an. Cela est dû à l'heureuse conjonction de prix agricoles calmes, de tarifs publics en sursis, de services sous surveillance et de prix industriels en hausse modérée. Pour ceux-ci la compression des coûts salariaux se trouve épaulée par les baisses en francs du pétrole et des matières premières importées (- 20 % de mars à août). La concurrence étrangère est entretenue par la bonne tenue du franc ; les prix des produits manufacturés importés ont peu augmenté au premier semestre (+ 2 % à 3 % l'an), incitant les industriels français au respect des accords de programmation souscrits par eux (+ 3 % l'an en 1985).

Le déficit commercial, qui s'était creusé au premier trimestre à cause d'une facture pétrolière alourdie par la montée du dollar, se réduit depuis le printemps (planche VIII). Le déficit de 18 milliards de janvier à août est presque compensé par l'excédent des échanges de services, si bien que la balance des paiements n'est, de janvier à août, déficitaire que de 2 milliards, malgré les intérêts à verser sur la dette extérieure. Celle-ci se stabilise en francs et l'accroissement de nos réserves de change depuis plusieurs trimestres a permis de rembourser cet été par anticipation une petite partie de nos dettes.

Le chômage a légèrement baissé au premier semestre ; malgré une faible remontée en juillet et août, le nombre de demandeurs d'emplois était encore fin août inférieur de 0,3 % à celui de janvier (planche V). Cela est dû à la fois au ralentissement de la baisse des effectifs dans l'ensemble des secteurs marchands non agricoles et aux mesures en faveur des jeunes, notamment les travaux d'utilité collective.

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

L'économie française aborde donc la rentrée dans d'assez bonnes conditions. Alors qu'en 1983 et 1984 la croissance française était essentiellement fondée sur celle des exportations, aujourd'hui les diverses composantes de la demande ont tendance à aller d'un même pas. Les suppléments de revenus des ménages ont été concrétisés par des achats avant même qu'ils soient effectifs, ce qui a conduit à une baisse de l'épargne. Les questions soulevées lors de la précédente chronique (avril 1985) subsistent cependant.

La reprise de la demande interne sera-t-elle franche et durable ? Celle de biens et services de consommation, en partie due à des anticipations de réductions d'impôts, dépendra des comportements d'épargne et des achats de logement, celle d'investissement du partage effectué par les entreprises entre l'assainissement de leurs structures financières et les dépenses d'équipement. Ces questions seront examinées ici, en accordant une attention particulière aux aspects patrimoniaux, notamment pour les entreprises.

En 1985 la reprise de la demande interne compense les mauvaises performances extérieures

Le redressement, encore limité, des profits du secteur concurrentiel...

Le redressement des comptes des sociétés se poursuit maintenant depuis deux ans. En 1984 une demande étrangère soutenue et le fort ralentissement des coûts salariaux avaient permis un gain d'un point du taux de marge. Ces conditions ont bénéficié plus particulièrement à l'industrie, grâce à son ouverture sur l'extérieur et à des gains de productivité importants ⁽¹¹⁾.

Ce redressement reste cependant fragile. Une meilleure connaissance des comptes de 1983 permet à présent de relativiser la progression du taux de marge cette année-là : 0,2 point, et non 1 point comme initialement estimé. Il est vrai qu'une part de l'amélioration sous-jacente (peut être aussi 0,2 point) a pu se trouver reportée en 1984. L'origine de la révision est en effet un déstockage plus ample que prévu. Dans la mesure où ce déstockage a tenu à une mauvaise prévision de la reprise de la demande étrangère et non à une simple réaction à la faiblesse de la demande interne, on pouvait s'attendre à une correction en hausse de l'évolution de l'activité et des profits pour 1984.

L'enquête annuelle d'entreprise dans l'industrie ⁽¹²⁾, qui a contribué à la révision des comptes de 1983, et dont les premiers résultats viennent

(11) L'origine de l'amélioration des profits selon les secteurs d'activité a été analysée dans la chronique de conjoncture de la revue n° 11 (avril 1985).

(12) Ministère de l'Industrie.

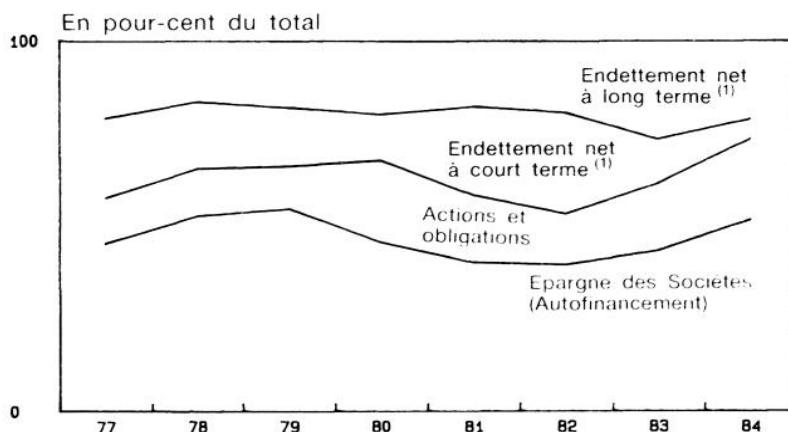
d'être connus pour 1984, donne une image mitigée du redressement de la situation financière : le résultat net comptable a été négatif en 1984, comme en 1983. A la différence du résultat d'exploitation, ce résultat comptable tient notamment compte des frais financiers et fiscaux, des profits et pertes exceptionnels, des amortissements et des provisions ; or celles-ci ont été importantes en vue des restructurations. Si le redressement des profits est engagé, son ampleur reste donc encore limitée.

... a permis de réduire l'appel aux financements externes

Le taux d'épargne de l'ensemble des sociétés du secteur concurrentiel ⁽¹³⁾ a atteint 10,2 % en 1984, en hausse de 1,3 point sur 1983. Cette amélioration est essentiellement attribuable aux résultats d'exploitation évoqués plus haut. En 1983 la réduction des parts dans la valeur ajoutée des frais financiers et des dividendes nets versés avait permis une remontée de 0,7 point du taux d'épargne, donc bien au delà des + 0,2 point du taux de marge. En 1984, au contraire, leur stabilisation (respectivement 6,2 % et 3,6 %) a rendu presque identique la hausse du taux d'épargne et du taux de marge (+ 1,3 % ; + 1,1 %).

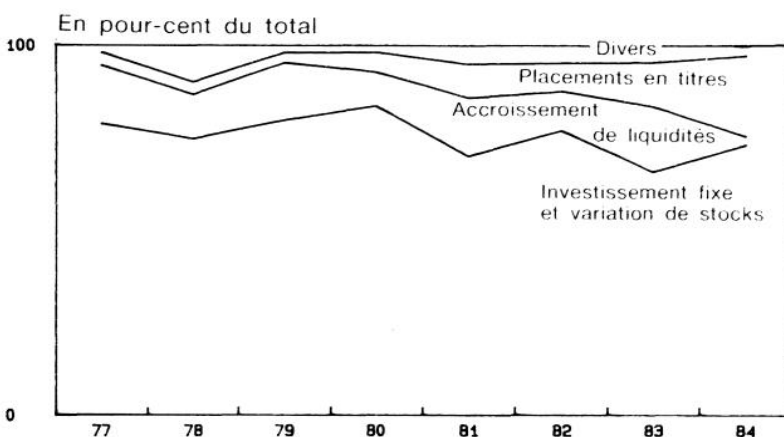
16. Ressources des entreprises du secteur concurrentiel (structure cumulée)

(1) Concours obtenus auprès des institutions financières.



17. Emplois réels et financiers des entreprises du secteur concurrentiel (1) (structure cumulée)

(1) Le remboursement d'une dette apparaît au graphique 16 en soustraction de l'endettement.



Source : INSEE. Tableau des opérations financières.

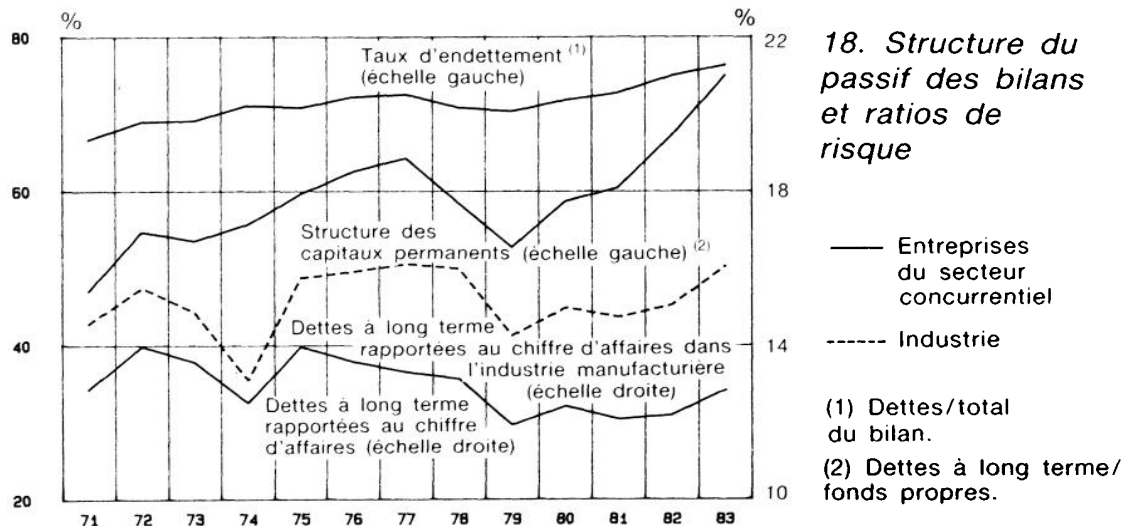
(13) Ensemble des sociétés et quasi sociétés, hormis les grandes entreprises nationales du secteur monopolistique.

Le redressement des profits a surtout servi à réduire l'appel aux financements externes. L'épargne a couvert 70 % des investissements en 1984, contre 50 % en 1982, et le besoin de financement a été réduit de 50 milliards de francs, revenant de 3,5 % du PIB à 1,8 %. La collecte de fonds auprès d'un marché financier vigoureux ayant pu être accrue, cette réduction a porté d'abord sur les crédits à court terme et ensuite sur ceux à long terme contractés auprès des institutions financières (graphiques 16 et 17).

Une quantité plus grande d'épargne s'est portée sur des emplois financiers. Le desserrement des trésoreries en 1983, qui s'était traduit par une extension des avoirs liquides, a cédé la place en 1984 à une accentuation du mouvement vers les valeurs mobilières. Les acquisitions d'actions et participations ont atteint 77 milliards de francs en 1984, après 37 milliards en 1983 et 17 milliards en 1982 ; une partie importante est constituée de parts de SICAV et fonds communs de placement court terme.

Les risques que fait peser un endettement croissant imposent d'assainir les bilans

Le besoin qu'ont les entreprises de réajuster leurs sources de financement résulte de l'endettement important qui a accompagné la dégradation de leurs comptes. Rapporté au chiffre d'affaires l'endettement à long terme des sociétés (hors GEN) paraît avoir été assez bien contenu depuis 1979 ; mais dans l'industrie manufacturière il a rejoint les points hauts des années 1976 à 1978 (graphique 18). C'est surtout au passif des bilans que se lit la déformation de la structure financière des entreprises. En effet le partage des capitaux permanents entre dettes à long terme et fonds propres a été fortement modifié : le rapport des premiers aux seconds s'est accru en quatre ans de 22 points et de 37 points dans l'industrie manufacturière, où il s'est rapproché de 100 % en 1983. Le taux d'endettement global ⁽¹⁴⁾ n'a guère cessé de s'élever.



Source : INSEE.

Les diagnostics que l'on peut porter sur cette question de l'endettement peuvent être très différents selon l'indicateur retenu. Rapporter les

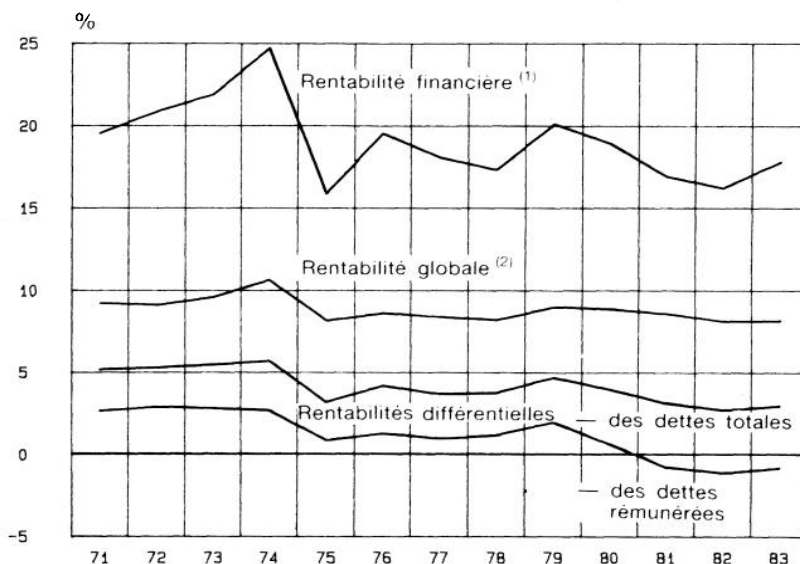
(14) Rapport des dettes au total du bilan.

dettes longues au chiffre d'affaires sous-estime assurément les risques de trésorerie encourus par une entreprise. Inversement comparer sans précaution les dettes à des fonds propres, dont on reconnaît qu'ils sont fréquemment sous-évalués du fait des règles de comptabilisation, fournit une image exagérément pessimiste. Il est probable qu'une réévaluation des bilans fournirait une appréciation moins défavorable de la dépendance financière des entreprises, mais une telle opération-vérité ne saurait aller jusqu'à évacuer leurs problèmes, comme le montre la multiplication des faillites. On constate que le stock de capital des entreprises mesuré par les comptes nationaux est supérieur aux immobilisations inscrites à l'actif des bilans ; en revanche, son évaluation quantitative, au moyen de règles intangibles de dépréciation économique, surestime sa valeur marchande, particulièrement en période de restructurations résultant de la concurrence ou de l'innovation.

Les entreprises peuvent-elles, dans ces conditions, continuer à s'endetter, et dans quelle mesure ? On sait que, pour important que soit son rôle dans la dégradation des bilans et l'accroissement des risques encourus, l'endettement peut favoriser la rentabilité. Si les capitaux empruntés permettent aux entreprises de dégager plus de profits d'exploitation relatifs aux capitaux engagés sans que les frais financiers s'accroissent autant, elles ont intérêt à emprunter. Tant que le coût de l'endettement total reste inférieur à la rentabilité globale (la rentabilité différentielle est alors positive) la rentabilité des fonds propres, qui intéresse l'actionariat, bénéficie du levier de l'endettement (voir encadré et graphiques 19, 20, 21).

La montée des taux d'intérêt nominaux et la baisse de la rentabilité globale ont réduit la rentabilité différentielle depuis 1979. De plus, si l'on tient compte des seules dettes rémunérées⁽¹⁵⁾, susceptibles d'être

19. Rentabilité des sociétés du secteur concurrentiel

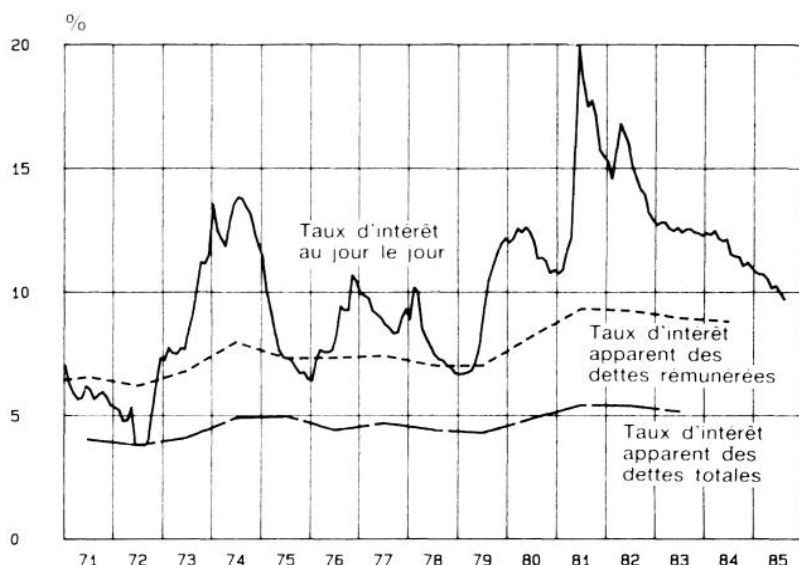


Source : INSEE.

(1) (Excédent brut d'exploitation - frais financiers)/fonds propres.

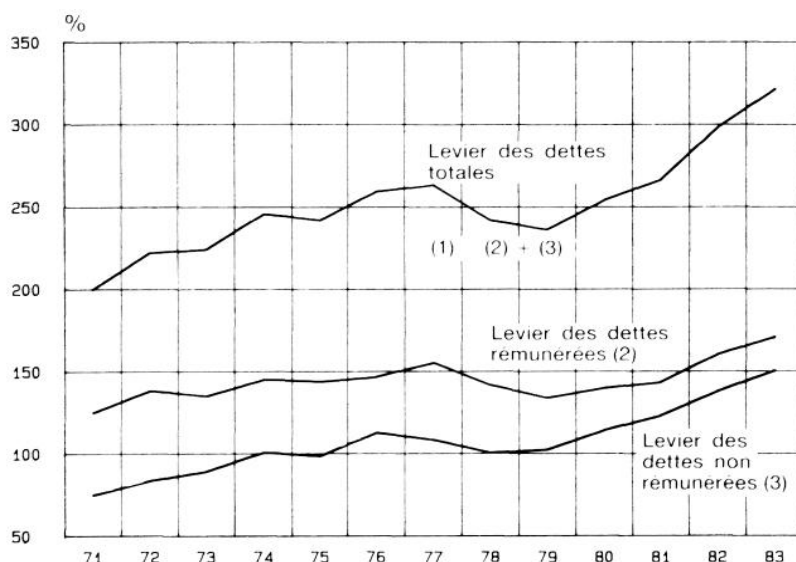
(2) Excédent brut d'exploitation/ensemble des capitaux engagés.

(15) Les crédits inter-entreprises ne portant que peu ou pas d'intérêt sont importants parmi les crédits à court terme et diminuent le taux d'intérêt apparent de l'ensemble des dettes. De plus, ce ne sont pas des financements susceptibles d'influer sur la productivité du capital et donc la rentabilité. Nous avons donc procédé à un partage indicatif de l'endettement pour en isoler une partie rémunérée.



20. Taux d'intérêt et coût des fonds empruntés

Sources : INSEE, Conseil national du crédit.



21. Levier d'endettement (dettes/ fonds propres)

Source : INSEE.

accrues pour développer l'activité en investissant, le taux d'intérêt apparent est sensiblement plus élevé et dépasse, à partir de 1981, la rentabilité globale. L'effet de levier devient alors négatif et le poids de l'endettement dégrade la rentabilité financière, d'où le besoin de se désendetter. Même si la rentabilité financière remonte en fin de période avec la baisse des taux nominaux et le redressement des résultats d'exploitation, les entreprises ne peuvent à nouveau, dans leur ensemble, profiter du levier de l'endettement, car les risques encourus ont fortement augmenté avec la hausse, très importante, des dettes rapportées aux fonds propres.

En fait la désinflation inverse les perspectives d'évolution des indicateurs d'endettement décrits plus haut. Le rapport des dettes au chiffre d'affaires aura moins de chance d'être érodé par la hausse des prix ; tandis qu'il deviendra moins difficile de contenir la dégradation de la

structure des capitaux permanents⁽¹⁶⁾ voire de l'améliorer. Telles seraient les implications de taux d'intérêt réels durablement élevés, même associés à des taux nominaux en recul.

L'effet de levier

L'effet de levier que l'endettement peut avoir sur la rentabilité est illustré par la décomposition suivante de la rentabilité financière :

$$\frac{EBE - FF}{FP} = \frac{EBE}{TK} + \left[\frac{EBE}{TK} - \frac{FF}{DT} \right] \times \frac{DT}{FP}$$

$$\text{Rentabilité financière} = \text{Rentabilité globale} + \text{Rentabilité différentielle} \times \text{Levier}$$

avec : $\text{Rentabilité différentielle} = \text{Rentabilité globale} - \text{Taux d'intérêt apparent}$

EBE : Excédent brut d'exploitation
 FP : Fonds propres
 FF : Frais financiers
 DT : Dettes totales
 TK : Total des capitaux engagés

Avec une rentabilité différentielle positive (coût de l'endettement inférieur à la rentabilité globale), l'excédent de la rentabilité des fonds propres sur la rentabilité globale s'élève à mesure du recours à l'endettement.

Cette multiplication des revenus de l'entreprise, longtemps présentée comme une solution-miracle, ne vaut, bien entendu, que tant que les prêteurs acceptent de se contenter d'une rémunération inférieure à celle qui résulterait de la détention de fonds propres. C'est la contrepartie de l'aversion pour le risque.

Faire jouer à l'envers l'effet de levier en rehaussant les taux d'intérêt réels ne peut être bénéfique à l'économie que si se développent, en réponse, des formules de capital-risque.

Le rendement du capital s'améliore peu dans l'industrie

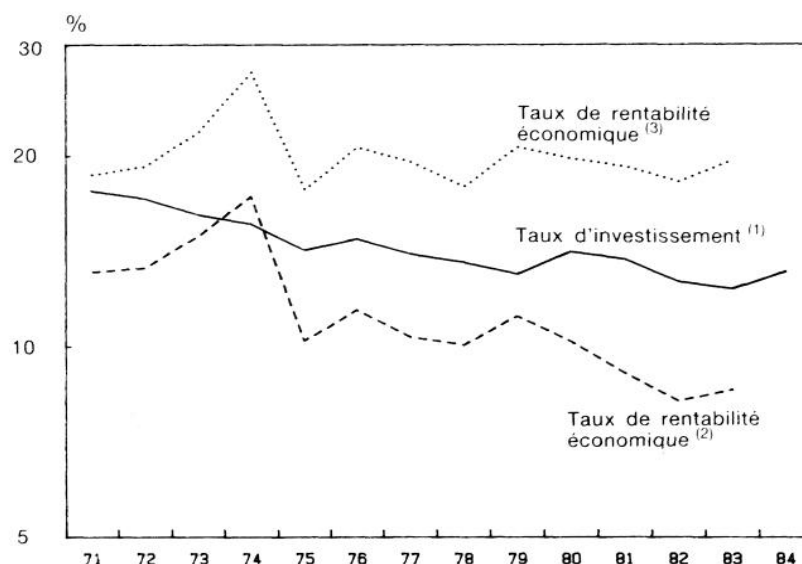
Dans l'industrie le stock de capital tel qu'il est évalué par les comptes nationaux s'est fortement accru dans les années soixante. Aussi la stagnation des profits dès 1970, puis leur chute consécutive aux deux chocs pétroliers ont entraîné une pause, puis une diminution importante du taux de rendement économique⁽¹⁷⁾. Son augmentation en

(16) Rapport des dettes à moyen et long terme aux capitaux permanents.

(17) Le taux de rendement économique est le rapport de l'excédent brut d'exploitation au stock de capital. En raison de l'absence de statistiques concernant les résultats d'exploitation des branches, nous avons retenu l'excédent brut d'exploitation des comptes de secteurs ; il a été rapporté au capital fixe brut productif (aux prix courants) des comptes de branches. Sans remettre en cause les tendances dégagées, certaines limites doivent donc être apportées à l'utilisation d'un tel ratio.

1973 et 1974 vient uniquement de la forte appréciation des stocks (graphique 22).

Le taux d'investissement suit l'évolution du taux de rendement et se réduit dès 1971. Mais le stock de capital par personne employée continue de progresser avec l'accélération de la substitution du capital au travail.



22.
Investissement
et rentabilité
dans l'industrie

Source : INSEE.

(1) Investissement/Valeur ajoutée.

(2) Excédent brut d'exploitation/capital fixe brut productif (prix courants).

(3) Excédent brut d'exploitation/Immobilisations.

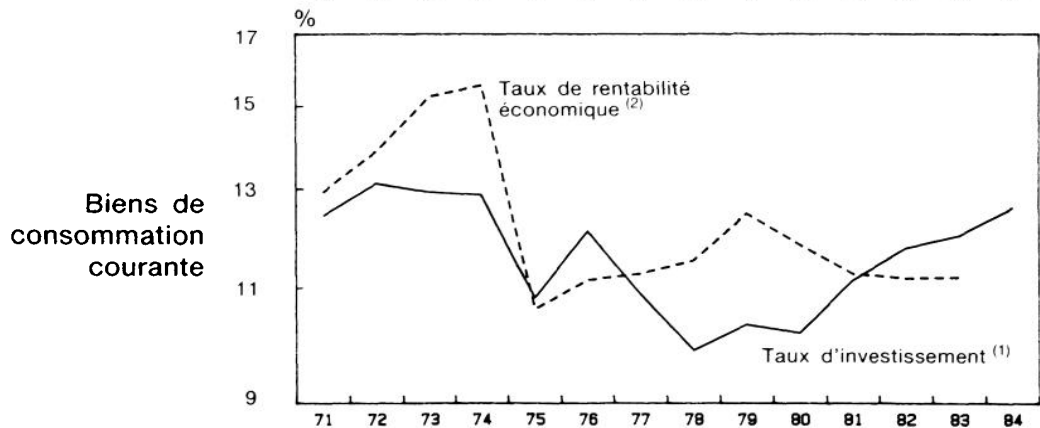
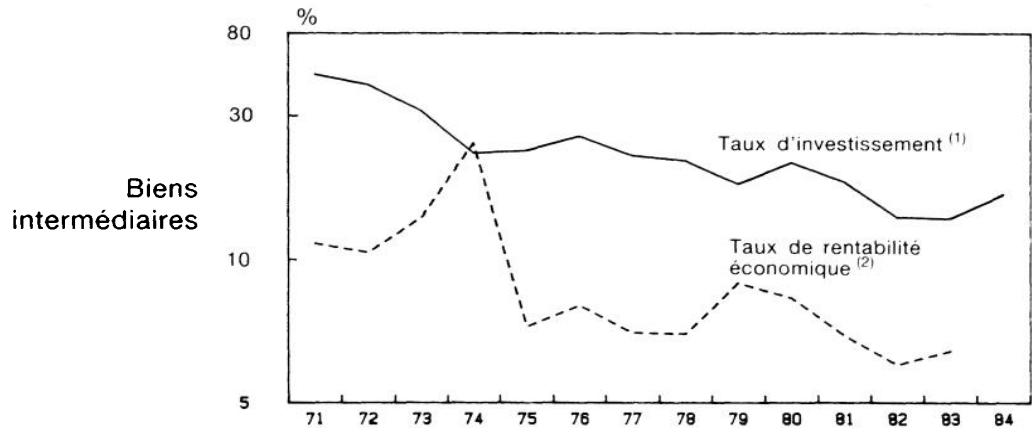
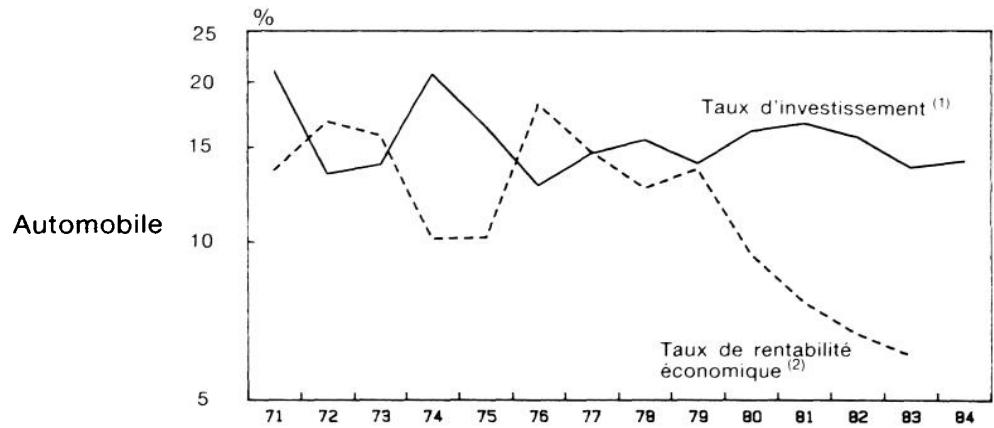
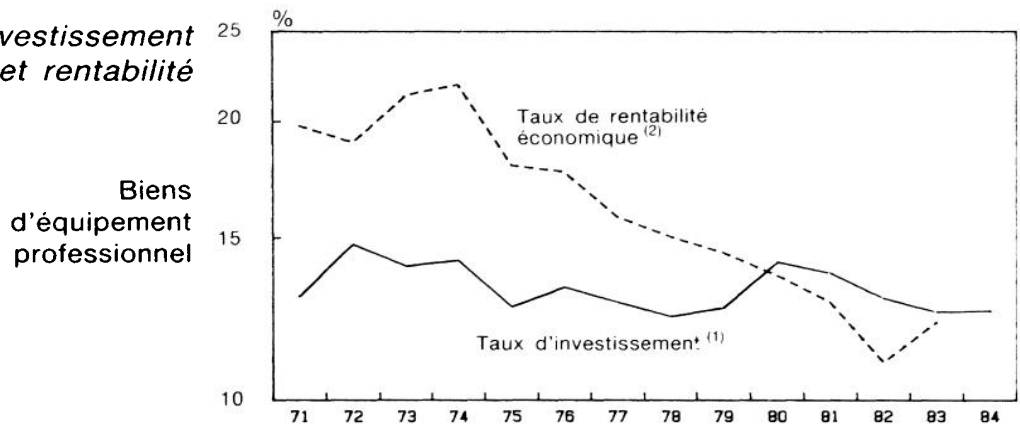
Depuis lors le rendement du capital se redresse difficilement. Sa hausse en 1976 est le résultat d'une croissance des profits générée par la reprise ; celles de 1979 et 1983, qui fondent le redémarrage de l'investissement en 1980 et 1984, proviennent d'une amélioration de la situation financière des entreprises. Mais le niveau atteint par le taux de rendement en 1983 demeure bien inférieur à celui de 1970. Une hausse importante des profits serait nécessaire pour restaurer les conditions d'une reprise durable de l'investissement sans reprise simultanée de la demande.

Ce déclin du rendement du capital est général, mais son évolution et son impact sur l'investissement varient selon les secteurs d'activité (graphique 23).

Dans le secteur des biens d'équipement professionnel, en dépit de la baisse du rendement du capital, le taux d'investissement, au-delà d'amples variations d'une année sur l'autre, s'est à peu près maintenu. C'est qu'à partir de 1974, si la mécanique investit peu, la construction électrique et électronique accroît fortement ses dépenses d'équipement.

Il en est de même dans la construction automobile, où la sortie de nouveaux modèles, nécessaires à la survie des entreprises, conditionnent des cycles d'investissement. Le profil du taux de rendement y est particulièrement heurté, mais dégage néanmoins une tendance baissière.

23. Investissement et rentabilité



Sources : INSEE.

(1) Investissement/Valeur ajoutée.

(2) Excédent brut d'exploitation/capital fixe productif (prix courants).

Dans le secteur des biens de consommation courante la remontée du taux d'investissement à partir de 1981, quand la rentabilité économique demeure encore très faible, provient de la mise en place de plans de restructuration et de bonnes perspectives à l'exportation. En revanche on retrouve dans celui des biens intermédiaires une évolution similaire à celle de l'industrie dans son ensemble ; la plus forte croissance du taux d'investissement en 1984 correspond à l'accélération de la politique de restructuration de la sidérurgie ⁽¹⁸⁾ et, plus généralement, des industries des métaux.

Les entreprises modèrent leurs dépenses d'investissement pour limiter leurs dettes

Cette analyse des comptes financiers et des rendements physiques du capital des entreprises du secteur concurrentiel ⁽¹⁹⁾ permet de mieux comprendre l'atonie de l'investissement au cours des dix-huit derniers mois, et éclaire les perspectives, modérées, qui peuvent être aujourd'hui formulées.

En France l'assainissement des structures financières des entreprises, après le surinvestissement du début des années soixante-dix et les chocs pétroliers, est moins encore qu'ailleurs réalisé.

Jugeant leur stock de capital trop élevé au regard des excédents d'exploitation passés et prévisibles, les entreprises ont estimé depuis dix ans que leurs capacités de production disponibles étaient aussi excédentaires que lors du premier choc pétrolier. Mais la destruction de capacités obsolètes, qui va de pair avec la modernisation, n'élimine pas pour autant les dettes accumulées au passif. Aussi l'amélioration récente des profits a-t-elle été prioritairement utilisée à restructurer les bilans, à se désendetter plutôt qu'à accroître les investissements. En réponse aux enquêtes de l'INSEE les principaux obstacles cités depuis plusieurs années pour le développement des investissements sont l'hésitation à s'endetter davantage et la volonté d'accroître l'autofinancement. Grâce à la modification du partage de la valeur ajoutée entre salaires et profits depuis 1983 l'amélioration des bilans, rendue plus nécessaire par la désinflation, est en cours et crée les conditions d'une reprise ultérieure de l'investissement. Pendant une phase de restructuration, des reprises localisées de l'investissement peuvent coexister avec des comportements attentistes, la tendance générale étant à la modération des dépenses.

Une meilleure gestion des trésoreries, tirant parti des nouveaux instruments financiers, peut permettre une accumulation de ressources par certaines entreprises, préalable à la réalisation de dépenses d'équipement. Ceci explique le développement des placements financiers des entreprises. Mais globalement ces accumulations préalables ne sont possibles que si d'autres agents économiques acceptent de s'endetter.

(18) La réglementation communautaire imposant la suppression des aides aux investissements au-delà de 1985.

(19) Les Grandes Entreprises Nationales ayant un comportement spécifique, dicté en partie par une politique nationale dans le domaine de l'énergie ou des services publics, leurs ratios financiers et l'évolution des dépenses d'équipement divergent souvent des évolutions d'ensemble.

Le recul des salaires réels s'atténue...

Le ralentissement de l'inflation s'est poursuivi en 1985, malgré le palier du printemps dû à la hausse du dollar et la concentration au premier semestre des hausses des tarifs publics. Au cours des huit premiers mois, les prix de détail ont augmenté de 3,9 % (3,5 % si l'on corrige des variations saisonnières). La moyenne mensuelle de 0,4-0,5 % a donc été en retrait par rapport à celle du second semestre 1984 (0,5-0,6 %).

Au titre de la compensation de la hausse des prix le SMIC horaire a été relevé de 2,2 % au 1^{er} avril et de 2 % au 1^{er} juillet. Il l'a été en outre de 2,6 % au 1^{er} mai pour son ajustement au temps mensuel payé. Cette concentration des hausses au second trimestre a contribué à la progression de 1,8 % du taux de salaire horaire ouvrier.

Alors que le pouvoir d'achat du salaire horaire s'est à peu près maintenu au premier semestre 1985, celui de la masse salariale totale a régressé, mais faiblement à cause d'un moindre fléchissement des effectifs. Les effectifs industriels reculent encore de 0,6 % au premier trimestre, soit une tendance proche de celle de l'an passé. Les effectifs du bâtiment déclinent moins qu'auparavant, grâce à une activité soutenue des artisans de ce secteur en début d'année et à une légère reprise de l'investissement des entreprises. Dans le commerce et les services une faible croissance des effectifs a été rendue possible par une consommation soutenue. Dans l'ensemble des secteurs marchands non agricoles, le recul n'est que de 0,1 % au lieu de 0,4 % au cours de chacun des trimestres de 1984.

Avec une durée de travail inchangée et l'absence de cotisations supplémentaires au premier semestre, le recul des salaires réels nets s'est atténué. Le relèvement de 0,2 % des cotisations chômage à la charge des salariés au 1^{er} juillet a peu modifié cette tendance.

... tandis que les transferts sociaux augmentent et que la pression fiscale diminue

Les revalorisations des prestations familiales et vieillesse, au 1^{er} janvier et au 1^{er} juillet, ont simplement visé à maintenir leur pouvoir d'achat en moyenne annuelle. Quant aux prestations chômage, le système d'indemnisation défini en 1984 a réduit les prestations unitaires versées en 1985. Cependant le volume des prestations sociales a augmenté de près de 1 % au premier semestre. D'une part les prestations santé se sont fortement accrues au premier trimestre à cause du froid, sans que cela permette de prévoir une compensation à la baisse en cours d'année ; d'autre part, le nombre des bénéficiaires de préretraites et d'allocations chômage a augmenté encore jusqu'en avril, mais il recule depuis.

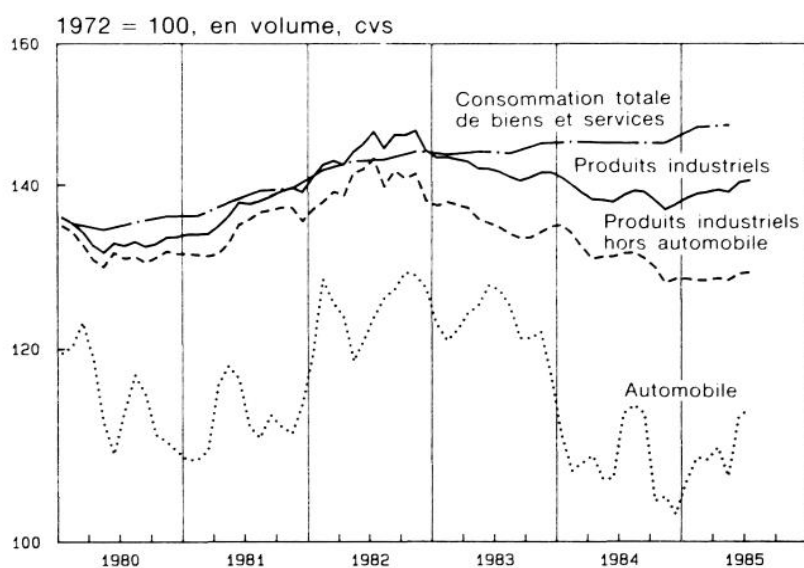
Cette croissance des ressources des ménages s'est accompagnée d'une diminution de leurs charges liée aux premiers effets de la politique fiscale.

Avec la suppression de la contribution de 1 % de la Sécurité sociale intervenant dès le début d'année et la réduction de 5 % des impôts sur

le revenu, effective au troisième ou au quatrième trimestre, la hausse nominale de l'ensemble des impôts sur le revenu et le patrimoine (y compris les impôts locaux qui progressent fortement) atteint environ 3 % en année pleine, contre 12 % en 1984.

Les ménages ont accru leurs dépenses, au détriment de l'épargne.

Au premier trimestre 1985 la consommation s'est accrue de 1,5 %. La vive élévation des dépenses d'énergie et de santé n'a pas été compensée par un recul des achats de produits manufacturés, qui ont au contraire progressé, rompant ainsi avec deux années de recul (graphique 24). Au second trimestre la consommation totale s'est stabilisée à son haut niveau du début d'année et les achats de produits industriels se sont accrus.



24.
Consommation
des ménages

Source : INSEE.

Les ménages ont d'abord utilisé le surcroît de revenu disponible, puis anticipé des dégrèvements fiscaux pour accroître leurs dépenses. Pour la première fois depuis deux ans ils prévoient une amélioration de leur situation financière et concrétisent cela par des achats immédiats (graphique 25). En 1982 l'anticipation d'une baisse des revenus n'avait, à l'inverse, provoqué qu'avec plusieurs mois de retard une baisse de la consommation. Au premier trimestre 1985 le taux d'épargne a ainsi fortement baissé, de 13 % à 12,1 % du revenu disponible, et il s'est certainement peu redressé au second. C'est en partie dû au fort recul de l'investissement en logement, mais aussi à un choix en faveur des dépenses immédiates, puisque le taux d'épargne financière a aussi reculé en début d'année.

La moindre part du revenu consacrée aux placements financiers conduit à relativiser l'engouement des ménages pour ces placements ; le succès des nouvelles formules s'opère au détriment des dépôts classiques. L'épargne a reculé en valeur réelle. L'accroissement des encours des livrets d'épargne n'est que le résultat de la capitalisation des intérêts. La constitution d'épargne liquide de précaution face à un

25.
Consommation
effective et
anticipations
des ménages



Source : INSEE.

chômage élevé ne résiste pas à la volonté de maintenir une consommation élevée quand le revenu baisse, et de l'accroître dès que les anticipations concernant le revenu sont favorables, même si ce doit être passager.

La crise de la construction de logements...

Le nombre de logements mis en chantier a continué à baisser en 1984. Il n'atteignait que 295 000, contre 556 000 en 1973 ; il retrouve ainsi le niveau de 1955 (graphique 26). Parallèlement l'investissement en logement des ménages (logement neuf et entretien-réparation) a de nouveau reculé de plus de 5 % en 1984 et se situe en-dessous de son niveau de 1974, malgré une croissance régulière jusqu'en 1983 des dépenses d'entretien, l'investissement en logement neuf ayant reculé d'un tiers.

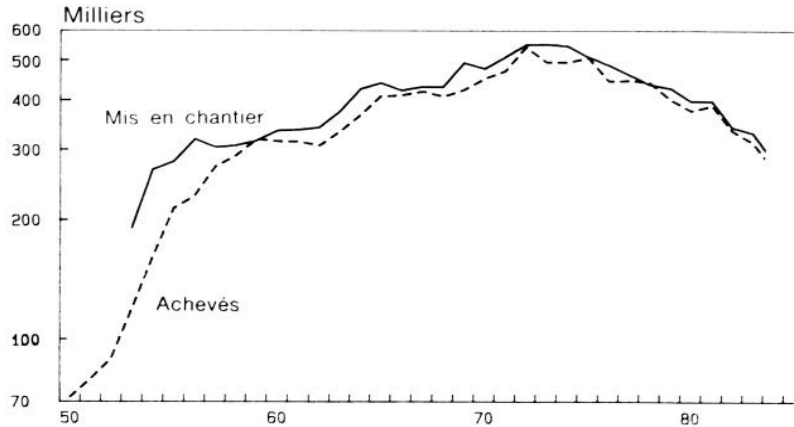
Pourtant au début de 1985 quelques signes de reprise apparaissent : les entreprises du bâtiment connaissent une amélioration de leur activité ; les promoteurs immobiliers publics constatent un léger regain de la demande de logements neufs (qui n'est cependant pas confirmé par les promoteurs privés) et les travaux d'entretien ont soutenu l'activité des artisans du bâtiment.

Au-delà du simple rattrapage après l'hiver rigoureux et la réparation des dégâts qu'il a causés, peut-on espérer qu'après une décennie de déclin le secteur du logement retrouve à nouveau le chemin de la croissance ? Les déterminants sont multiples et pas seulement d'ordre économique.

... n'est pas seulement française

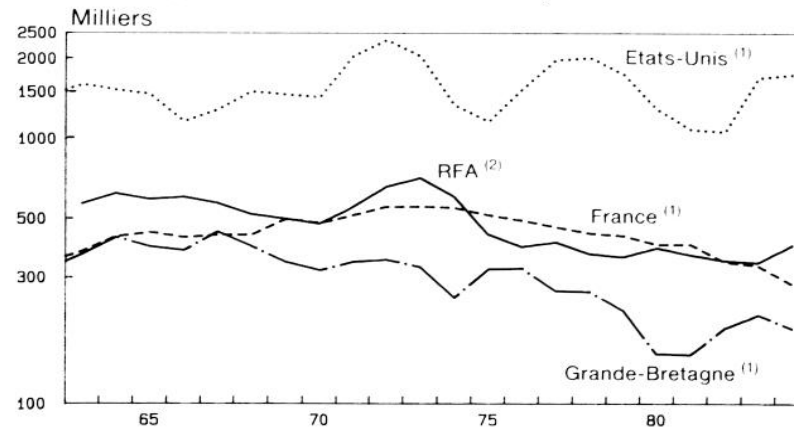
La France n'est pas le seul pays où le nombre de logements construits ait fortement chuté (graphique 26). En RFA le recul fut plus précoce qu'en France ; après un mouvement de reprise passagère

26. Logements



Construits en France

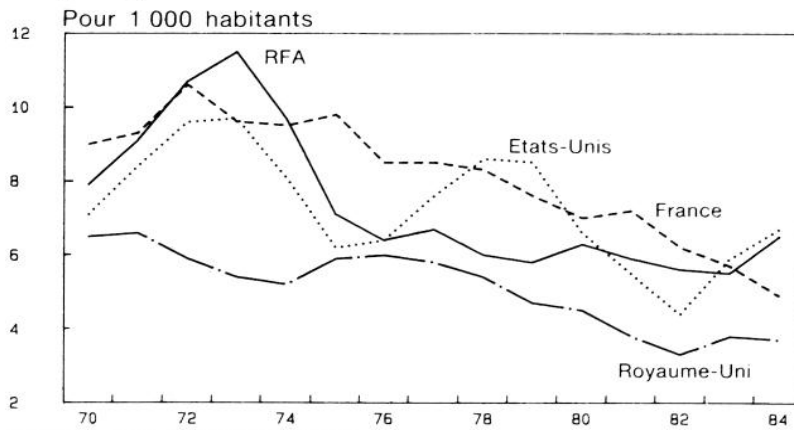
Sources : INSEE, ministère de l'Urbanisme et du logement.



Construits par pays

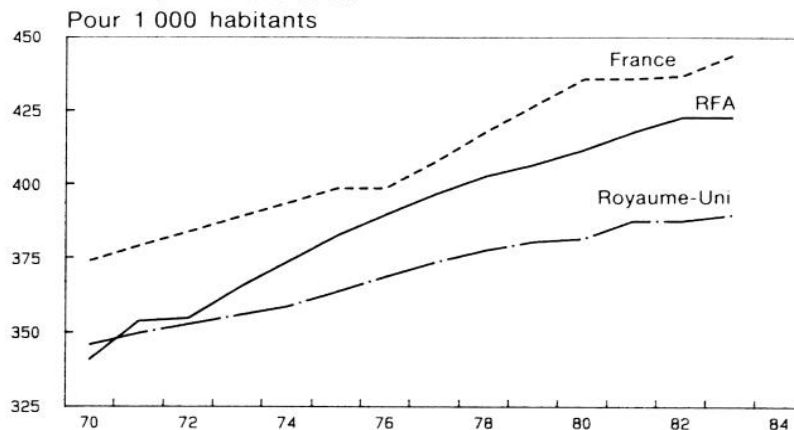
(1) Mis en chantier.
(2) Terminés.

Sources : Eurostat (RFA), CSO (GB), Economic Report of The President (USA), MUL (France).



Terminés par
habitant selon
les pays

Sources : ONU, estimations OFCE.



Parc par habitant
selon les pays ⁽¹⁾

(1) Toutes résidences
(principales
et secondaires).

Source : ONU.

de 1970 à 1973, un nouveau repli s'opère jusqu'en 1983. En Grande-Bretagne la baisse des logements mis en chantier, publics et privés, fut même antérieure à celle de la France et plus accusée jusqu'au début des années 1980. Aux Etats-Unis, si la tendance de la décennie est restée à la baisse, les mouvements cycliques furent plus prononcés.

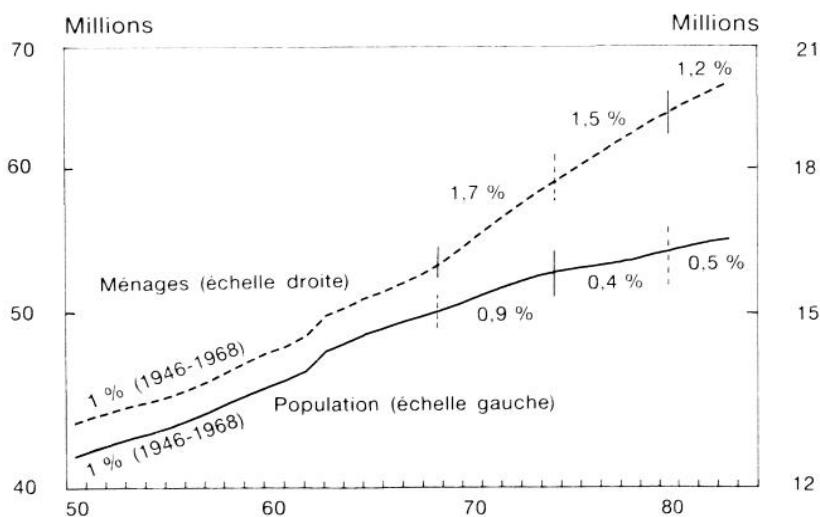
La situation de la France apparaît cependant plus favorable que celle de ses partenaires. De 1975 à 1983 c'est en France que le nombre de logements construits par habitant a été le plus élevé (graphique 26). L'avance sur la RFA s'est réduite depuis 1975 et s'est même inversée en 1984, mais elle reste sensible avec le Royaume-Uni. Dans tous ces pays cependant la tendance est à la baisse. Le nombre de logements construits diminue, alors que la population augmente en France, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis ; il recule en RFA plus que la population.

Le déclin de ce secteur n'est donc pas spécifique à la France, qui apparaît finalement moins atteinte que les autres pays, le parc de logements rapporté à la population étant en France plus élevé qu'ailleurs (graphique 26).

Le nombre de ménages s'accroît plus vite que la population et la taille des logements diminue

En France l'investissement en logements, soutenu jusqu'à la fin des années cinquante par la reconstruction, l'a également été par l'accroissement de la population jusqu'au milieu des années soixante-dix. Au-delà de 1974 la population progresse moins vite à cause du recul de la natalité (graphique 27).

27. Population et ménages ⁽¹⁾



Source : INSEE.

(1) Les pourcentages situés sur les courbes indiquent le taux de croissance annuel moyen au cours des périodes considérées.

Cependant le nombre de ménages qui avait progressé au même rythme que la population jusqu'en 1968 s'élève depuis plus rapidement. L'arrivée à l'âge adulte des enfants nés entre 1945 et 1950, puis l'accélération de la décohabitation (les jeunes quittent le foyer de plus en plus tôt) et plus récemment, le développement des familles monoparentales expliquent cet écart.

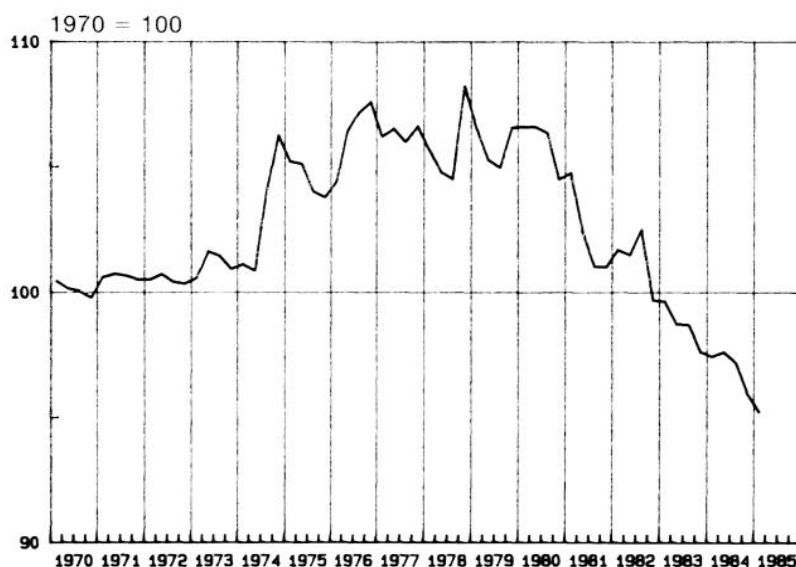
Tout cela ne suffit pas à expliquer l'effondrement des mises en chantier depuis 1974, qui est lié à l'insolvabilité des ménages, mais explique la diminution de la taille des logements construits.

La taille des ménages a régulièrement décliné depuis la fin des années soixante, passant de 3,2 à 2,7 personnes en 1984. A partir de 1980 la chute des mises en chantier s'est accompagnée d'une baisse du nombre moyen de pièces par logement et de la surface habitable. A la contraction de la cellule familiale, se sont jointes les contraintes de financement et c'est alors que la baisse de l'investissement en logement est devenue la plus forte.

Les professionnels ont réagi en proposant des formules qui tendent à diminuer le coût global du logement et l'adapter aux possibilités de financement de la clientèle ; le développement récent des « maisons en kit », des « maisons prêtes à finir » et des « maisons agrandissables » vise à enrayer la chute des mises en chantier.

L'effort d'épargne nécessaire pour le logement s'est heurté d'abord à l'évolution du coût du logement, puis à celle du revenu

De 1974 à 1980 le coût de la construction s'est accru plus que l'indice des prix à la consommation (graphique 28) et les poussées spéculatives de 1974 à 1979 n'ont pas été suivies de reculs. Depuis lors par contre le ralentissement a été plus sensible que celui des prix dans leur ensemble. Le développement de procédés industrialisés pour la construction, la réduction des prestations offertes et la concurrence accrue entre les entreprises face au marasme du marché l'expliquent. Mais le recul du revenu réel des ménages a pris le pas depuis lors pour diminuer les possibilités d'apport personnel et les anticipations des ménages ne peuvent qu'être défavorables à des engagements à long terme ; les baisses d'impôts de 1985-1986, qui apparaissent passagères, ne suffisent pas à lever l'hésitation à s'endetter, surtout en période de désinflation.



28. Prix relatif de la construction ⁽¹⁾

Source : INSEE.

(1) Rapport du coût de la construction à l'indice général des prix.

Une étude récente ⁽²⁰⁾ montre la fréquence accrue des difficultés financières et des impayés parmi les accédants à la propriété ayant de bas revenus (employés, ouvriers, artisans, petits commerçants) souvent bénéficiaires de l'aide personnalisée au logement. Il y a incompatibilité entre les prêts souscrits dans une période de forte inflation avec une progressivité des remboursements et le ralentissement actuel de l'inflation.

Pour les accédants à hauts revenus, qui investissent pour louer, les mesures de protection des locataires ont constitué un obstacle à leurs projets. Il semble cependant que depuis la mi-1984 les investisseurs soient moins réticents, comme en témoigne la très légère remontée du pourcentage des investisseurs parmi les visiteurs d'une grande banque ⁽²¹⁾. La loi Quilliot effraie peut être moins, et la rareté des locations accroît leur rentabilité. Mais ce mouvement reste encore très modéré, en tout cas insuffisant pour fonder une relance de la construction.

Les ménages attendent des taux d'intérêt encore plus bas pour construire

L'investissement en logement doit être le plus souvent précédé d'une période d'accumulation permettant de constituer l'apport personnel nécessaire à l'achat. Pendant cette période l'épargne financière s'accroît, qu'il s'agisse d'une épargne logement (plans ou comptes) ou de placements sur le marché financier.

Les placements financiers des ménages sont en partie déterminés par l'échelle des taux créditeurs. Durant les années 1980, 1981 et 1982 le rendement des obligations après impôt était supérieur de 3 à 4 points à celui des plans d'épargne logement. Cet écart, fortement réduit en 1983 et 1984, n'était plus que de quelques dixièmes de point en 1984 et au premier semestre 1985. La baisse de 9 à 7,5 % des taux des plans épargne logement intervenue au 1^{er} juillet dernier a rétabli un nouvel écart de rémunération, mais de faible ampleur, le taux, net d'impôts, des obligations garanties par l'Etat oscillant autour de 9 %. Cette situation est favorable aux dépôts d'épargne logement, qui ont progressé en début d'année. La concrétisation en achats de logements n'est cependant pas immédiate, et elle n'est jamais totale, puisque environ la moitié seulement des dépôts donnent, à leur expiration, lieu à un emprunt et à l'achat d'un logement.

Les taux nominaux des prêts complémentaires d'épargne logement sont encore à 13,75 % (pour une durée de 10 ans) et les prêts conventionnés à 11,15 % ⁽²²⁾ (contre 12,30 à la fin de 1984), ce qui fait que les taux réels débiteurs restent élevés. La détente des conditions débitrices est moindre que le ralentissement de l'inflation. On peut espérer de la réforme du marché hypothécaire une baisse des taux pour le secteur non aidé (annexe 1), mais l'avantage sera faible.

(20) Association nationale pour l'information sur le logement, juillet 1985.

(21) Centre d'information logement de la Compagnie bancaire.

(22) Taux de référence calculé par le Crédit foncier de France en fonction de l'évolution des conditions pratiquées sur les marchés de capitaux à long terme.

La baisse des taux d'intérêt nominaux n'est favorable que partiellement aux décisions d'achat, car les ménages attendent pour construire en s'endettant que ceux-ci aient baissé davantage.

Les déficits extérieurs mensuels ont été modulés par les importations d'énergie

Alors qu'au début de l'année 1985 les déficits du commerce extérieur étaient grands, un redressement s'est opéré depuis (– 3,6 milliards par mois au premier trimestre ; – 1,2 au second ; – 1,9 en juillet-août). De janvier à août le déficit cumulé atteint cependant 18,2 milliards.

Les fluctuations mensuelles sont pour une bonne part dues aux évolutions du coût de nos importations énergétiques. De janvier à avril le déficit énergétique atteint en moyenne mensuelle 17,7 milliards de francs (au lieu de 16,4 au quatrième trimestre 1984 et 15,6 l'an dernier). Pourtant en volume nos achats n'ont progressé que de 0,8 %, un fort déstockage de pétrole brut et de produits raffinés ayant permis de couvrir l'essentiel des besoins accrus par le froid. La dégradation s'explique donc par la hausse des prix exprimés en francs : le prix du brut en francs par tonne s'est accru de 4 % de décembre à mars, de 13 % en un an. La réorientation de nos fournisseurs et la montée du dollar ont plus que compensé la baisse des cours mondiaux du brut. Depuis mai au contraire le recul des importations en volume, puis la baisse du dollar ont permis de réduire notre déficit à 13,4 milliards de francs par mois (de mai à août).

Les performances agro-alimentaires et industrielles se sont effritées

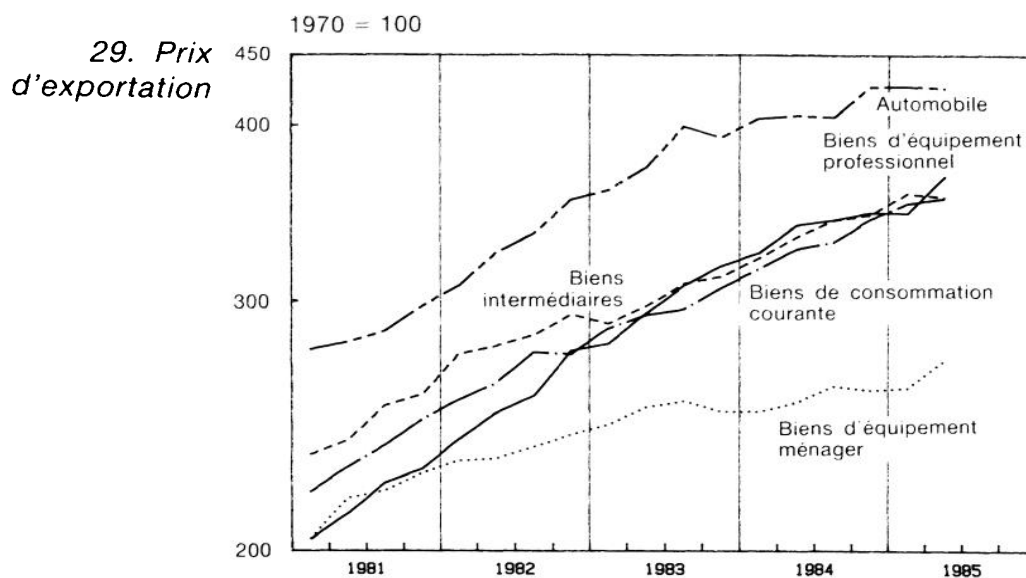
L'excédent commercial agricole est resté élevé, mais les exportations de produits alimentaires ont fléchi par rapport à la fin de 1984, où de fortes ventes de viande avaient été rendues possibles par les abatages consécutifs à l'instauration des quotas laitiers. L'excédent agro-alimentaire s'est ainsi contracté par rapport à la fin de 1984, mais dépasse en moyenne mensuelle celui de l'an dernier.

Notre excédent industriel a plafonné au premier semestre (8,7 milliards en moyenne mensuelle), puis s'est fortement réduit au cours de l'été : 5,3 milliards par mois en juillet-août, les importations ayant continué de progresser, tandis que les exportations stagnaient en début d'année, puis reculaient cet été. Des performances médiocres dans le domaine militaire y ont contribué, qui résultent d'un palier passager des commandes enregistrées en 1983. Hors matériel militaire, nos exportations progressent en valeur de 1,5 % au cours de chacun des deux premiers trimestres (soit une stabilité en volume), puis régressent.

Nos ventes vers l'OPEP, qui s'étaient maintenues jusqu'à l'automne 1984, fléchissent nettement. La France connaît avec retard une évolution dont nos concurrents, la RFA en particulier, avaient déjà souffert. L'importance des grands contrats dans notre commerce avec le Moyen-Orient décale de dix-huit mois à deux ans les effets de la chute de la demande de cette zone.

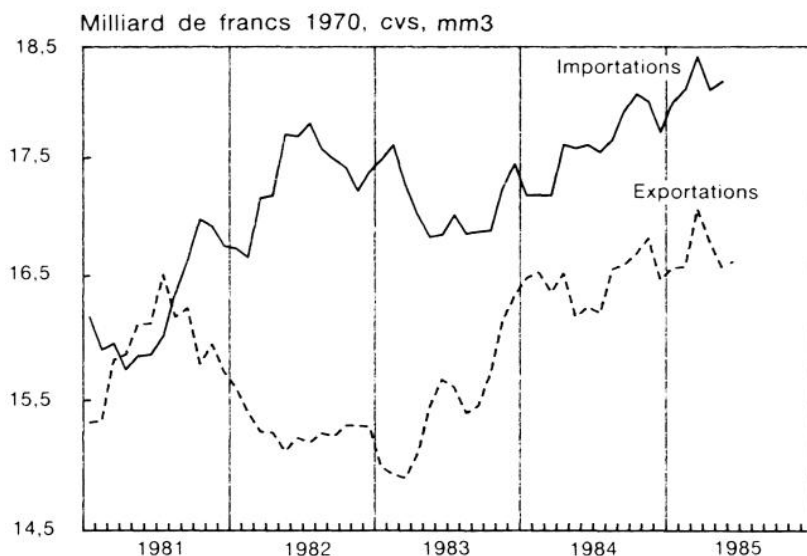
Vers les pays de l'OCDE nos ventes ont été réduites en volume par la hausse des prix. Celles de nos exportations de produits manufacturés se sont élevés au taux de 7 % l'an au premier semestre, au lieu de 10 % en 1984. Le retard de la modération de nos prix à l'exportation par rapport à nos concurrents européens s'est aggravé, dégradant notre compétitivité.

La hausse des prix d'exportation a été inégale selon les secteurs d'activité (graphique 29). Les prix des biens d'équipement professionnel, pour lesquels l'élasticité de la demande étrangère est faible, ont progressé très fortement dès 1981. Au contraire la hausse de ceux de l'automobile et des biens d'équipement ménager a tendu à se ralentir à partir de 1983 car la concurrence étrangère s'est intensifiée sur ces deux marchés, bien que les Etats-Unis et les nouveaux pays industriels y soient peu présents. Maintenant que la baisse du dollar et, au sein du système monétaire européen, la dévaluation de la lire, relèvent le cours effectif du franc, tout accroissement des marges compromet la compétitivité, ce qui s'est traduit notamment dans les résultats du commerce pendant l'été.



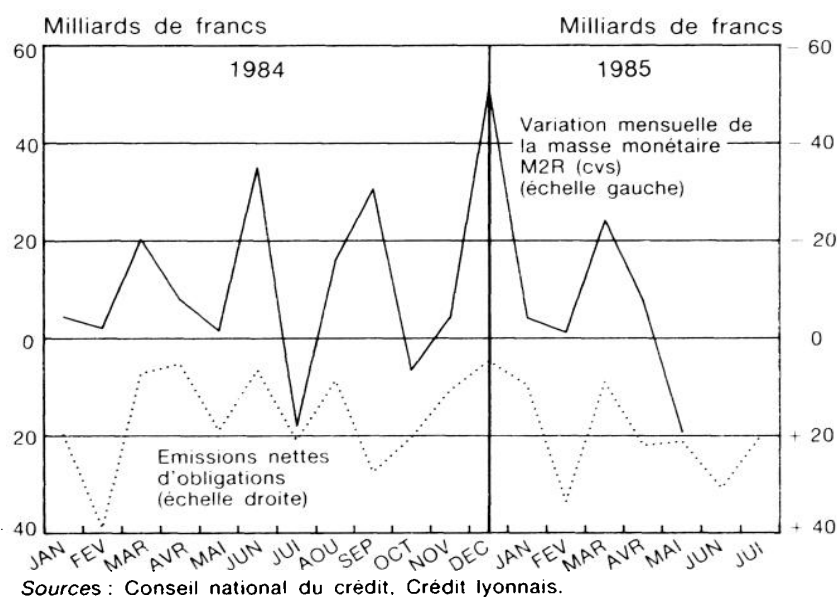
Source : INSEE.

Nos importations totales de produits manufacturés ont peu augmenté en volume (graphique 30). Au premier trimestre la reprise de l'investissement industriel a accru nos importations de biens d'équipement professionnel, mais celles d'autres produits ont stagné ou reculé. Au deuxième trimestre au contraire, seuls nos achats de biens d'équipement professionnel et ménager ont diminué, mais cette baisse a été passagère ; les achats de cet été se sont fortement accrus en valeur.



La croissance monétaire a été soutenue au début de 1985

L'évolution mensuelle de l'agrégat monétaire M2R, celui pour lequel un objectif de croissance est annoncé ⁽²³⁾, est très heurtée, en partie à cause du calendrier des émissions obligataires (graphique 31), ce qui rend délicate la compréhension des évolutions de court terme. Avec la chute des cours des SICAV et FCP à la fin de 1984 la demande de liquidités monétaires s'était raffermie, en contrepartie d'une pause des émissions. Aucune évolution inverse n'étant venue enrayer en début d'année le rythme annuel de croissance de M2R, celui-ci était de 8,3 % à la fin avril et de 7,4 % à la fin mai. Une expansion monétaire également soutenue s'observe d'ailleurs en d'autres pays (encadré).



(1) L'échelle des émissions d'obligations a été inversée pour qu'apparaisse mieux leur étroite liaison avec les variations de la masse monétaire.

(23) Calculé en moyennes trimestrielles centrées sur décembre, il est exprimé sous la forme d'une fourchette : (5,5 % - 6,5 %) en 1984, (4 % - 6 %) en 1985.

L'expansion monétaire n'est pas propre à la France

Outre les Etats-Unis où les agrégats M₁ et M₂ étaient à la fin juin au-dessus des points hauts des fourchettes-objectifs (respectivement 4-7 et 6-9) — ce qui s'est amplifié cet été — plusieurs pays ont connu au premier semestre une certaine expansion monétaire.

C'est notamment le cas au Royaume-Uni et au Japon. En juin l'agrégat M₃ dépassait de 12,5 % le niveau comparable de 1984, alors que l'objectif annoncé sous forme de fourchette était de 6-10, porté, par la suite à 6-9. Au Japon l'agrégat M₂+CD avait crû de 9,1 % pour la même période, soit un rythme sensiblement plus élevé que l'an dernier. Dans les deux cas l'évolution du crédit au secteur privé en est la principale cause.

En Italie, où la croissance de M₂ se faisait sur un rythme annuel de près de 15 % au premier quadrimestre, contre 11,8 % à la fin de 1984, le dérapage s'explique par le financement du déficit budgétaire. En RFA la croissance de la masse monétaire est restée modérée, bien que celle du crédit privé ait été singulièrement forte au premier trimestre, mais des effets restrictifs (ressources stables des banques, sorties de capitaux) ont compensé celle-ci.

La réalisation de l'objectif de croissance de la masse monétaire repose sur une évolution contrôlée de chacune de ses contreparties. Or la forte entrée de capitaux, due notamment à la bonne tenue du franc et à la rémunération offerte, a fait plus que couvrir le déficit des transactions courantes, d'où un effet expansif sur la masse monétaire chiffré à 17,4 milliards de décembre à mai. D'autre part le déficit budgétaire était à la fin mai très proche de celui enregistré l'an dernier à la même époque (126 milliards contre 124,6), mais le Trésor à la fin août n'avait pas émis plus de titres que l'an dernier, quoiqu'il ait dû en janvier procéder à un remboursement d'un emprunt de 1981 d'un montant de 5 milliards de francs. Et il n'a pas bénéficié cette année d'une contribution aussi exceptionnellement élevée de la Caisse des dépôts et consignations, qui en 1984 avait apporté 14,1 milliards, produit de la collecte des CODEVI. En conséquence le financement monétaire du Trésor a été important : 74,4 milliards à la fin mai 1985, contre 58 à la fin mai 1984.

Enfin la forte croissance des crédits bancaires, de l'ordre de 7 % en ce début d'année contre 5,5 % visé pour respecter le haut de la fourchette, est aussi responsable du dérapage monétaire. La demande de crédit a été forte, tout particulièrement par les PME et pour le logement des particuliers (contrepartie d'un faible apport personnel), tandis que le nouveau système de contrôle de crédit s'est avéré initialement peu contraignant, de nombreuses banques ayant obtenu des dérogations quant à la constitution des réserves supplémentaires. Aussi la Banque de France a-t-elle pris récemment des mesures pour enrayer la progression de l'agrégat M_{2R}.

Mesures prises le 2 juillet pour freiner la création monétaire

- Réduction des emprunts contractés à l'étranger et incitation au remboursement par anticipation de certains emprunts souscrits par des entreprises.
- Recours important au marché financier de la part du Trésor (95 milliards sur l'année) en vue de limiter le financement monétaire à 30 milliards de francs (20 % du déficit).
- Resserrement du contrôle de la distribution du crédit. La base de référence pour le calcul de la croissance des encours est réduite de 1,5 % (indice 100 ramené à 98,5). Si les banques veulent poursuivre la distribution de crédit, elles devront constituer des réserves supplémentaires fortement progressives ou faire appel au marché financier. Cependant les prêts au logement ne sont pas découragés : pour le calcul des réserves, la déduction de 7 % appliquée au taux de croissance des crédits est portée à 11,5 % ⁽²⁴⁾.

(24) Pour plus de détail, voir Sterdyniak-Vasseur, « Encadrement du crédit et politique monétaire », Revue n° 11, avril 1985.

Les banques ont développé leur appel au marché financier...

Le marché financier s'était encore fortement développé jusqu'en août, puisqu'après une année déjà exceptionnelle les émissions dépassaient de plus de 20 % le montant atteint en 1984 (tableau 18). Après un premier trimestre plus faible que celui de l'an dernier, le deuxième trimestre a battu tous les records. Le niveau des émissions du Trésor étant resté stable, cela a été dû aux banques qui des la fin de juillet avaient dépassé le montant de leurs émissions de toute l'année 1984. Elles ont également accru considérablement leurs fonds propres (graphique 32). Il semble qu'après un premier trimestre de mise en place du nouveau système, où, bien qu'ayant obtenu des dérogations, elles ont globalement augmenté leurs réserves (moyenne du premier trimestre

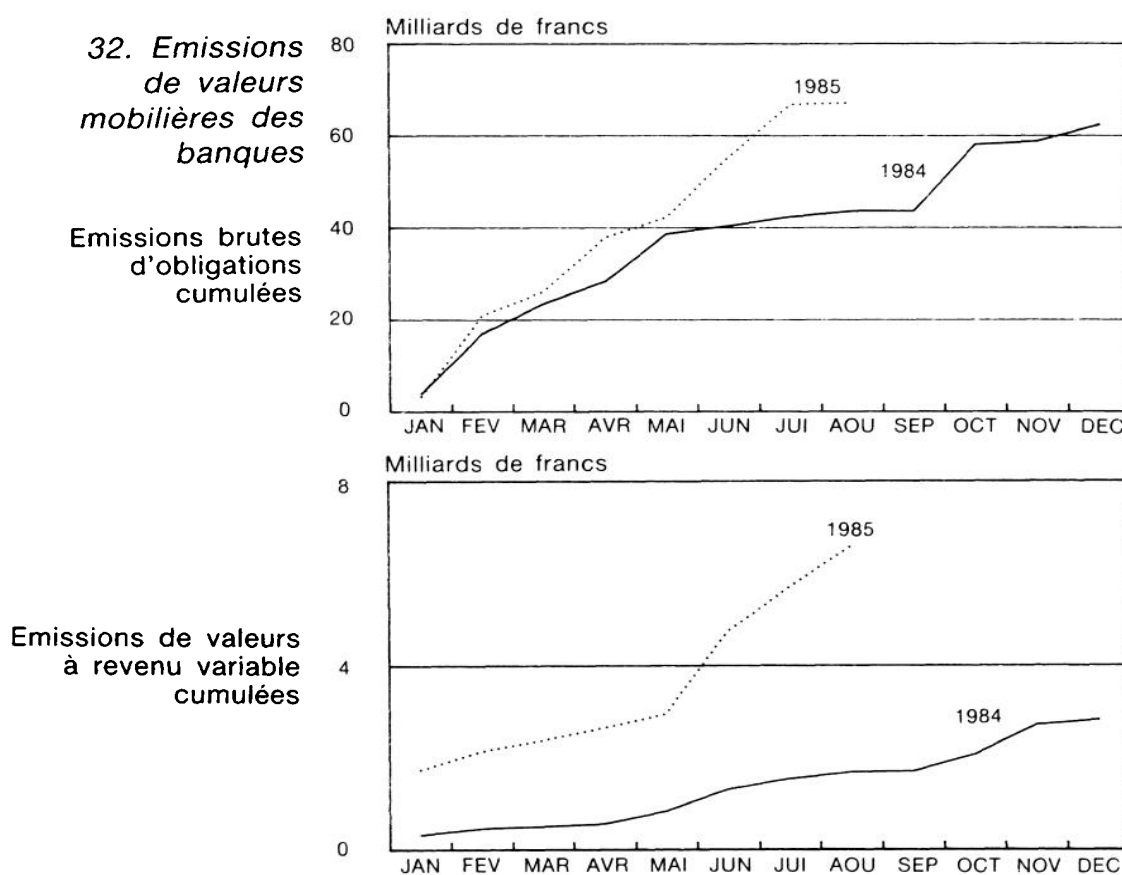
18. Total des émissions brutes obligataires

Milliards de francs

	Trimestres				Semestres		Année	De janvier à août
	1	2	3	4	I	II		
1983	51,0	39,8	55,8	51,2	90,7	107,0	197,7	114,0
1984	83,1	52,3	65,0	49,6	135,4	114,6	250,0	169,5
1985	77,3	95,3	—	—	172,7	—	—	204,1

Source : Crédit Lyonnais.

1984 : 18 milliards ; moyenne du premier trimestre 1985 : 23 milliards), elles aient décidé de recourir aux ressources longues, ce qui contribue au ralentissement de la croissance monétaire.



... sur lequel l'épargne continue à se porter

Le processus de transfert de l'épargne des instruments traditionnellement compris dans les agrégats monétaires (M2R ou M3R) vers les placements jugés aussi liquides, voire même plus liquides du marché financier, dont les rendements sont plus élevés, se poursuit, ce qui est propre à faciliter le respect de l'objectif monétaire.

Ainsi 75,3 milliards de francs se sont portés sur l'ensemble des SICAV, dont 46,4 pour les seules SICAV court terme pendant le premier semestre de l'année. L'actif des SICAV est passé de près de 300 milliards à la fin de 1984 à plus de 410 milliards à la fin août 1985 ; celui des seules SICAV court terme de 131 milliards à la fin de 1984 à près de 210 milliards à la fin août 1985. Inversement les dépôts sur livrets se contractent. En 1984 l'excédent des versements, sur les retraits des livrets A, B, LEP et CODEVI des Caisses d'épargne avait été encore de 10 milliards (à comparer à 83 milliards sur les SICAV, dont 58 sur les SICAV court terme), au lieu de 30 milliards en 1982 (à comparer à 16 milliards sur les SICAV et 9,5 sur les SICAV court terme). Et les encours des livrets progressaient par le jeu de la capitalisation des intérêts. Au premier semestre 1985, en revanche, les retraits ont dépassé largement les versements pour l'ensemble des ressources d'épargne centralisées par la Caisse des dépôts et consignations.

En 1986 la croissance sera plus soutenue

La politique budgétaire soutiendra la consommation

Les orientations de la loi de finances pour 1985 — baisse des prélèvements obligatoires et déficit budgétaire limité à 3 % — sont réaffirmées dans le projet de budget pour 1986. Selon les estimations qui lui sont associées, le taux de prélèvement obligatoire baisserait de 0,8 point en 1985 et à nouveau de 0,2 point en 1986, grâce à la nouvelle réduction de l'impôt sur le revenu, la moindre augmentation des cotisations sociales, et malgré la hausse encore forte des impôts locaux.

En conséquence les dépenses progresseront très faiblement, de 3,6 % (2,8 % hors charge de la dette) pour une prévision officielle de 6,1 % de croissance du PIB en valeur et de 3,4 % des prix à la consommation. Le budget militaire a été privilégié (+ 5,4 %) ainsi que les dépenses de fonctionnement. L'effort de réduction a porté sur les interventions, notamment économiques et sur les dépenses d'équipement. Ceci est plus sensible pour les autorisations de programmes (– 29,5 %) que pour les crédits de paiement (– 5,7 %) qui résultent des choix antérieurs.

Cependant les transferts à la Sécurité Sociale seront réduits (– 11 milliards) et les charges des PTT accrues. Même corrigées de ces postes, les dépenses progresseront de 4,8 % (4,1 % hors charge de la dette), soit moins que le PIB.

La politique budgétaire interviendra indirectement par le remboursement de l'emprunt obligatoire de juin 1983 et par l'accroissement des cotisations sociales. Au total, elle soutiendra légèrement l'activité. Cet effet expansif, résultant principalement du remboursement de l'emprunt, jouera au premier semestre ⁽²⁵⁾.

L'équilibre des régimes sociaux reste structurellement compromis

Après les larges excédents de 1983 et 1984 (11,2 et 16,6 milliards), dus notamment à la cotisation exceptionnelle de 1 %, le régime général de Sécurité sociale devrait être en 1985 excédentaire de plus de 2 milliards. La décision prise en août concernant le paiement des allocations familiales ⁽²⁶⁾ devrait économiser 2 milliards cette année. En 1985 les recettes seront supérieures aux prévisions faites en juin par la Commission des comptes de la Sécurité sociale, qui annonçait un déficit de 1,5 milliard.

Au début de 1986 l'excédent de trésorerie serait de 20 milliards. Sans mesures nouvelles, le déficit du régime général pourrait être compris entre 20 et 25 milliards, presque couvert par l'excédent de trésorerie laissé par l'année 1985. La branche vieillesse verrait son

(25) Pour une analyse plus détaillée, voir la Lettre mensuelle n° 28 d'octobre 1985.

(26) Celles-ci étaient versées selon les caisses entre le 20 du mois et le 10 du mois suivant. Désormais tous les paiements seront concentrés entre le 2 et le 5 du mois suivant.

déficit se creuser, de 10 milliards en 1985 à 17 milliards en 1986, avec une croissance des dépenses de plus de 8 % l'an. La branche maladie subira la réduction de certains transferts budgétaires. Si la cotisation vieillesse était augmentée de 1 % au premier juillet, le régime général y gagnerait 11 milliards en année pleine, ce qui laisserait un excédent de trésorerie à la fin de 1986.

Le système d'assurance-chômage connaîtra en 1985 un déficit, estimé à 3,6 milliards si aucune mesure n'est prise. Les frais financiers de l'UNEDIC constitués par les intérêts et le remboursement du capital de l'emprunt de 12 milliards contracté en 1984 et par les agios consécutifs au dépassement du découvert autorisé, s'élèvent à 2,9 milliards. Pour permettre un quasi-équilibre au 31 mars 1986, date de la fin de la convention, l'UNEDIC espère voir la charge de sa dette allégée (de 1,25 milliard). D'autre part, les cotisations pourraient être relevées de 0,5 % d'ici la fin de l'année 1985⁽²⁷⁾. La date et la répartition de cette hausse entre les employeurs et les salariés dépendent des négociations en cours. Il se peut que dans la nouvelle convention d'avril 1986, le partage des cotisations, au lieu d'être 2/3 pour les employeurs, 1/3 pour les employés, soit progressivement rendu égal.

La baisse des taux d'intérêt se poursuivra...

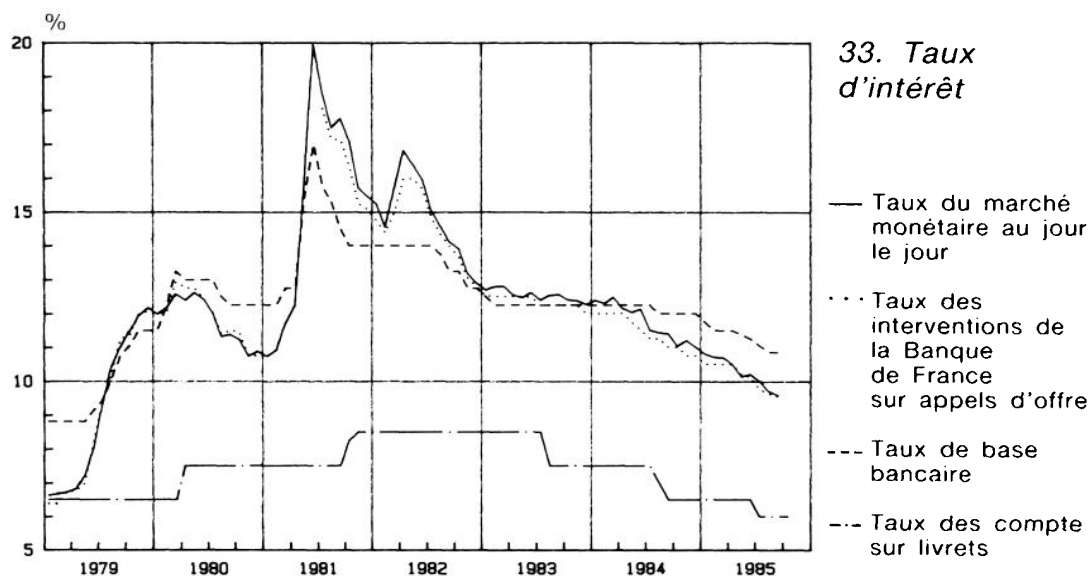
La baisse des taux de court terme, commencée dès l'été 1984 s'est poursuivie régulièrement. Le taux du marché monétaire est passé en juillet sous la barre des 10 %, pour la première fois depuis 1979. Cette baisse a été rendue possible par celle des taux américains depuis un an, d'où l'afflux des capitaux en Europe, particulièrement en France. La persistance d'un différentiel de taux entre notre pays et la RFA, proche de 5 % (planche VI) et le peu de risque de dévaluation du franc, jusqu'au début de 1986 tout au moins, expliquent cet attrait. Mais si la Banque de France a réduit son taux d'intervention, qui est directeur du marché, pour ralentir les entrées de capitaux qui gonflent la masse monétaire et font monter le franc par rapport au DM, elle ne l'a fait qu'avec une grande prudence, par crainte d'anticipations à la baisse du franc.

La baisse des taux d'intérêt se poursuivra avec celle des taux allemands et américains, grâce à la réduction des déséquilibres extérieurs, sauf si elle était contrariée par les incertitudes liées à l'approche de l'échéance électorale de mars 1986. Le taux du marché monétaire pourrait se situer autour de 7 % à la fin de 1986.

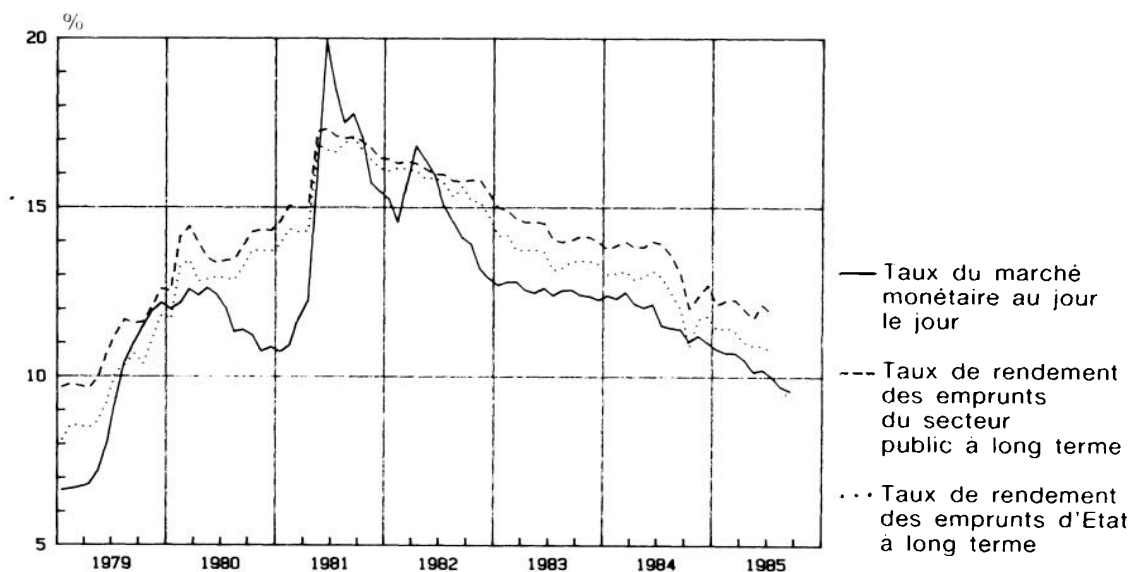
Le gouvernement s'est donné l'objectif d'abaisser le coût du crédit pour alléger les charges financières tant des entreprises que des administrations et favoriser l'investissement. Il implique soit que le coût de l'intermédiation bancaire soit réduit, ce qui ne peut être obtenu que difficilement et lentement, soit que le coût des ressources des banques soit abaissé. Aussi la décrue des taux sur le marché monétaire comme sur le marché obligataire a-t-elle été accompagnée de la baisse de la

(27) Elles étaient au 30 septembre de 4,08 % pour les employeurs et 2,12 % pour les employés, soit 6,2 %, dont 4,2 % pour l'UNEDIC.

rémunération des dépôts (livrets, épargne-logement) le 1^{er} juillet. Grâce à quoi le taux de base bancaire, taux directeur de nombreux prêts, a pu être ramené progressivement de 12 % au second semestre 1984 à 10,85 % cet été (graphique 33) ; mais des freins à la baisse joueront encore au cours des mois à venir.



Source : Banque de France.



Source : Caisse des dépôts et consignations.

Quand l'inflation recule, l'écart, trop longtemps négatif, entre le coût des ressources liquides des banques et l'inflation se réduit ; il est depuis 1984 devenu positif. Il n'est pas sain que cet écart soit négatif et, quoiqu'il en soit, il paraît difficile de réduire la rémunération des placements sur livrets dans les banques et les Caisses d'épargne compte tenu de la sensibilité de l'opinion à cette forme d'épargne et des problèmes de collecte. C'est pourquoi la baisse a été limitée à 0,5 % en juillet pour les principaux taux.

Pour que le marché financier puisse recueillir des fonds il faut maintenir une hiérarchie des taux et éviter que les taux longs viennent buter sur les taux courts (graphique 33). Le Trésor ne peut réduire à son gré ses propres taux : l'emprunt d'Etat de 15 milliards de francs de septembre 1985 a eu du mal à se placer, car émis volontairement à un taux inférieur à 10 % (9,90 %) pour la première fois depuis 1979, son taux actuariel (10,6 %) était inférieur au taux de rendement des emprunts publics cotés en bourse.

La baisse du coût du crédit est ainsi ralentie par la résistance des taux créditeurs. Elle l'est aussi par la modification de la structure des ressources bancaires, comportant moins de dépôts et plus d'emprunts obligataires. On pourrait cependant réduire sensiblement la rémunération des dépôts dans le courant de l'année 1986 grâce à une réforme des marchés financiers.

... et sera facilitée par le décloisonnement des marchés financier et monétaire

Selon une politique de modernisation qui n'est encore qu'amorcée, les trois marchés de l'argent existant en France, fortement cloisonnés — marché monétaire portant sur des créances à court terme, ouvert aux banques et aux établissements financiers, marché hypothécaire (annexe 1) et marché des valeurs mobilières portant sur des créances à long terme — feraient place progressivement à un marché unique, où pourraient intervenir aussi bien les établissements financiers que les entreprises et les particuliers. Les échéances des placements ou emprunts y seraient entre 1 jour et 30 ans.

La création de certificats de dépôts (CD) avait été annoncée à la fin de l'année 1984 et les premiers ont été émis le 4 mars 1985. Il s'agissait de créer un véritable marché monétaire, en l'ouvrant largement aux entreprises et en assurant une interconnexion entre les différents marchés de l'argent (les CD peuvent être des concurrents des SICAV et FCP court terme). Dès la fin août l'encours des CD atteignait plus de 23 milliards de francs, sous forme de 2 000 certificats, mais presque exclusivement émis au profit d'établissements de crédits, 2 à 3 milliards de francs seulement ayant été souscrits par des entreprises. Au vu de ces premiers résultats le montant minimum de chaque certificat pourrait être abaissé de 10 à 5 millions de francs.

Le marché monétaire s'ouvrira plus largement et le décloisonnement entre les marchés de l'argent s'accélèrera avec la création en 1986, annoncée récemment, d'un *papier commercial* et l'ouverture à tous les investisseurs du *marché des bons du Trésor*.

Les entreprises vont pouvoir émettre — comme dans d'autres pays, notamment aux Etats-Unis depuis les années soixante — des papiers à court terme, d'échéance probablement inférieure à six mois, afin d'instaurer un marché de prêts inter-entreprises. Le taux, proche de celui du marché monétaire, serait alors nettement inférieur à celui des prêts de court terme accordés aux entreprises par les banques, le coût d'intermédiation étant de l'ordre de 3 à 4 %. Dans un premier temps les conditions d'émission devraient rester assez strictes pour éviter toute

déstabilisation du marché obligataire. Seules les grandes entreprises pourraient émettre de tels papiers. Le risque est que les banques répercutent une partie de leur manque à gagner sur leurs autres clients.

Le marché des bons du Trésor négociables en compte courant, cédés par adjudications et réservés jusqu'alors aux intervenants du marché monétaire (les principaux détenteurs étant les banques et la Caisse des dépôts et consignations), serait étendu aux entreprises et aux particuliers, ce qui permettrait au Trésor d'accroître ses possibilités de financement à court terme. Les SICAV et FCP pourront détenir davantage de bons du Trésor. Le taux de liquidité des SICAV avait déjà été porté l'an dernier de 25 à 40 % ; les FCP, qui lors de leur création ne pouvaient pas détenir de bons du Trésor, peuvent en acquérir depuis le printemps dernier à condition que leur actif comprenne au moins 60 % de valeurs mobilières.

Grâce à cette modernisation des instruments financiers ⁽²⁸⁾ les entreprises vont disposer d'une gamme élargie de placements (comptes à terme, CD, papier commercial, bons du Trésor, SICAV et FCP de court terme) qui fera perdre aux banques leur monopole du marché de l'argent. A politique monétaire inchangée, cela favorisera la détente des taux par une concurrence accrue et rendra aux taux d'intérêt un rôle de régulateur des marchés. Cependant ce changement ne sera que progressif et la politique actuelle de distribution du crédit sera maintenue en 1986.

La croissance monétaire serait faible l'an prochain

Les difficultés de mise en place du nouveau système de distribution de crédits étant résorbées, ainsi que la création monétaire par l'extérieur, l'objectif de croissance serait atteint en 1985 si se poursuit, comme c'est probable, le développement du marché financier et que la mise en place des réformes est faite prudemment pour éviter toute déstabilisation.

La baisse de la demande de crédit par les entreprises et le fort développement des ressources stables des banques faciliteront la maîtrise de la masse monétaire. Les profits réalisés par les entreprises réduisent leurs besoins de financement et celles-ci accroissent leurs recours au marché financier (les émissions nettes d'obligations et actions des entreprises s'élèvent à la fin d'août 1985 à 59,1 milliards, au lieu de 47 à la fin d'août 1984).

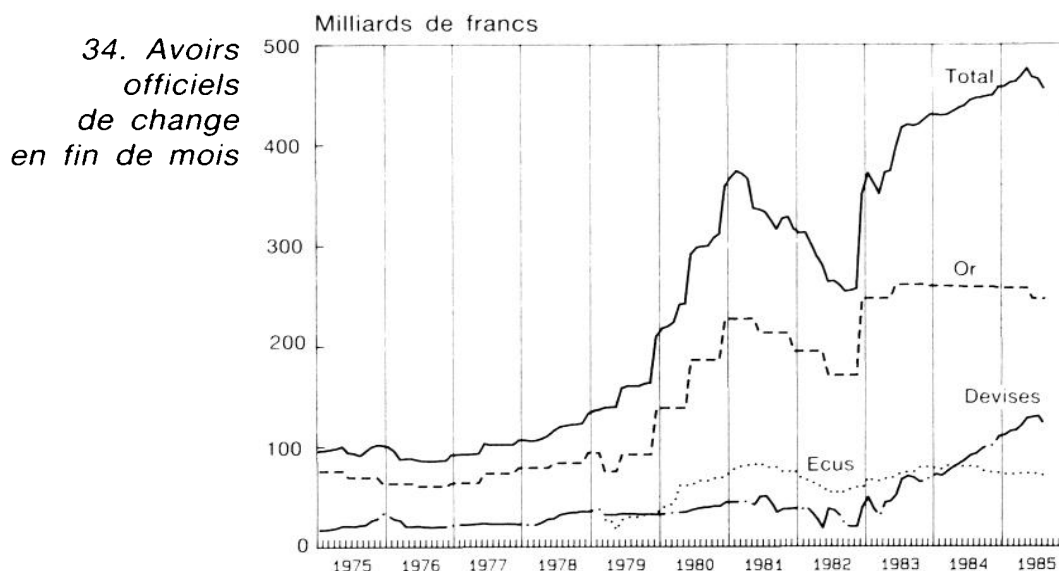
Certes la limitation du financement monétaire du Trésor à 30 milliards n'est pas acquise, car au-delà des émissions obligataires prévues, il doit trouver une quinzaine de milliards de ressources non monétaires. La souscription de bons du Trésor par les SICAV et FCP y contribuera au moins en partie.

(28) D'autres mesures ont été prises comme la création d'un marché d'options négociables sur actions, d'un marché d'options sur devises, l'instauration d'un marché à terme d'instruments financiers (MATIF)...

En janvier 1986 le Trésor, en sus de ses besoins habituels de financement, devra rembourser un emprunt de janvier 1980 de 12,5 milliards et l'emprunt obligatoire de juin 1983, soit 18 milliards, ce qui pourrait provoquer des tensions sur le marché obligataire. Ce pourrait être l'occasion de tester l'attrait pour le secteur privé des bons du Trésor. Si les actifs à court terme non monétaires se multiplient, l'objectif de création monétaire pourra être fixé à un niveau relativement bas en 1986. Il devrait être atteint, sauf si s'opérait un retournement de la confiance des détenteurs des nouveaux actifs ou s'ils voulaient les utiliser ; mais cela paraît peu probable.

Nos réserves officielles de change progresseront encore

Après une forte croissance en 1979 et 1980 — 136 milliards en janvier 1979 à 360 en décembre 1980 — nos réserves se sont réduites de 1980 à 1982, d'environ 125 milliards (graphique 34).



Source : Trésor.

Cette évolution s'explique surtout par celle de nos réserves en or, qui en constituent l'essentiel, et donc par celle du cours mondial de l'or (tableau 19). Le poids de notre stock d'or varie très peu, mais les réévaluations faites semestriellement et prises en compte dans l'évaluation de nos réserves ont une grande amplitude. Du premier semestre 1981 au second semestre 1982 le cours de l'or exprimé en francs a baissé de 25 %. A l'inverse la forte croissance des réserves totales à la fin de 1982, alors que les déficits extérieurs se creusaient, s'explique par une hausse du cours de 45 %. Depuis lors la valeur comptable de nos réserves en or est à peu près stable.

Nos réserves en devises ont fluctué aussi (graphique 35). On peut schématiquement distinguer trois périodes depuis 1981.

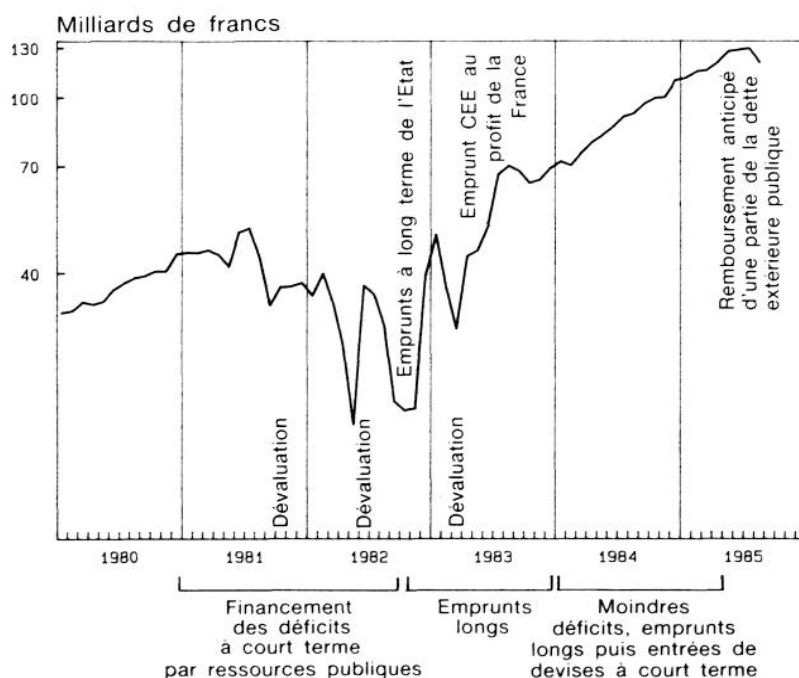
Du début de 1981 à septembre 1982 nos avoirs en devises ont décliné d'environ 25 milliards de francs (soit le tiers de leur montant), car l'ampleur du déficit extérieur fut telle que son financement a néces-

19. Variation des réserves de change :
plus-values ou moins-values dues au cours des changes
(pour le mois considéré de réévaluation ⁽¹⁾)

Millions de francs	Ensemble des avoirs publics			Devises			Or
	Variation (1) = (2) + (3)	± value due aux changes (2)	Opérations réelles (3)	Variation (1) = (2) + (3)	± value due aux changes (2)	Opérations réelles (3)	± value due aux changes
Juin 1985	- 9 477	- 12 355	2 878	1 210	- 1 820	3 030	- 10 544
Décembre 1984	8 074	4 366	3 708	8 828	4 904	3 924	- 1 180
Juin 1984	2 210	- 656	2 866	3 621	3 050	571	- 880
Décembre 1983	4 353	4 662	- 309	3 971	4 308	- 337	- 1 760
Juin 1983	23 618	23 692	- 74	6 044	3 614	430	13 709
Décembre 1982	95 028	75 166	19 862	19 897	- 939	20 836	76 517
Juin 1982	- 16 729	- 14 484	- 2 245	19 477	5 681	13 765	- 24 036
Décembre 1981	- 12 450	- 16 026	3 576	689	380	309	- 18 101
Juin 1981	- 1 184	- 2 426	1 242	8 171	9 157	- 986	- 14 225

Source : Trésor.

(1) Par exemple, entre mai et juin 1985, nos avoirs de change ont baissé de 9,477 milliards : l'application de nouvelles bases d'évaluation des devises conduit à une moins-value de 12,355 milliards, tandis que les entrées ont atteint 2,878 milliards. De même, les opérations décrites pour le mois de décembre correspondent aux variations entre novembre et décembre. Pour les mois autres que décembre et juin, les évolutions correspondent à des entrées ou sorties effectives de devises, car les cours d'évaluation ne sont révisés que semestriellement en décembre et juin.



35. Avoirs en devises

Source : Trésor.

sité non seulement d'importants emprunts extérieurs, à court et à long terme, mais aussi le recours aux réserves de change pour soutenir le franc. Avant chacune des deux dévaluations nos réserves se sont amenuisées ; les seules reconstitutions d'avoirs s'opérèrent lors des réévaluations, semestrielles elles aussi, du stock de devises consécutives à l'appréciation du dollar et du mark vis-à-vis du franc. Si l'on ne tient pas compte des plus-values dues aux réévaluations semestrielles les pertes de devises atteignent près de 40 milliards de francs du début de 1981 à l'automne 1982 au lieu de 25.

A partir de l'automne 1982 l'Etat emprunte à long terme les capitaux nécessaires au financement des déficits extérieurs et à la reconstitution des réserves ; l'endettement bancaire à court terme s'intensifie. Nos avoirs en devises s'accroissent d'abord grâce à ces emprunts, et aux entrées de capitaux ayant fait suite à la dévaluation de juin 1983, puis grâce au rétablissement progressif de la balance des paiements. L'appréciation du dollar a conforté ce rétablissement, qui reste fondé avant tout depuis la fin de 1983 sur une maîtrise de l'endettement extérieur.

Depuis le début de 1985 nos réserves se sont accrues encore (+ 19 milliards de janvier à la fin juillet), malgré la moins value sur la valeur des devises comptabilisée en juin, parce que le faible déficit courant du premier semestre a été plus que compensé par des entrées de capitaux. En août le remboursement anticipé d'une partie des emprunts extérieurs de l'Etat (9,8 milliards de francs) a fait baisser ponctuellement nos réserves de presque autant.

Cet heureux revirement est significatif, même s'il peut se trouver partiellement compromis par des tensions sur le franc au début de 1986 et les retraits temporaires des capitaux qu'elles impliqueraient. Les perspectives de la balance des paiements sont favorables et la maîtrise de la dette extérieure semble acquise. Nos réserves de change resteront donc élevées au cours des trimestres à venir. Après un possible fléchissement en début d'année, elles devraient s'accroître à nouveau, mais ce pourrait être au ralenti, car les autorités monétaires interviennent pour réduire le recours à des emprunts extérieurs et favoriser des remboursements anticipés ; d'autre part un moindre écart de taux d'intérêt entre la France et ses partenaires pourrait limiter les entrées de capitaux. Enfin, même si une dévaluation du franc venait à intervenir, la réévaluation de nos réserves en résultant serait compensée peut-être au-delà par une baisse du dollar.

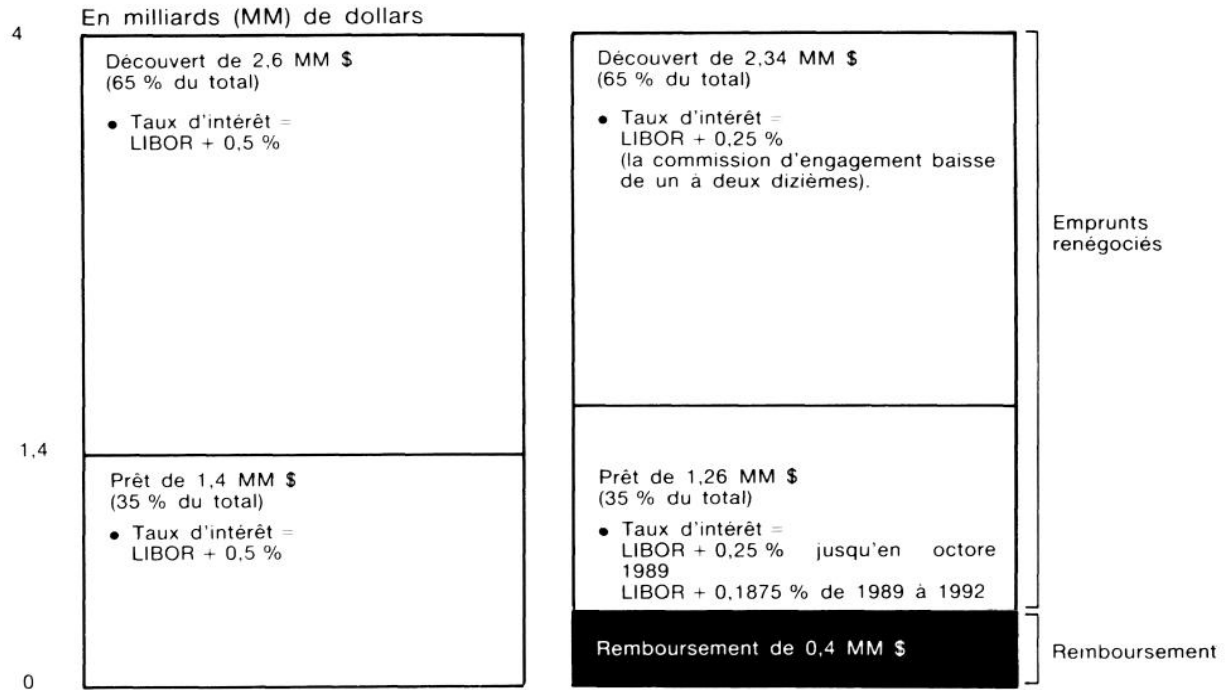
La renégociation de la dette extérieure privée...

La restructuration de la dette extérieure française résulte d'abord de l'évolution du marché international des capitaux. Depuis 1981 les taux du LIBOR ⁽²⁹⁾ ont baissé d'environ 5 points. Les capitaux empruntés de 1981 à 1983, à taux fixe (environ le tiers de la dette extérieure) sont donc aujourd'hui très coûteux. En même temps que les taux baissaient, les marges par rapport aux taux du LIBOR se sont réduites, si bien que

(29) London Interbank Offered Rate : taux d'intérêt à 6 mois qui sert de référence à la plupart des emprunts européens.

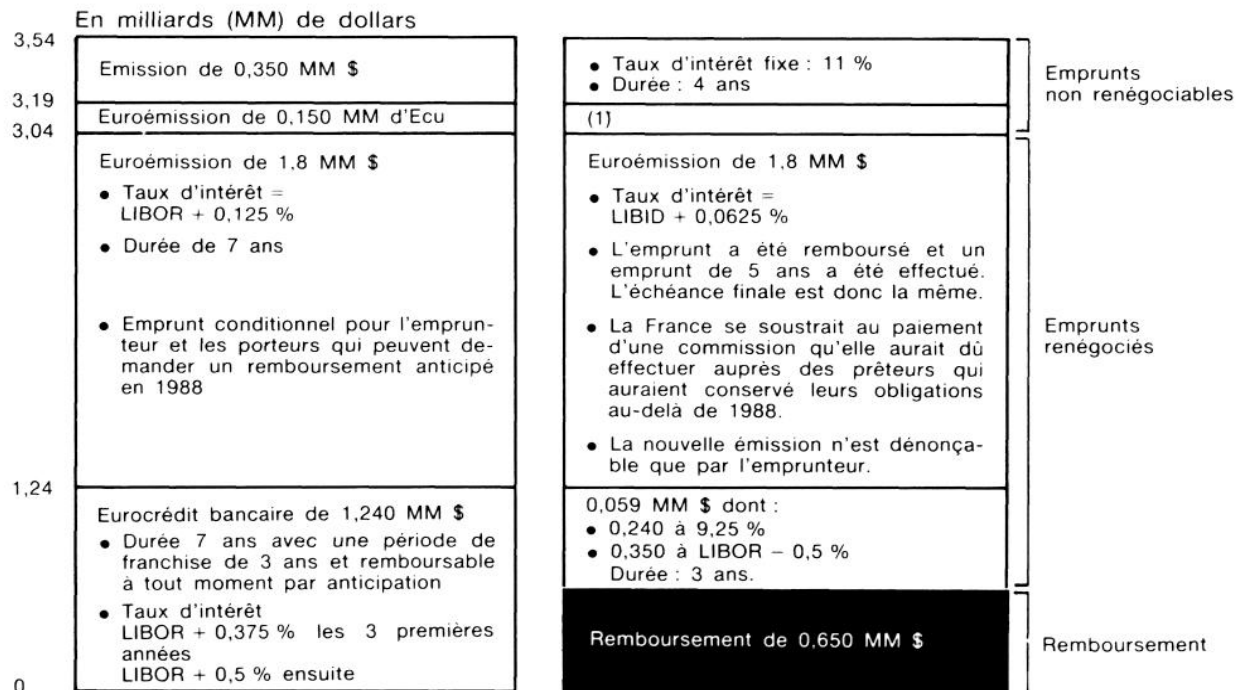
36. Renégociation de la dette extérieure publique

Emprunt d'octobre 1982 de 4 milliards de dollars tirés en totalité entre l'automne 1982 et le printemps 1983



Durée inchangée : échéance finale en octobre 1992 et amortissement de 20 % par an à partir d'octobre 1988.

Emprunt effectué par la CEE au profit de la France de 4 milliards d'Ecu en juin 1983



(1) 0,8 à 11,125 % sur 3 ans,
0,4 à 11,25 % sur 7 ans,
0,3 à 11,5 % sur 10 ans.

EMPRUNTS INITIAUX

EMPRUNTS RENÉGOCIÉS

même les capitaux empruntés à taux variables sont devenus trop onéreux. C'est pourquoi, depuis plusieurs trimestres déjà les entreprises françaises se sont engagées dans des opérations de restructurations de leur dette, généralement en remboursant de façon anticipée leurs emprunts pour en effectuer d'autres dans de meilleures conditions. Dès 1984 près de 30 milliards de francs avaient déjà fait l'objet de tels réaménagements. Du début de 1985 jusqu'à l'été près de 50 milliards d'emprunts ont été renégociés par les entreprises et les banques, soit une part déjà significative d'une dette à long terme privée estimée à 455 milliards de francs à la fin de 1984.

... a été relayée par celle de la dette extérieure publique

L'accroissement de nos réserves de change et l'évolution du marché des capitaux ont également permis aux autorités françaises de renégocier la dette publique. Le diagramme 36 présente les modifications des deux principaux emprunts, l'eurocrédit bancaire de 4 milliards de dollars contracté en octobre 1982 et l'emprunt de 4 milliards d'ECU effectué par la CEE au profit de la France en juin 1983. Une partie de ces emprunts (1 milliard, soit 14 % du total) a été au cours de l'été remboursé par anticipation. Le reste a été renégocié pour toutes les parties qui pouvaient l'être, soit l'essentiel, depuis mai dernier. La préoccupation majeure a été de diminuer le coût supporté par la France sans pour autant modifier l'échéance finale des contrats initiaux : les aménagements portent sur les taux d'intérêt et les marges. De plus, en remboursant par anticipation une partie des emprunts, la France limite ses appels au marché mondial des capitaux⁽³⁰⁾.

L'emprunt effectué auprès de l'Arabie Saoudite en décembre 1982 tient une place particulière : à l'origine ni ses modalités ni son montant ne furent publics⁽³¹⁾. Désormais cet emprunt est remboursé en totalité, les bons du Trésor en devises à trois mois souscrits par la Saudi Arab Monetary Agency ayant été progressivement remboursés en 1984 et au premier semestre 1985.

L'économie budgétaire totale qui sera réalisée pour les deux emprunts à long terme jusqu'à l'échéance finale de 1992 dépasse probablement 100 millions de dollars, dont l'essentiel provient des taux d'intérêt plus faibles et de marges plus restreintes ; mais le bénéfice du remboursement anticipé est très limité, environ 10 millions de dollars.

La restructuration de la dette extérieure publique reste ainsi de faible ampleur au regard de la dette publique totale et de ses intérêts annuels. Néanmoins elle témoigne de l'assainissement en cours et résulte d'un comportement rationnel : l'Etat, comme tout débiteur, doit tirer parti des conditions financières meilleures qui s'offrent. Nul doute que les entre-

(30) En revanche lorsqu'un emprunt est renégocié, l'emprunt initial est remboursé et un nouvel emprunt du même montant à des conditions plus avantageuses est effectué ; les emprunts autorisés nets de la balance des paiements français ne sont pas modifiés ; mais les statistiques de l'OCDE n'enregistrant que les emprunts nouveaux font encore apparaître la France parmi les premiers pays emprunteurs.

(31) Il n'apparaissait pas dans la dette extérieure des situations du Trésor.

prises continueront au cours des prochains mois à refinancer leurs propres dettes. La charge extérieure totale de la France s'en trouvera allégée.

Le déficit commercial serait réduit

L'équilibre commercial pourrait être atteint au cours des derniers mois de 1985. Le déficit énergétique, grave pendant les quatre premiers mois, resterait limité ensuite à environ 14 milliards de francs par mois, car la baisse du dollar réduira le coût du pétrole importé et la renégociation des contrats gaziers diminue les volumes importés et les prix d'achat. En outre peut-être le restockage habituel de fin d'année sera-t-il différé, en prévision de nouvelles baisses du dollar, voire même du prix du pétrole.

Il est probable que l'excédent industriel retrouvera, après le creux de juillet-août, des niveaux comparables à ceux du début d'année (8,5 milliards par mois). La reprise de la demande intérieure allemande pourrait en effet favoriser nos ventes outre-Rhin au second semestre, prolongeant ainsi leur croissance sensible depuis mai. En revanche vers l'OPEP le fléchissement se poursuivra inévitablement ; les ventes militaires et aéronautiques civiles ne soutiendront plus nos ventes totales, car les livraisons d'Airbus, fortes au premier semestre (33 appareils) seraient limitées à 15 au second, et même si les ventes militaires s'accroissent sensiblement au second semestre, elles plafonneraient en 1985 au niveau de l'an passé.

Les bonnes récoltes de l'été peuvent permettre d'égaliser l'excédent agricole de 1984. Si le déficit énergétique est ramené à 180 milliards et si les excédents industriels et agro-alimentaire sont stables, le déficit FAB/FAB de l'ensemble de l'année restera inférieur à 20 milliards de francs au lieu de 24 en 1984.

Il y a de bonnes chances que l'année 1986 soit plus favorable. Le déficit énergétique pourrait être réduit par la diminution tendancielle du recours à l'importation et par la baisse du dollar. Il le serait encore plus si, en dépit d'une demande un peu raffermie, les pays producteurs se livraient à une guerre de rabais pour tenter individuellement d'accroître leurs ventes afin de préserver leurs recettes.

L'excédent industriel devrait à nouveau progresser. La croissance européenne sera en effet plus favorable au développement des exportations françaises que ne l'a été la reprise américaine. Le ralentissement de la hausse des prix de production devrait être mieux répercuté sur les prix d'exportation qu'au cours des trimestres passés, à cause d'une concurrence accrue de nos partenaires européens. Celle-ci s'est déjà renforcée au début de 1985, même dans les secteurs des biens de consommation et des biens intermédiaires, où elle avait auparavant fléchi. Notre compétitivité souffrira de la baisse du dollar, car les produits américains seront plus compétitifs sur l'ensemble des marchés et les nouveaux pays industrialisés davantage présents en Europe qu'ils ne l'ont été lors de la reprise américaine. Les importations industrielles se trouveront d'autre part accrues par la reprise conjointe de la consommation et de l'investissement.

L'excédent agro-alimentaire risque d'être réduit d'environ deux milliards, bien que les récoltes de 1985, malgré la sécheresse, soient bonnes, parce que la concurrence mondiale ira s'exacerbant ; les marchés du Moyen Orient et du Maghreb seront très disputés et les besoins de l'URSS en céréales réduits.

Le déficit commercial FAB/FAB s'établirait aux environs de 10 milliards de francs si le prix du pétrole restait stable. Si ce prix était abaissé jusqu'à 25 dollars le baril dans le courant de 1986, l'équilibre commercial pourrait même être presque atteint.

L'excédent courant et la baisse du dollar stabiliseront l'endettement extérieur

La balance des paiements courants serait excédentaire de 5 milliards en 1985, comme en 1986. Les évolutions décrites pour les invisibles dans la chronique d'avril 1985 restent valables au vu des résultats du premier semestre et peuvent être étendues à l'année 1986 ; l'excédent des services se contractera d'autant plus que les recettes touristiques risquent d'être plus faibles en raison de l'évolution du dollar.

Le fait nouveau est que l'endettement extérieur, exprimé en francs, se stabilisera, non plus seulement en termes nets (c'est-à-dire si l'on déduit nos créances sur l'étranger), mais également en termes bruts. Le besoin de financement extérieur se réduisant, de moindres emprunts seront alors compatibles avec un accroissement de nos réserves de change. Exprimée en dollars la dette continuerait à progresser un peu, mais la baisse du dollar a déjà permis de stabiliser en juin 1985 la dette exprimée en francs, malgré 15 milliards d'emprunts nouveaux au premier semestre (tableau 20). A la fin de l'année 1985, compte tenu de l'accentuation de la baisse du dollar en cet automne, la dette brute en franc baissera en valeur absolue, mais à la fin de 1986 elle risque de se trouver accrue faiblement.

20. Dette extérieure brute à long terme de la France

	En milliards de \$	En milliards de francs	Cours du \$	Accroissement de la dette en francs	Dont effet \$ ⁽¹⁾
31 décembre 1984	54,3	528	9,72	+ 59	33
30 juin 1985	57,2	532	9,30	+ 4	- 13
31 décembre 1985 (p)	62	495	7,95	- 37	- 44
31 décembre 1986 (p)	65	510	7,85	+ 15	- 4

Sources : Ministère de l'Economie et des finances, prévisions OFCE.

(1) Seulement 58 % de l'encours de la dette est exprimé en dollars. L'effet dollar mesuré dans le tableau tient compte de la structure en devises de la dette.

Les salaires horaires se ralentiront comme les prix

La hausse des prix de détail se ralentit fortement au second semestre 1985. Les prix des carburants ont baissé au troisième trimestre, il n'y a pas eu de tensions notables sur les prix alimentaires et les reliquats des hausses programmées en début d'année sont peu importants. Si les tendances récentes des changes persistent, la hausse des prix pourrait être contenue à 1,8 % de juin à décembre, si bien qu'elle ne serait que de 5,2 % de décembre 1984 à décembre 1985, après 6,7 % en 1984, 9,3 % en 1983 et 9,7 % en 1982.

En 1986 la reprise de la demande intérieure restant modérée, il y a de grandes chances que le ralentissement de l'inflation se poursuive, sauf si une libération des prix des services intervenait. L'inflation en cours d'année atteindrait 4,5 % avec des hausses réparties assez également entre les deux semestres.

Cette prévision exclut a priori tout « coup de pouce » au pouvoir d'achat du SMIC. Des relèvements de 2 % interviendraient donc en 1986, probablement vers février, juillet et en fin d'année, résultant de la simple indexation sur l'indice du coût de la vie.

Le taux de salaire horaire augmenterait de 2 % au second semestre 1985, ce qui maintiendrait son pouvoir d'achat. Comme en 1984 un creux saisonnier est vraisemblable entre les hausses, liées au SMIC, et les relèvements de l'automne. En 1986 il augmenterait de 4,5 %, comme les prix.

Les augmentations des traitements des fonctionnaires en 1985 (+ 1,5 % en février, juillet et novembre) laisseront subsister une perte de pouvoir d'achat de 0,7 point. Les relèvements de traitements en 1986 devraient être calés sur la prévision d'inflation associée à la loi de finances (+ 2,9 %). Ils seront vraisemblablement répartis entre une hausse au printemps et une autre à l'automne. Nous faisons l'hypothèse qu'une hausse ponctuelle interviendrait en outre au début de 1986, pour corriger partiellement la perte de pouvoir d'achat de 1985, en supposant que la clause de sauvegarde jouera en fonction du glissement en cours d'année et en dehors des effets d'ancienneté.

Le revenu disponible réel progresserait d'environ 1 % au cours de l'an prochain...

La baisse des effectifs de l'industrie et du bâtiment s'atténuera vraisemblablement l'an prochain. Les diminutions d'emplois dans la fonction publique (telles qu'elles sont prévues dans le projet de loi de finances) infléchiront peu cette tendance ; le recul de la masse salariale brute réelle serait donc faible en 1986 (- 0,2 % contre - 1,3 % en 1985 en moyenne).

Les transferts sociaux continueront à s'accroître, de + 2 % en termes réels et moyenne. En effet la stricte indexation des prestations unitaires sur les prix s'accompagnera de l'accroissement du nombre de bénéficiaires des pensions de retraite et des allocations chômage. De plus l'application en année pleine des mesures prises en juillet dernier

pour les chômeurs de longue durée et les jeunes chômeurs conduira à des versements supplémentaires d'environ 3 milliards de francs en année pleine (contre 1,5 en 1985).

La hausse des cotisations sociales serait volontairement limitée, comme on l'a vu plus haut. Cette limitation serait facilitée par une progression des prestations réelles moindres que cette année.

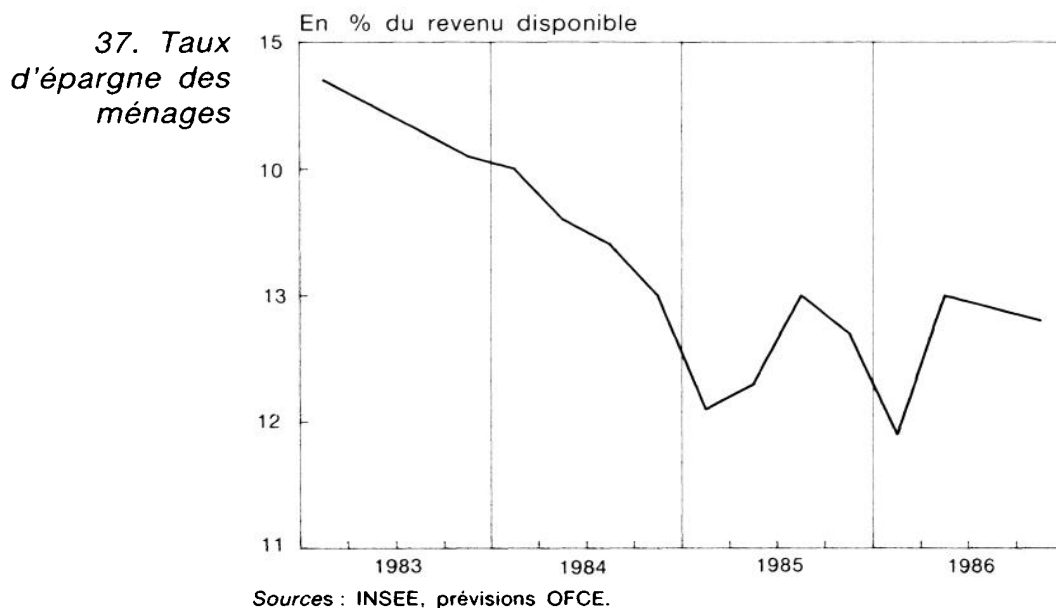
C'est la politique fiscale qui, encore plus qu'en 1985, déterminera la croissance du revenu et de la consommation. Les impôts sur le revenu et le patrimoine devraient progresser de 2 % seulement en valeur, en supposant que la contribution exceptionnelle pour la Sécurité sociale ne soit pas rétablie en cours d'année.

Le revenu sera augmenté du montant des intérêts versés lors du remboursement, anticipé au 15 janvier, de l'emprunt obligatoire de juin 1983. Ces intérêts s'élèveront à 4,1 milliards de francs.

La croissance du revenu disponible réel pourrait ainsi atteindre 1,2 % en moyenne annuelle.

... et la consommation resterait privilégiée au détriment de l'épargne

Le remboursement du capital de l'emprunt obligatoire de juin 1983 fera baisser le taux d'épargne, car les sommes disponibles ne seront pas replacées en totalité sur le marché financier. Par son caractère forcé, sa durée limitée et son rendement, qui à l'émission paraissait faible, cet emprunt ne peut en effet être assimilé à une épargne spontanée. Il est fort possible que les ménages anticipent à la fin de 1985 ce surcroît de ressource, qui sera disponible au début de 1986, période de retombée habituelle de la consommation. Ainsi l'épargne des ménages se réduirait dès le quatrième trimestre 1985, si bien que le profil de la consommation serait moins heurté.



Après avoir fortement reculé au premier trimestre, le taux d'épargne retrouverait au second trimestre son niveau de la fin de 1985 et pourrait se stabiliser au second semestre (graphique 37). Cette évolution s'expli-

querait principalement par la conjoncture du logement ; l'investissement immobilier reculerait encore, mais la baisse serait moindre que dans le passé, et surtout des perspectives meilleures pourraient se traduire par la constitution d'une épargne financière préalable. On ne peut cependant en déduire une remontée du taux d'épargne globale, car la conservation du patrimoine financier en période de désinflation est facilitée par des taux d'intérêts réels positifs, cependant que des taux d'intérêt nominaux à court terme retrouvant leurs plus bas niveaux depuis la fin des années soixante-dix, faciliteront les emprunts.

La consommation progresserait alors d'environ 1,5 % en moyenne annuelle.

Le recul de la construction de logements devrait encore se poursuivre, mais serait atténué

Les perspectives de construction de logements seront encore moroses en 1986. La modeste progression du revenu des ménages sera un handicap et la crainte du chômage n'incitera pas les particuliers à s'engager dans des dépenses à long terme ; des acquéreurs potentiels seront rendus prudents par la crainte de devoir déménager pour trouver ou conserver un emploi⁽³²⁾. La baisse des taux d'intérêt ne suffira pas à résoudre la clientèle. Restent les mesures d'incitations (voir encadré) qui permettront un développement des achats de résidences secondaires, en général moins coûteuses que les résidences principales et donc plus accessibles. Les règles monétaires favorables aux prêts au logement inciteront certainement les banques à octroyer des prêts, mais l'obstacle de l'insolvabilité demeurera. Une hausse des crédits est compatible avec un recul de l'investissement en logement, du fait de la baisse de l'apport personnel, comme dans les années passées. On peut s'attendre à un développement des investissements des ménages à revenus moyens et élevés, concernés par l'achat de résidences de loisirs ou d'habitations ne bénéficiant pas d'aides. La demande des investisseurs pourrait aussi être un peu plus soutenue. En revanche la politique budgétaire annulera en partie en 1986 les efforts entrepris lors du plan de relance de janvier 1985 (annexe II) ; les prêts locatifs aidés et les prêts d'accession à la propriété seront restreints, contractant la demande des ménages à bas revenus.

En moyenne annuelle, le recul de l'investissement en logement des ménages pourrait encore atteindre un point l'an prochain, au lieu de cinq cette année.

La rénovation des immeubles anciens restera plus dynamique que la construction neuve. Les ménages qui sont dans l'impossibilité d'acheter entreprennent des dépenses de rénovation, ce qui sera favorisé par la baisse du pourcentage minimum de travaux exigé pour bénéficier d'un prêt conventionné dans une opération d'acquisition-amélioration de l'ancien.

(32) Même si les assurances chômage se développent.

Nouvelles mesures en faveur du logement

Proposées en janvier dernier, les nouvelles mesures du logement ont été définitivement adoptées en juin.

- Les déductions fiscales pour l'achat d'un logement sont accrues. Les contribuables peuvent déduire de leurs impôts une partie (25 %) des intérêts payés sur les emprunts contractés pour acheter ou améliorer un logement, dans la limite d'un plafond. Ce plafond des intérêts a été porté de 9 000 à 15 000 francs et le supplément par personne à charge de 1 500 à 2 000 francs pour les emprunts contractés depuis le 1^{er} janvier 1985.
- Le plafond des déductions fiscales dans le domaine des économies d'énergie est également accru : il passe de 8 000 à 12 000 francs et le supplément par personne à charge de 1 000 à 2 000 francs.
- Les prêts d'épargne logement, auparavant réservés à l'achat d'une résidence principale sont désormais étendus aux résidences secondaires (achat ou travaux d'amélioration d'une résidence existante). Une restriction supplémentaire a été introduite : un titulaire de compte-épargne logement qui a déjà bénéficié d'un prêt ne pourra bénéficier d'un autre prêt qui si le précédent est intégralement remboursé.

La reprise de l'investissement industriel se ralentirait l'an prochain

La forte reprise en 1984 de l'investissement dans l'industrie concurrentielle s'est poursuivie en 1985. Localisée dans l'industrie de base, elle se diffuse aux biens d'équipement professionnel. Le fait nouveau viendrait de son ralentissement en 1986. Les industriels prévoient même une légère baisse en volume.

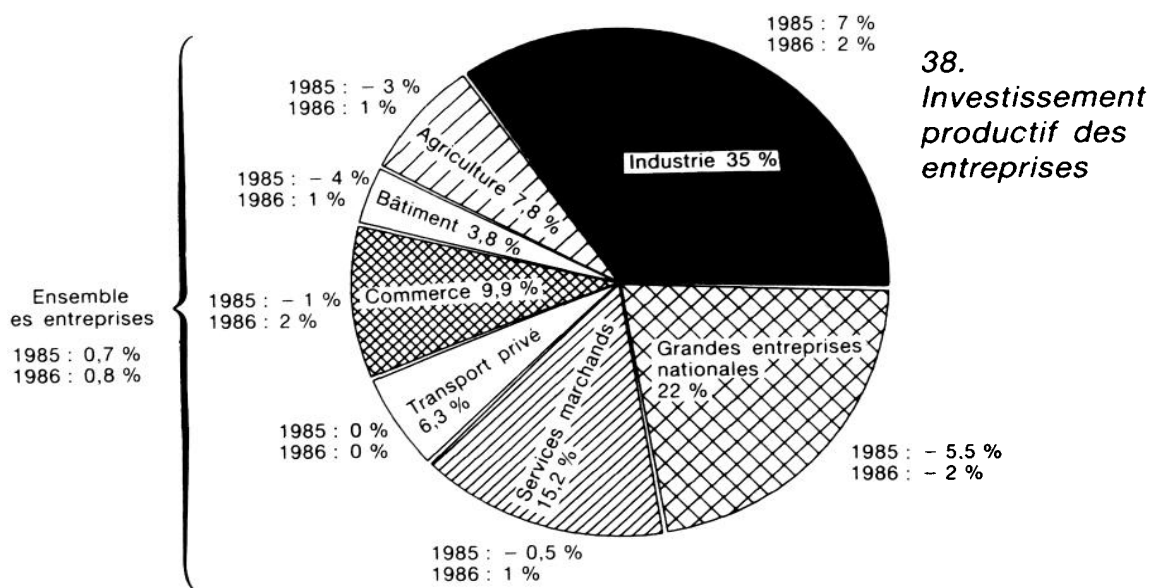
La restructuration de la sidérurgie, s'intensifiant cette année à cause de la suppression des aides que la réglementation communautaire prévoit à la fin décembre, fléchirait l'an prochain. En revanche le secteur des biens d'équipement professionnel, porté en 1985 par la reprise de l'investissement en France et plus généralement en Europe, accroîtrait ses investissements. Ce serait particulièrement le fait des industries électriques et électroniques. Mais les industries mécaniques, rompant la tendance des années récentes, accompagneraient ce mouvement. Le secteur des biens de consommation courante porté, par une demande en hausse, pourrait également développer ses équipements. Les perspectives de la construction automobile et des industries agro-alimentaires seraient plus modérées.

Dans les commerces et les services une meilleure conjoncture a déjà permis en 1985 d'atténuer un recul des dépenses d'équipement très marqué en 1983 et 1984 ; l'an prochain l'investissement pourrait s'accroître à nouveau. Il en serait de même dans le bâtiment-génie civil. Dans l'agriculture, après une forte chute en 1984, due aux abattages du

cheptel, le recul est moins ample en 1985 et une légère reprise pourrait intervenir l'an prochain.

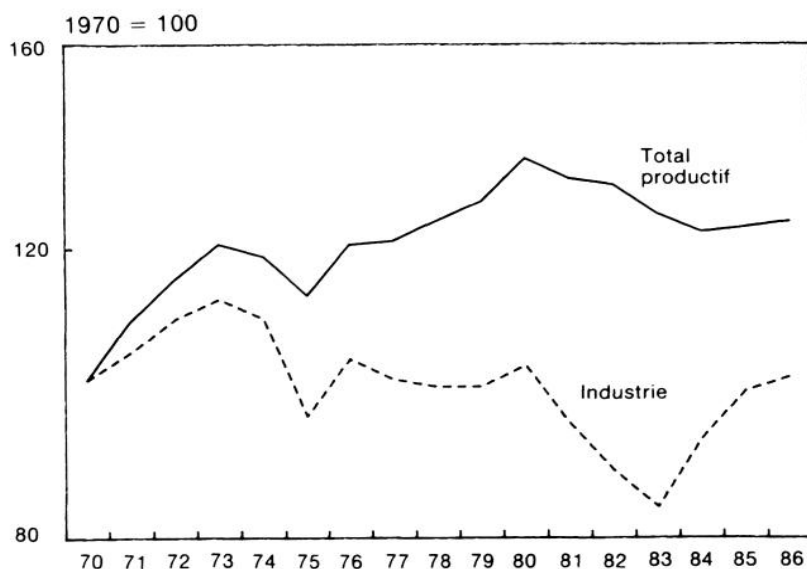
Les grandes entreprises nationales, incitées à restreindre leur endettement par une gestion plus rigoureuse, continueront à réduire leurs dépenses ; mais ce recul sera atténué en 1986 par le développement des équipements des PTT et de la SNCF.

Ainsi malgré une moindre croissance dans l'industrie, l'investissement productif total des entreprises s'élèverait de presque un point en 1986, au prix de 1985 (graphiques 38 et 39). Cependant la reprise ne serait pas encore franche, à cause de l'insuffisance de la demande et des difficultés financières.



— Le pourcentage situé à l'intérieur du diagramme indique la pondération en 1984.
 — Les pourcentages situés à l'extérieur du diagramme indiquent les évolutions en francs constants.

Sources : INSEE, prévisions OFCE.



Sources : INSEE, prévisions OFCE.

Ce schéma peut se trouver quelque peu modifié si des entreprises accélèrent certaines dépenses de modernisation pour bénéficier du régime d'amortissement exceptionnel avant sa suppression à la fin de 1985. Et elles profiteraient l'an prochain du nouveau régime (voir encadré) pour consolider leur bilan en poursuivant l'amélioration de leur situation financière. Les dépenses faites par anticipation avant la fin de cette année réduiraient la croissance de 1986.

Réduction de l'impôt sur les sociétés pour les bénéfices réinvestis

Les entreprises exerçant une activité industrielle, commerciale, artisanale ou agricole et soumises à l'impôt selon un régime de bénéfice réel, bénéficient d'un amortissement exceptionnel au titre des *biens en équipement* acquis entre le 1^{er} janvier 1983 et le 31 décembre 1985.

Cette aide à l'investissement sera remplacée en 1986 par une réduction de 50 % à 45 % du taux de l'impôt sur les sociétés pour les *bénéfices non distribués* : En cas de distribution ultérieure, un complément d'impôt de 5 % serait acquitté. Cette mesure a un caractère définitif.

L'emploi des bénéfices non distribués est laissé à l'initiative de l'entreprise : investissements immatériels ou en équipements ou désendettement.

* Sur les aides fiscales et leurs modalités voir A. Fonteneau, A. Gubian, « Comparaison des relances françaises de 1975 et 1981-1982 », Revue n° 12, juillet 1985.

La croissance sera plus soutenue en 1986, mais encore inférieure à celle de nos partenaires européens

On peut penser qu'en 1986, le produit intérieur brut s'accroîtrait de 1,7 %, après 1 % en 1985 et 1,9 % en 1984. Abstraction faite des fluctuations induites par les variations des stocks, l'économie française suit un sentier de croissance de 1,2 à 1,5 % l'an.

La production industrielle progresserait de 2 % à 3 % en 1986 en moyenne annuelle. Il est à craindre que la baisse du nombre de chômeurs qui a eu lieu au premier semestre de cette année ne se poursuive cependant pas et que dès l'automne le chômage augmente à nouveau. Car si les effectifs diminueront peu, l'effet de l'entrée en formation des jeunes sera moindre. Le nombre de demandeurs d'emplois pourrait alors atteindre 2,5 millions à la fin de l'année 1985 et 2,65 à la fin de 1986.

Les performances françaises resteraient ainsi inférieures à celle de nos partenaires européens, dont le PIB progressera d'environ 2,5 % en moyenne pour chacune des deux années. L'augmentation de la consommation des ménages, qui aura cette année été proche de celle de

nos voisins, serait en 1986 plus en retrait. De même la reprise de l'investissement des entreprises resterait plus faible qu'à l'étranger.

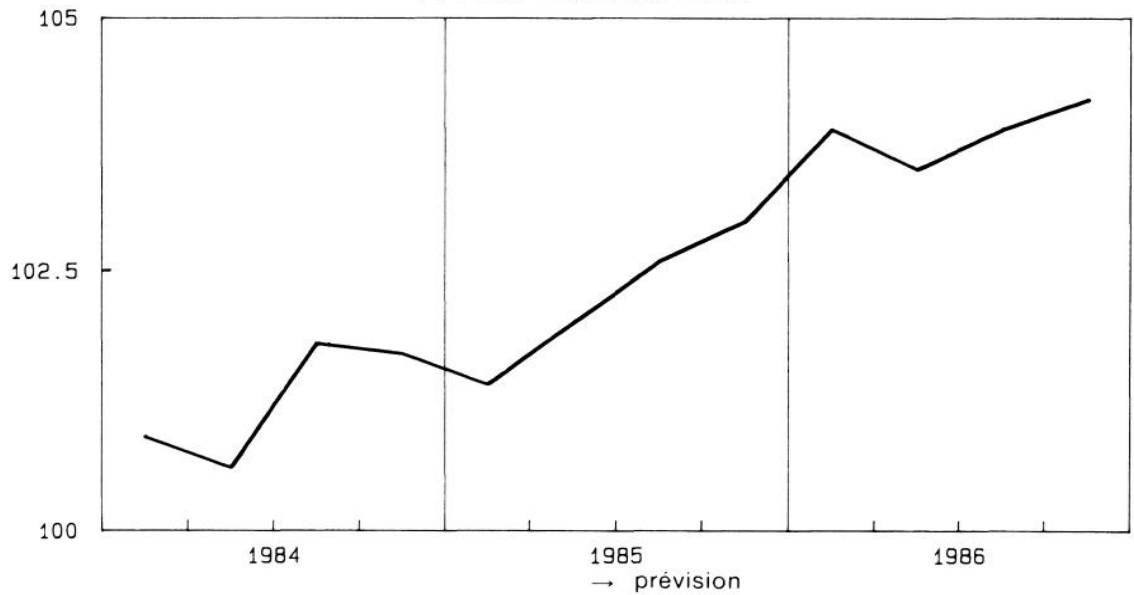
Nos exportations ont été révisées en baisse cette année, à l'inverse de celles de la plupart des autres pays, du fait de l'effritement de notre compétitivité. L'an prochain la croissance de nos ventes à l'étranger pourrait être un peu supérieure à celle de cette année (3 % au lieu de 2) et se rapprocher ainsi de celle de nos concurrents, sans pour autant l'atteindre ; tandis que nos importations, contenues par une demande intérieure moindre qu'à l'étranger, seraient plus faibles.

Consommation, investissement et exportations progresseraient en France uniformément et modérément. Ce sont les symptômes d'une économie convalescente, mais encore fragile.

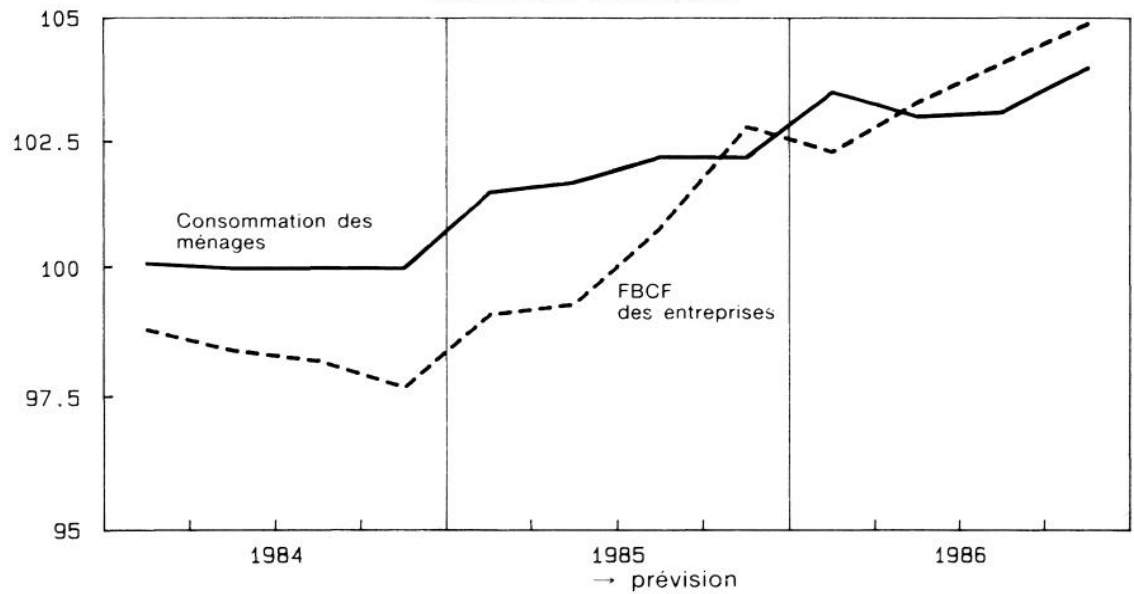
Achévé de rédiger le 10 octobre 1985

40. Ressources et emplois de bien et services

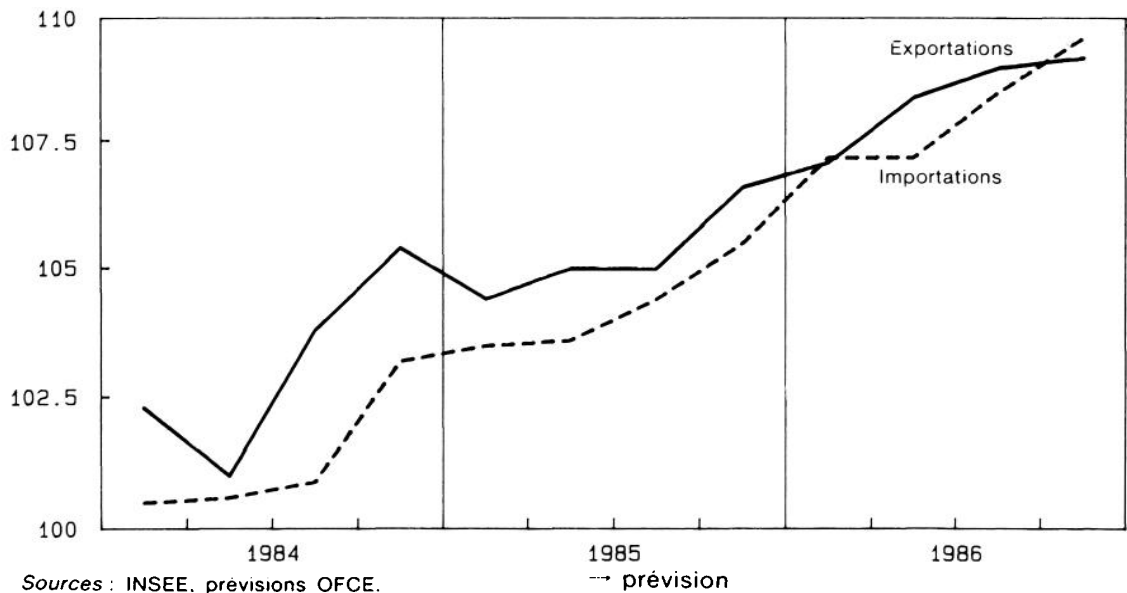
Produit intérieur brut



Demande intérieure



Commerce extérieur



Perspectives de l'économie française

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

En %

	Taux de croissance trimestriels												Moyennes annuelles		
	1984				1985				1986				1984	1985	1986
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Produit intérieur brut	0,9	- 0,3	1,2	- 0,1	- 0,3	0,6	0,6	0,4	0,9	- 0,4	0,4	0,3	1,9	1,0	1,7
Importations	0,5	0,1	0,3	2,3	0,2	0,1	0,8	1,0	1,6	0	1,2	1,0	2,3	2,9	3,6
Consommation des ménages	0,1	- 0,1	0	0	1,5	0,2	0,5	0	1,3	- 0,5	0,4	0,6	0,7	1,9	1,6
Consommation des administrations	1,9	- 1,0	2,6	- 0,8	0,8	- 0,1	- 0,2	0	0,8	0,8	0,7	0,8	2,9	1,0	1,8
FBCF totale	- 1,1	- 0,7	- 0,3	- 0,5	- 0,5	0,6	1,4	1,0	- 0,5	0,7	0,5	0,2	- 2,3	0,4	2,0
<i>dont</i> : sociétés	- 1,2	0,4	- 0,6	- 0,5	1,4	0,2	1,5	2,0	- 0,5	1,0	0,8	0,8	- 0,8	2,2	3,1
ménages	- 2,3	- 2,0	- 2,5	- 1,5	- 1,4	- 3,9	3,0	0	- 0,5	- 0,5	- 0,2	- 0,2	- 6,5	- 5,7	- 0,7
Exportations	2,3	- 1,3	2,8	1,5	- 0,9	0,6	0	1,5	0,5	1,2	0,5	0,2	6,8	2,1	3,0
Variation des stocks en milliards de francs	1,8	2,8	3,9	4,5	2,0	2,7	3,0	3,0	4,0	2,5	3,0	3,0	12,9	10,7	12,5

prévision

22. Prix de détail et taux de salaire horaire

En %

	Taux de croissance trimestriels												Années		
	1984				1985				1986				1984	1985	1986
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1984	1985	1986
Glissement des prix	2,0	1,6	1,7	1,2	1,8	1,6	0,8	0,9	1,3	1,1	1,3	0,8	6,7	5,2	4,5
Glissement du taux de salaire horaire	1,5	2,0	1,0	1,7	1,4	1,8	0,8	1,2	1,4	1,1	0,8	1,2	6,4	5,3	4,5
Moyenne des prix	1,7	1,9	1,7	1,4	1,4	1,8	1,0	1,0	0,9	1,3	1,3	1,0	7,4	6,0	4,5
Moyenne du taux de salaire horaire	1,7	1,7	1,5	1,4	1,6	1,6	1,3	1,0	1,3	1,2	1,0	1,1	7,6	6,0	4,5

prévision

23. Emploi, production, productivité

En %

	Taux de croissance trimestriels												Moyennes annuelles		
	1984				1985				1986				1984	1985	1986
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1984	1985	1986
Effectifs industriels	- 0,6	- 0,7	- 0,8	- 0,8	- 0,6	- 0,6	- 0,5	- 0,5	- 0,4	- 0,4	- 0,3	- 0,3	- 2,8	- 2,6	- 1,7
Production industrielle	1,6	- 1,1	2,2	- 0,6	- 0,1	0,8	0,7	0,7	0,9	0,5	0,6	0,6	2,1	1,4	2,7
Productivité industrielle ...	2,3	- 0,4	3,2	0,2	0,5	1,4	1,2	1,2	1,3	0,9	0,9	0,9	5,4	4,1	4,5

prévision

24. Eléments du compte de ménages

Pouvoir d'achat ⁽¹⁾

	Taux de croissance trimestriels												Moyennes annuelles		
	1984				1985				1986				1984	1985	1986
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
● des salaires nets	0,2	- 1,7	- 0,9	- 0,8	0,3	- 0,5	0,3	- 0,2	0,5	- 0,5	- 0,9	0,1	- 2,2	- 1,4	- 0,4
● des prestations sociales	0	0,4	0,5	1,4	1,1	0	0,7	0,2	1,1	0,2	0,5	0,5	2,0	2,7	2,0
● du revenu disponible brut	- 0,1	- 1,1	0,2	- 0,8	0,8	0	1,5	- 0,3	0,6	0	0	0,2	- 0,7	0,6	1,2
Taux d'épargne	14,0	13,6	13,4	13,0	12,1	12,3	13,0	12,7	12,0	13,0	12,9	12,8	13,5	12,5	12,7

(1) Indice de prix des 295 postes.

prévision

25. Taux de change

	1984				1985				1986				1984	1985	1986
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Dollar-franc	8,30	8,33	8,96	9,36	9,96	9,41	8,69	8,00	7,95	8,05	8,05	7,85	8,74	9,00	8,00

prévision

ANNEXES

I. La réforme du marché financier hypothécaire

Créé en 1966, le marché hypothécaire a été conçu dès l'origine comme un marché interbancaire permettant aux établissements d'obtenir le refinancement des crédits immobiliers hypothécaires qu'ils ont accordés. C'est un marché étroit, où les intervenants sont peu nombreux ; l'offre de créances émane des établissements financiers spécialisés dans le financement du logement ; parmi les acquéreurs la part des grands réseaux collecteurs d'épargne est prépondérante.

Depuis la création de ce marché la durée des billets hypothécaires émis par les établissements prêteurs s'est fortement raccourcie ; en 1984 40 % des billets émis ont une durée inférieure à cinq ans et 22 % sont à moins de deux ans ; le marché hypothécaire s'est donc rapproché du marché monétaire à court terme dont il pratique plus ou moins les taux. A la mi-1985 les établissements peuvent refinancer aux environs de 10 % les prêts qu'ils accordent au taux de 15 %. Cette marge est justifiée par l'ampleur du risque encouru lors du financement d'un crédit long par des ressources courtes, dont les taux peuvent fortement fluctuer. Les banques de dépôts qui ont développé leurs prêts au logement fondent de plus en plus leurs crédits sur leurs ressources propres, d'où l'étroitesse du marché hypothécaire : pour des créances totales de 280 milliards en 1984, moins de 72 milliards étaient mobilisés sur ce marché, soit 26 % (contre 35 % en 1978). Les transactions annuelles ont été limitées à 7 à 8 milliards de 1981 à 1983 et à 16,5 % en 1984, les transactions s'étant accrues au second semestre à la suite de la baisse des taux. Les principaux émetteurs de billets sont les banques spécialisées dans l'immobilier qui ne disposent pas de ressources propres.

La réforme élaborée en mai dernier et qui devrait s'appliquer dès cet automne, vise, en élargissant le marché à abaisser le coût du financement du logement non aidé et à supprimer les risques nés d'un dérapage vers des refinancements de courte durée.

Les établissements prêteurs émettront des billets hypothécaires correspondant aux prêts consentis aux particuliers qu'ils pourront refinancer à tout moment auprès d'une agence créée à cet effet.

L'agence, disposant à son actif de billets hypothécaires, émettra en continu des titres obligataires, cotés en bourse et à durée de vie longue (15 à 20 ans).

Billets et titres auront des durées de vie semblables, si bien que l'agence n'opérera aucune transformation de l'épargne. Les établissements prêteurs mettront à la disposition de l'agence un volume de créance supérieur au montant des billets hypothécaires refinancés, de

façon à accroître la qualité des titres qu'elle émet. La garantie de l'Etat pourra être accordée aux titres émis par l'agence, garantie qui s'ajoutera à celle de l'hypothèse immobilière et celle de l'agence.

Ainsi cette réforme procurera des ressources longues aux établissements financiers qui accordent des prêts au logement et abaissera le coût de l'intermédiation. En proposant aux établissements prêteurs une ressource longue au prix actuel du marché obligataire, soit environ 11 %, elle réduira leur risque ce qui devrait permettre d'abaisser les taux des prêts non aidés. La baisse attendue est de 1 à 2 points et le volume des obligations qui seront émises est estimé de 10 à 30 milliards la première année. La mise en place de l'agence est prévue en octobre. Les émissions devraient atteindre 4 milliards de francs au cours des trois premiers mois.

Cette réforme s'inscrit dans celle des marchés financiers, dont les autres volets sont constitués par les certificats de dépôts, le marché à terme des obligations et la réforme boursière.

II. Le logement et le budget

La contribution du budget de l'Etat au financement du logement — près de 37 milliards de francs dans la loi de finances pour 1985 ⁽³³⁾ — comprend deux types d'aide : *l'aide à la personne* et *l'aide à la pierre*.

Par aide à la personne, on entend *l'aide personnalisée au logement* (APL), dont l'attribution tient compte du revenu et du montant des dépenses de logement et peut être liée à l'obtention de certains prêts et *l'allocation-logement* (fonds national d'allocation logement).

L'aide à la pierre consiste en bonifications associées aux prêts à taux préférentiels et certaines subventions aux organismes spécialisés dans le financement du logement. Les *prêts locatifs aidés* (PLA) visent la construction et la rénovation de logements locatifs et sont financés principalement sur ressources de livrets A., l'Etat prenant en charge le coût de la bonification. De même les *prêts à l'accession à la propriété* (PAP) sont bonifiés par l'Etat, qui verse également les primes associées aux *prêts épargne-logement*. Les *prêts conventionnés* (PC) sont distribués par les banques et ne coûtent rien à l'Etat si ce n'est l'APL à laquelle ils peuvent donner droit.

Le projet de budget pour 1986 vise la contraction des dépenses tout en ne défavorisant pas le logement (tableaux 20 et 21). Les prêts aidés (PLA, PAP) verront leur nombre diminuer, mais la demande réelle est restée jusqu'à présent en deçà des objectifs : par exemple les PAP sont sur un rythme annuel de 110 000, alors que 150 000 avaient été prévus par la loi de finances pour 1985. A l'inverse le nombre des PC s'est relevé fortement, le nombre des PC accordés en 1985 dépassant les 160 000 inscrits dans la loi de finances. Les banques peuvent satisfaire

(33) Il s'agit des seules dépenses du budget à l'exclusion des avantages fiscaux.

la demande puisque ces prêts bénéficient pour elles de conditions plus favorables que les autres prêts. D'autre part, avec la réforme de financement des PLA au 1^{er} janvier 1986, le coût budgétaire se réduit.

Mais les crédits de paiement ne se sont réduits qu'assez peu, car la charge des bonifications correspond à un encours qui n'est affecté que marginalement par ces mesures. L'APL, dont un montant équivalent à celui inscrit au budget de l'Etat est versé par la Caisse d'allocations familiales et la Mutualité sociale agricole, augmentera fortement, le nombre des bénéficiaires s'accroissant sans cesse.

26. Coût budgétaire de l'aide au logement

Milliards de francs

	Loi de finance initiale 1985	Projet de loi de finance 1986
Aide personnalisée au logement	6,5	8,4
Allocation logement	6,6	6,0
Construction ou amélioration de logements ...	22,8	21,4
<i>dont</i> : PLA	7,5	5,0
PAP	7,2	8,6
Epargne logement	6,2	6,2
Total	36,1	36,0

27. Prêts locatifs et d'accession à la propriété

PLA	70 000 + 10 000 (*)	70 000
PAP	150 000	110 000
PC	160 000 porté à 190 000	200 000

(*) Dans le plan de relance du BTP en janvier 1985.

PLA : prêts locatifs aidés
 PAP : prêts d'accession à la propriété
 PC : prêts conventionnés