

Chronique de conjoncture

La croissance entrevue

Département des diagnostics de l'OFCE (*)

Les effets bénéfiques de la baisse du prix du pétrole pour les pays de l'OCDE, accentués, hors les Etats-Unis, par la dépréciation du dollar, ont tardé à se manifester. Les ménages ont accru leur taux d'épargne avant de dépenser leur surcroît de revenu, tandis que les entreprises, dans l'attente de nouvelles baisses de prix, ont stocké aussi peu que possible. Cela a amplifié le marasme du commerce mondial de produits manufacturés.

Un retournement de certaines de ces tendances, opéré durant l'été, laisse à présent attendre une accélération de la croissance. Elle ne sera sans doute qu'un sursaut aux Etats-Unis. Par contre en Europe une dynamique plus durable pourrait s'enclencher dans plusieurs pays, l'investissement des entreprises venant s'adjoindre à la consommation des ménages ; elle sera toutefois tempérée par la poursuite des politiques d'assainissement des finances publiques.

En France la croissance du PIB atteindrait 2,8 % en 1987, grâce à la reprise de la demande extérieure et à la bonne tenue de la demande interne. L'investissement des entreprises s'accélénera et surtout se diffusera à l'ensemble des activités, gagnant les petites et moyennes entreprises. Des profits encore en hausse et une demande finale soutenue se combineront pour que les entreprises étendent leurs dépenses d'équipement, tout en se désendettant. Le revenu réel des ménages pourrait encore progresser au rythme de 3 % l'an, et permettre que la consommation s'élève en même temps que le taux d'épargne. L'Etat pourra comprimer son déficit tout en allégeant la fiscalité.

Cependant l'excédent commercial dégagé en 1986 laisserait place à un quasi-équilibre l'an prochain, du fait d'une nouvelle contraction du solde industriel et, malgré une légère croissance des effectifs employés, la montée du chômage ne serait pas enrayée.

(*) 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 Jacques Adda, Philippe Aroyo, Véronique Riches et Richard Wind et la partie française par Françoise Milewski, avec la collaboration de Catherine Dujust, Alain Gubian et Véronique Przedborski.

L'environnement international

Nombre de prévisions formulées pour l'économie mondiale au début du printemps anticipaient une croissance rapide de l'activité économique dans les pays de l'OCDE. Elles ont été notablement révisées à la baisse au milieu de l'année, notamment lorsqu'elles émanent des organismes internationaux. Certes les estimations chiffrées disponibles pour le premier semestre font apparaître une croissance lente aux Etats-Unis et une stagnation au Japon. Mais faut-il en conclure pour autant que le contre-choc pétrolier n'exerce guère d'effets bénéfiques sur l'activité, voire même qu'il contribue à transformer la désinflation en déflation ? Telle n'est pas l'analyse développée ici.

Assurément il ne fallait pas attendre de la baisse du prix du pétrole une vague d'expansion économique. Comme le soulignait la précédente chronique de l'OFCE ⁽¹⁾, l'économie mondiale ne revenait nullement à son point de départ de l'année 1973. Outre le fait que les déséquilibres accumulés au cours des années soixante-dix n'avaient pas été pleinement apurés, de nouveaux déséquilibres étaient apparus durant les premières années quatre-vingt, principalement aux Etats-Unis. Pour avoir mis trop d'espairs dans les conséquences de la baisse du prix du pétrole, certains observateurs risquent aujourd'hui de passer d'un excès d'optimisme à un excès de pessimisme.

Par ailleurs, si les effets bénéfiques en termes d'activité économique nous semblent toujours appelés à être importants, sans pour autant être considérables, leur réalisation s'opère malaisément pour deux raisons principales. La première concerne les délais. La réaction des volumes d'offre et de demande aux baisses de prix semble plus lente que nous ne l'avions estimé dans la précédente chronique, et les comportements attentistes se sont prolongés en raison notamment des perturbations du marché pétrolier et de la baisse accentuée des cours des matières premières. La seconde raison est la disparité des situations à l'intérieur de l'OCDE, résultant à la fois des choix intérieurs de politique économique et de l'ampleur des mouvements de taux de change. La croissance japonaise semble devoir être faible en 1986, en dépit de l'ampleur de l'amélioration des termes de l'échange.

La lenteur de la croissance économique dans les pays de l'OCDE au premier semestre 1986 découle à la fois de causes communes et de

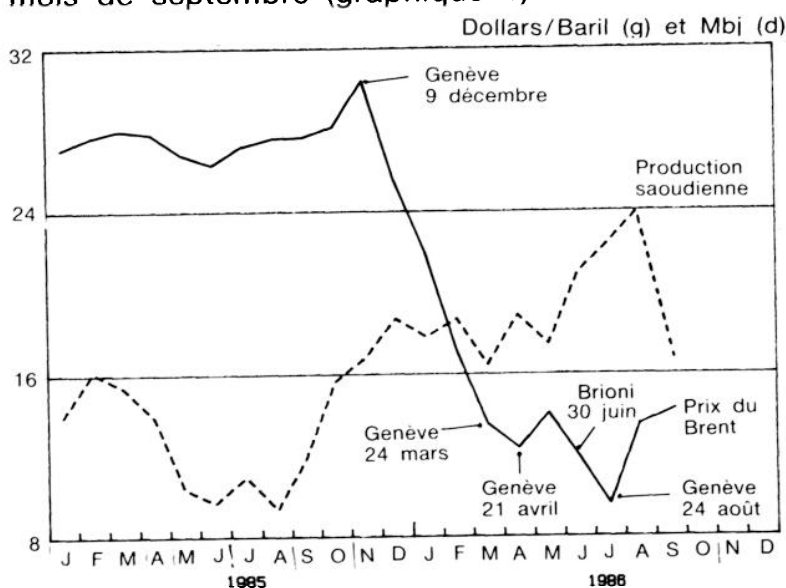
(1) « L'onde de contre-chocs », département des diagnostics, revue *Observations et diagnostics économiques* n° 15, avril 1986.

circonstances propres à chacun des pays, circonstances qui laissent attendre des accélérations très inégales, en ampleur et en durée, de l'activité économique au cours des prochains semestres, cependant que la plupart des pays en voie de développement resteront confrontés à des situations difficiles.

Au premier semestre 1986 la croissance économique mondiale est demeurée modeste

Le prix du pétrole a baissé jusqu'en juillet

Le prix du pétrole exprimé en dollar avait entamé en décembre 1985 un mouvement de très forte baisse. Le prix spot du Brent est tombé de 28,5 dollars le baril en novembre 1985 à 12,5 en avril 1986. Une remontée temporaire en mai a été suivie d'une nouvelle chute jusqu'au point bas de 10 dollars en juillet (en moyenne mensuelle). La reprise amorcée ensuite l'a conduit à 15 dollars en septembre (dernier mois connu). Si en longue période l'évolution des prix est, en dernière instance, largement déterminée par celles de l'offre et de la demande ⁽²⁾, les mouvements de très court terme en revanche ont répondu non seulement à des phénomènes transitoires d'offre (grève sur les plateformes norvégiennes en avril, diminution de la production britannique en mai-juin en raison des travaux de maintenance, évolution de la guerre Iran-Irak), mais aussi aux anticipations des agents quant à la stratégie des acteurs en présence. Ainsi les réunions successives de l'OPEP ont lourdement pesé sur l'évolution des prix au cours des trimestres récents. C'est à la suite de la réunion de Genève du début de décembre 1985 que le prix du pétrole a commencé à baisser, soit bien après l'augmentation de la production saoudienne qui avait commencé dès le mois de septembre (graphique 1). L'échec des conférences suivantes



Source : Petroleum Economist.

1. Une comparaison de la production saoudienne et du prix du pétrole

(2) Cf. « La baisse du prix du pétrole : quelles perspectives pour l'OPEP et quelles retombées pour le Tiers Monde ? » J. Adda, revue *Observations et diagnostics économiques* n° 16, juillet 1986, dans le présent numéro : J.-M. Jeanneney : Prix récents des matières premières et du pétrole.

(Genève en mars puis en avril, Brioni en juin) s'est traduit par une poursuite de la baisse du prix. La remontée en mai a été due à la conjonction des diminutions temporaires des productions norvégienne et britannique d'une part, à des anticipations provoquées par la catastrophe de Tchernobyl d'autre part. C'est à la suite de l'accord de la conférence de Genève du 4 août que le prix a amorcé un véritable redressement, alors même que l'Arabie Saoudite avait depuis plusieurs semaines à nouveau accru sa production.

Par cet accord du 4 août douze des treize pays de l'OPEP (l'Irak n'y étant pas associé) se sont engagés à respecter pour les mois de septembre et octobre 1986 des quotas de production identiques à ceux d'octobre 1984 (tableau 1). Si cet accord était reconduit au début d'octobre les gains de part de marché de l'OPEP pour l'ensemble de l'année 1986 pourraient s'élever à près de 2 millions de barils par jour, soit une production supérieure de 12 % à celle de 1985. L'accord du 4 août ne constitue donc nullement un revers pour l'Arabie Saoudite. Celle-ci avait produit à hauteur de son quota dès le début de l'année 1986 ; l'augmentation ultérieure de sa production lui a permis de négocier son quota en partant d'un niveau supérieur, plutôt que d'avoir à préserver une situation acquise.

1. La production pétrolière de l'OPEP

Millions de barils/jour

	Production						Quotas octobre 1984	Capacité de production fin 1985
	1985				1986			
	I	II	III	IV	I	II (*)		
Arabie saoudite	3,8	2,8	2,7	4,3	4,4	4,8	4,4	10,8
Autres pays du Golfe	2,6	2,4	2,5	2,7	2,9	3,3	2,2	6,0
Autres OPEP	9,7	9,8	10,0	10,9	10,1	10,6	9,4	19,7
Total OPEP	16,1	15,0	15,2	17,9	17,4	18,7	16,0	36,5

Source : Petroleum Economist.

(*) Au second trimestre 1986 les autres principaux producteurs ont été : l'URSS (12,4) ; les Etats-Unis (10,4) ; le Mexique (2,8) ; le Royaume-Uni (2,5).

Cette reprise en main du marché a été rendue possible, entre autres, par le comportement de stockage des pays industriels, qui ont fortement gonflé leurs stocks dès le deuxième trimestre 1986, sans donc attendre une baisse ultérieure des prix ou le nécessaire réapprovisionnement avant l'hiver. Il s'agit là des stocks « primaires », c'est-à-dire de ceux détenus hors mer par les Etats et les compagnies pétrolières. L'Agence internationale pour l'énergie ne peut fournir de statistiques sur les autres stocks : ceux détenus par les intermédiaires et les utilisateurs finaux. La plupart des informations disponibles font état cependant d'un niveau particulièrement élevé de ces stocks dits « secondaires et tertiaires ». Il est, dans ces conditions, malaisé de préciser quel a été le partage entre consommation et stockage dans la reprise de la demande de pétrole survenue au premier semestre. Quoiqu'il en soit, dans ces

conditions d'offre et de demande, le prix effectif du baril de pétrole exprimé en dollar tend à s'aligner sur le prix spot du Brent depuis le printemps. Il est au troisième trimestre 1986 inférieur en moyenne à la moitié du niveau auquel il se situait au début de 1985. Lorsqu'il est exprimé dans les monnaies qui se sont appréciées vis-à-vis du dollar (tableau 2), il est inférieur au tiers.

2. Le prix effectif du baril de pétrole

Moyennes trimestrielles

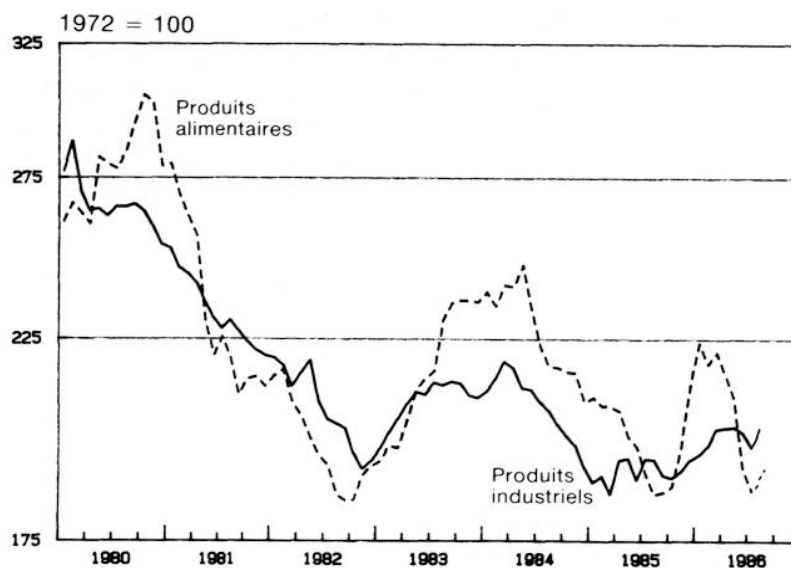
	1 ^{er} trimestre 1985	4 ^e trimestre 1985	3 ^e trimestre 1986
En dollar	28,2	27,5	13,0
En yen	7 280	5 700	2 020
En DM	91,9	71,0	27,0
En francs	281	217	88

Sources : Petroleum Economist, estimations OFCE.

Le prix des matières premières non énergétiques a recommencé à baisser depuis le mois d'avril

Le prix des matières premières non énergétiques avait entamé en octobre 1985 un mouvement de hausse rapide principalement dû aux boissons tropicales (café), en partie expliqué par la dépréciation du dollar. Habituellement les cours des matières premières exprimés en dollar enregistrent des fluctuations de sens opposé à celles du taux de change du dollar relativement aux principales monnaies des pays industrialisés, mais non nécessairement d'ampleur identique. Ce phénomène de compensation partielle ou de surcompensation s'explique par la rapidité des ajustements opérés sur les marchés (à terme) où s'établissent les cours des matières premières. Or il a cessé de jouer au début du deuxième trimestre 1986, en raison de la vigueur des causes structurelles (diminution de l'intensité en matières premières des productions industrielles notamment) et temporaires (ampleur des stocks) tendant à faire baisser les cours des matières premières. La chute qui s'est amorcée en avril (graphique 2) a surpris les observateurs, notamment les organisations internationales. Celles-ci prévoyaient au début de l'année la poursuite du mouvement de hausse au moins jusqu'à la fin de 1986 et, en conséquence, une augmentation du prix en dollar de l'ensemble des matières premières non énergétiques de 10 % entre le niveau moyen de 1985 et celui de 1986. Or il apparaît désormais peu vraisemblable que cette augmentation dépasse 4 %, car l'effet conjugué du redressement de l'activité économique aux Etats-Unis et de la croissance européenne sur le cours des matières premières industrielles sera sans doute limité.

2. Les cours des matières premières non énergétiques en dollars



Source : HWWA.

Le dollar a continué à se déprécier vis-à-vis de nombreuses monnaies

La précédente chronique de conjoncture retenait en matière de taux de change une hypothèse technique, assortie d'un doute. L'hypothèse consistait en une quasi stabilisation jusqu'à la fin de l'année 1986 des cours du yen et du DM vis-à-vis du dollar aux niveaux atteints en mars, soit 180 yens et 2,20 DM. Le doute était que la tendance de moyen terme ⁽³⁾ soit rejointe dès l'année 1986, soit une plage de 150 à 160 yens et 1,8 à 1,9 DM. Cette tendance a de fait été rejointe dès le mois de juillet par le yen. En septembre (dernier mois connu) les cours se sont établis à 155 yens et 2,05 DM. En un an et demi, depuis les points bas atteints en mars 1985, ces monnaies se sont donc appréciées d'un peu plus de 60 % vis-à-vis du dollar.

Les réajustements au sein du SME au cours de ces douze mois étant demeurés d'ampleur limitée, les monnaies qui en font partie ont suivi vis-à-vis du dollar une évolution comparable à celle du DM. Le 6 avril les cours pivot du DM et du florin ont été réévalués de 3 %, ceux du franc belge et de la couronne danoise de 1 % ; la livre irlandaise et la lire italienne sont restées inchangées ; le cours pivot du franc français a été dévalué de 3 %. Puis le 2 août la livre irlandaise a été dévaluée de 8 %. La livre sterling en revanche a cessé de s'apprécier vis-à-vis du dollar depuis le mois de mai, les autorités monétaires britanniques n'ayant pas tenté de compenser par une hausse des taux d'intérêt les pressions subies par le cours du change en raison de l'évolution du prix du pétrole. En conséquence la lire vaut 1,47 dollar en septembre 1986 au lieu de 1,39 un an auparavant, soit une appréciation de 6 % seulement. Durant la même période elle s'est dépréciée de près de 25 % vis-à-vis du DM.

(3) Cf. Chronique de conjoncture p. 21, revue *Observations et diagnostics économiques* n° 15, avril 1986.

Par ailleurs les pays en voie de développement poursuivent des stratégies différenciées en matière de taux de change vis-à-vis du dollar : dépréciation dans de nombreux pays latino-américains, stabilité dans de nombreux pays asiatiques. Le dollar canadien n'a pas enregistré de fluctuations majeures depuis un an. Au total, de septembre 1985 à septembre 1986, le dollar s'est déprécié d'environ 15 % vis-à-vis des monnaies du reste du monde.

Les prix à l'exportation des produits manufacturés reflètent des efforts inégaux quant aux marges

Les différents éléments qui viennent d'être évoqués, joints à l'évolution modérée des salaires, ont permis un ralentissement de la hausse — voire une baisse — des coûts de production de l'industrie manufacturière dans les pays industrialisés. La répercussion sur les prix a été inégale, car les comportements de marge se différencient, entre marchés nationaux et marchés à l'exportation, et aussi selon les secteurs industriels.

En RFA, pour l'ensemble de l'industrie manufacturière, la diminution des prix de production est moindre que celle des coûts, les industriels ayant accru leurs marges. Entre le deuxième trimestre 1985 et le deuxième trimestre 1986 le coût salarial unitaire a augmenté de 3 %, car une augmentation faible de la productivité du travail (1,7 %) n'a que partiellement compensé la hausse des salaires nominaux. Mais la baisse des prix de l'énergie, des matières premières et des produits intermédiaires a plus qu'effacé ce mouvement, de sorte que le coût moyen de production a diminué de près de 10 %. Les prix à la production, eux, n'ont baissé que de 3 %. Les prix à l'exportation ont cessé depuis le deuxième trimestre 1985 d'augmenter plus rapidement que les prix à la production ; ils s'abaissent depuis lors à un rythme identique. Cela ne signifie pas que les industriels allemands, en dépit de l'appréciation de leur monnaie, accroissent autant leurs marges sur les marchés extérieurs que sur le marché intérieur. Une réduction est au contraire consentie, mais dans les seuls secteurs des biens d'équipement et des biens de consommation (tableau 3).

3. L'évolution des prix des produits manufacturés en RFA en un an 2^e trimestre 1986/2^e trimestre 1985, en %

	Prix à la production	Prix à l'exportation
Biens d'équipement	+ 2,1	- 0,3
Biens de consommation	+ 1,0	- 1,0
Biens intermédiaires	- 12,2	- 10,0
Total biens manufacturés	- 3,0	- 3,0

Source : Bundesbank.

Au-delà de ces phénomènes sectoriels l'évolution globale fait apparaître des comportements différenciés selon les pays et les périodes. Les entreprises japonaises ont fortement comprimé leurs marges à l'exportation, afin de compenser en partie la dégradation de compétitivité imputable à l'appréciation du yen (tableau 4). Le Royaume-Uni, qui consentait lui aussi des efforts en ce sens au second semestre 1985, a cessé de le faire lorsque sa monnaie a commencé à se déprécier. Les Etats-Unis, à l'opposé du Japon, profitent de la dépréciation de leur monnaie pour accroître leurs marges sur les marchés étrangers, au point que durant le premier semestre 1986 le prix des exportations a augmenté, alors que le prix à la production diminuait.

4. Variations des prix des produits manufacturés

En pourcent

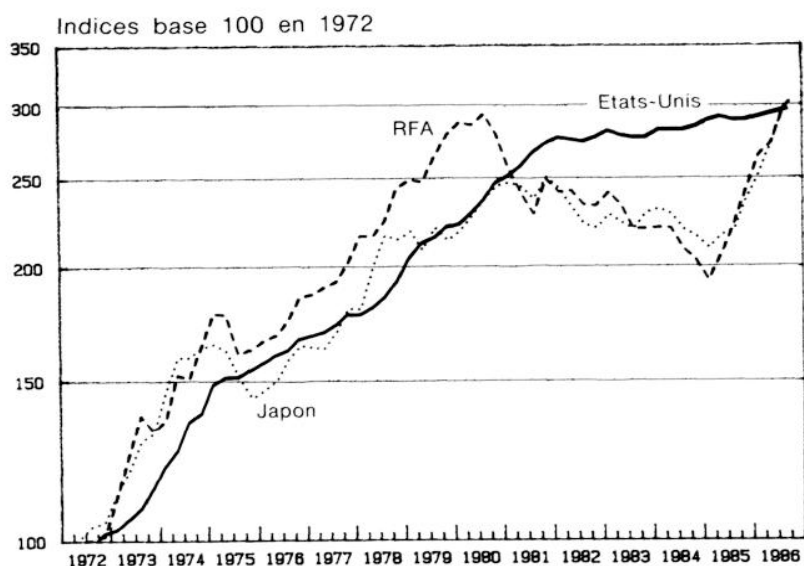
		$\frac{T 4 1985}{T 2 1985}$	$\frac{T 2 1986}{T 4 1985}$
Japon	Prix à la production	- 1,3	- 2,8
	Prix à l'exportation	- 9,6	- 5,3
RFA	Prix à la production	- 0,6	- 2,5
	Prix à l'exportation	- 1,2	- 1,9
Royaume-Uni	Prix à la production	+ 1,8	+ 2,4
	Prix à l'exportation	- 1,4	+ 2,8
Etats-Unis	Prix à la production	0	- 4,1
	Prix à l'exportation	- 0,8	+ 1,6
France	Prix à la production	- 1,5	+ 1,0
	Prix à l'exportation	- 1,4	- 3,0

Sources : Séries nationales et OCDE Série A.

Les prix à l'exportation de produits manufacturés exprimés en monnaie nationale suivent donc depuis le deuxième trimestre 1985 des évolutions très modérées, souvent même en baisse. Mais, en raison de la dépréciation du dollar amorcée à ce moment-là, ces prix, convertis en dollar et agrégés pour former le prix du commerce mondial de produits manufacturés, ont recommencé à augmenter très fortement : + 12 % entre le deuxième et le quatrième trimestres 1985, + 10 % entre le quatrième trimestre 1985 et le deuxième trimestre 1986, soit une hausse de 23 % en l'espace d'un an. Cette variation du prix des exportations, et donc des importations, mondiales, est en partie illusoire et en partie économiquement significative. Pour les pays autres que les Etats-Unis, qui exportent et importent des produits manufacturés, il n'y a ni dégradation des termes de l'échange ni inflation importée. En revanche les pays qui exportent des matières premières et importent des produits manufacturés subissent une perte de pouvoir d'achat. Nombre de pays en voie de développement sont dans ce cas, ainsi que des pays tels que l'Australie ou, dans une moindre mesure, le Canada.

L'ambiguïté de ces indicateurs incite par ailleurs à observer une certaine prudence dans les conclusions que l'on peut tirer en matière

de compétitivité-prix entre les grands pays industrialisés. Convertis en dollar les prix à l'exportation du Japon et de la RFA ont, à la mi-1986, une position vis-à-vis des prix américains comparable à celle de 1972 et du début de 1981 (graphique 3). Mais cela ne signifie pas que, sur tous les marchés, les prix relatifs de ces trois pays soient redevenus identiques à ceux de ces périodes antérieures. Par conséquent il faut s'attendre certes à une modification des parts de marché, mais non à leur bouleversement.



3. Les prix à l'exportation de produits manufacturés exprimés en dollars

Sources : Comptes nationaux, OCDE série A.

Dans la plupart des pays industrialisés désinflation et gains de termes de l'échange se sont poursuivis...

La baisse des prix mondiaux du pétrole en dollar a provoqué une baisse du prix de cette énergie dans tous les pays industriels, qu'ils en soient producteurs (Etats-Unis et Royaume-Uni notamment) ou non. Elle a en outre été accentuée dans les pays dont la monnaie s'est appréciée vis-à-vis du dollar. En revanche elle a au stade de l'utilisation finale été amoindrie par le jeu des marges des compagnies pétrolières et des prélèvements fiscaux ou parafiscaux (tableau 5).

5. Variation en un an du prix en monnaie locale de certains produits pétroliers

Mai 1986/mai 1985, en pourcent

	Essence	Chauffage	Fuel lourd
Italie	- 4,8	- 18,6	- 64,9
Japon	- 11,7	- 12,8	- 34,2
Royaume-Uni	- 18,2	- 39,6	- 60,8
RFA	- 26,2	- 58,9	- 63,5
Etats-Unis	- 29,0	- 35,1	- 46,9
France	- 16,1	- 44,0	- 43,5

Source : AIE.

Les prix à la production et à l'importation des produits manufacturés ont décéléré ou diminué. Les marges des commerces ont certes été accrues dans la plupart des pays, tandis que les prix des services continuaient à augmenter, mais au total la hausse des prix à la consommation a généralement enregistré un nouveau ralentissement (tableau 6).

6. Variation des prix à la consommation dans les grands pays industrialisés

En pourcent

	$\frac{T 2 \ 1985}{T 4 \ 1984}$	$\frac{T 4 \ 1985}{T 2 \ 1985}$	$\frac{T 2 \ 1986}{T 4 \ 1985}$
	Etats-Unis	+ 1,7	+ 1,5
RFA	+ 1,7	+ 0,1	- 0,2
Japon	+ 1,0	+ 1,0	- 0,1
Pays-Bas	+ 1,2	+ 0,5	- 0,1
Belgique	+ 3,2	+ 0,9	+ 0,4
Royaume-Uni	+ 4,5	+ 1,0	+ 1,7
Italie	+ 5,0	+ 3,4	+ 3,0
France	+ 3,2	+ 1,6	+ 1,8

Sources : Sources nationales, OCDE.

Les salaires nominaux ont décéléré moins rapidement que les prix, lorsqu'ils l'ont fait. Dans tous les cas il en est résulté une augmentation du pouvoir d'achat des salaires. Les ménages ont donc bénéficié d'une partie du contre-prélèvement extérieur résultant du jeu des prix, qui a par ailleurs permis d'améliorer les marges des entreprises considérées comme un tout. A un niveau plus fin, dans la mesure où les gains de termes de l'échange résultent d'une baisse du prix des importations plus rapide que celle du prix des exportations, toutes les entreprises n'en ont pas nécessairement bénéficié. Celles qui exportent beaucoup de produits finis et importent peu de matières premières ont pu se trouver défavorisées, ce qui est notamment le cas de nombreuses PME japonaises travaillant en sous-traitance pour des grandes entreprises qui ne leur ont pas répercuté toutes les baisses de coûts. Globalement les gains de termes de l'échange ont été considérables au Japon et en RFA au cours du premier semestre (tableau 7).

7. Variation des termes de l'échange

Prix des exportations/prix des importations, en pourcent

	Japon	RFA	Etats-Unis	Royaume-Uni	France
2 ^e trimestre 1985/4 ^e trimestre 1984	+ 3,2	+ 0,2	+ 5,4	+ 0,9	+ 3,7
4 ^e trimestre 1985/2 ^e trimestre 1985	+ 8,0	+ 6,5	- 2,7	+ 3,9	+ 0,9
2 ^e trimestre 1986/4 ^e trimestre 1985	+ 37,0	+ 14,5	+ 0,7	+ 0,9	+ 10,2

Sources : Comptes nationaux, OCDE.

... les politiques économiques n'ont pas tenté d'accélérer la croissance économique spontanée qui en découlait

Les politiques économiques ne se sont guère assouplies dans les pays de l'OCDE depuis le début de l'année 1986.

Les autorités américaines ont poursuivi une politique monétaire relativement accommodante. L'objectif concernant M1 a été abandonné officiellement après avoir été largement dépassé durant les premiers mois de l'année ; toutefois cet agrégat n'a plus guère de signification. M2 et M3 sont restées jusqu'en septembre à l'intérieur des fourchettes qui leur avaient été assignées en début d'année, c'est-à-dire une croissance comprise entre 6 et 9 % ; M3 en est sortie à la fin septembre. De manière générale les agrégats monétaires peuvent sembler augmenter excessivement vite si l'on s'en tient à ceux qui couvrent un champ restreint. Mais observée plus largement la croissance monétaire reste modérée. Ainsi en RFA la quantité de monnaie Banque centrale dépasse assurément la fourchette (3,5 à 5,5 %) fixée pour 1986 ; mais l'agrégat M3 n'a augmenté entre janvier et juillet qu'à un rythme annuel de 4,5 %. Qui plus est les taux d'intérêt donnent une vision moins expansive des politiques monétaires que ne le font les quantités de monnaie. Les taux d'intérêt nominaux ont certes continué à diminuer aux Etats-Unis depuis le début de l'année ; mais le ralentissement de l'inflation a laissé les taux d'intérêt réels inchangés. Il en va de même au Japon. En RFA les taux d'intérêt réels ont même tendance à s'élever en raison de la faiblesse de la diminution des taux nominaux (tableau 8).

8. Quelques ordres de grandeur concernant les taux d'intérêt à court terme

En pourcent

		Septembre 1985	Mars 1986	Septembre 1986
Taux nominaux	Etats-Unis ...	7,9	7,8	6,0
	RFA	4,7	5,3	4,5
	Japon	6,1	5,5	4,5
	France	9,6	8,6	7,1
Indicateur de taux réel (*)	Etats-Unis ...	4,8	4,9	4,9
	RFA	2,5	4,6	5,0
	Japon	4,0	4,0	4,0
	France	4,0	5,0	5,0

Sources : Séries nationales, OCDE.

(*) Taux nominal - glissement sur 12 mois des prix à la consommation.

Aux Etats-Unis le déficit fédéral sera plus ample qu'il n'avait été initialement prévu en raison d'une croissance économique plus lente que ne l'avaient envisagé les autorités (4). Le budget n'est donc pas

(4) Cf. Philippe Sigogne et Philippe Aroyo « Etats-Unis : la courte-échelle », revue *Observations et diagnostics économiques* n° 16, juillet 1986.

restrictif, en dépit des résolutions qui avaient suivi le vote de la loi Gramm-Rudman ; mais il ne redevient pas expansif pour autant.

Le non-événement le plus important, le plus controversé aussi, est en la matière l'absence de mesures de relance en RFA et au Japon. Pas plus dans le domaine budgétaire que dans celui de la politique monétaire ces deux pays n'acceptent de répondre favorablement aux demandes de plus en plus insistantes des Etats-Unis. Les raisons invoquées par les deux pays diffèrent sur quelques points, mais elles ont pour caractéristique commune le refus de provoquer sciemment chez eux des déséquilibres macro-économiques pour contrebalancer ceux des Etats-Unis. Un assainissement américain leur paraît plus judicieux qu'une généralisation de situations malsaines.

En RFA une politique de relance est présentée comme inutile et dangereuse. Les grandes lignes de l'argumentation des autorités économiques sont les suivantes. La relance serait inutile, car la croissance économique a redémarré dès le deuxième trimestre avec une augmentation du PIB de 3,5 %, faisant beaucoup plus que compenser la baisse de 1 % du premier trimestre ; il suffit donc à présent de laisser jouer les mécanismes spontanés. Elle serait en outre dangereuse à plusieurs titres. Tout d'abord l'inflation persiste à être menaçante, car c'est la baisse du prix de l'énergie qui a provoqué les bons résultats observés depuis quelques mois ; dès qu'elle cessera les prix à la consommation retrouveront leur rythme sous-jacent, c'est-à-dire une progression annuelle de 2 %. La Bundesbank insiste beaucoup sur ce point. Ensuite relancer la consommation des ménages par la voie budgétaire ou par la baisse des taux d'intérêt ne permettrait nullement, contrairement à ce que prétendent les Etats-Unis, de réduire le chômage en RFA. D'une part les taux d'utilisation des capacités productives étant proches de leur maximum, seule une croissance de l'investissement peut autoriser celle de l'emploi. D'autre part la consommation des ménages a un fort contenu en importations. Enfin la réduction du déficit budgétaire opérée au cours des années récentes doit être poursuivie en raison de l'ampleur du stock de la dette publique, qui résulte des mesures de relance budgétaire adoptées durant la seconde moitié de la décennie soixante-dix. Toutes ces raisons font qu'aucune mesure n'est venue renforcer les réajustements fiscaux de janvier, dont l'impact se confirme être d'autant plus modéré qu'ils ont été en partie compensés par un relèvement des cotisations sociales et une réduction de certaines dépenses publiques.

Au Japon aussi l'argument du stock de la dette publique est présenté comme l'un des plus importants. Ce pays fait en outre valoir que les Etats-Unis lui demandent de relancer la demande intérieure tout en l'ouvrant plus largement aux marchandises étrangères, c'est-à-dire dans un but autre que la croissance de la production et de l'emploi nippon. Or, en raison de l'évolution défavorable du commerce extérieur induite par l'appréciation du yen, le PNB a diminué au premier trimestre et n'a que légèrement augmenté au deuxième. Cette argumentation n'est pas remise en cause par les mesures budgétaires annoncées en septembre 1986. Celles-ci sont en effet en partie symboliques ; l'ampleur apparente des sommes en jeu masque le fait que nombre de mesures consistent à confirmer la poursuite de programmes déjà engagés.

Cette croissance a été lente en raison des comportements des agents intérieurs privés...

La lenteur de la croissance économique est, surtout en Europe, en partie imputable à des délais de réaction et à des comportements attentistes.

Le surcroît de pouvoir d'achat des ménages dégagé par le ralentissement des prix à la consommation n'a pas été immédiatement dépensé, mais s'est traduit durant les premiers mois de l'année par un gonflement du taux d'épargne ; l'inverse s'est produit dès le deuxième trimestre dans de nombreux pays. En RFA la consommation des ménages (cvs à prix constants) n'avait progressé que de 0,5 % au premier trimestre, tandis que le taux d'épargne s'élevait à 13,9 % (contre 12,6 % au quatrième trimestre 1985). Au deuxième trimestre elle a augmenté de 2,5 %, cependant que le taux d'épargne tombait à 12,5 %. L'évolution des entrées en commandes de biens de consommation à destination du marché intérieur montre que les détaillants ont été confiants dans une nouvelle et forte hausse de la consommation au troisième trimestre. Au Royaume-Uni la consommation des ménages a progressé de 1,8 % au deuxième trimestre, après 0,7 % au premier, tandis que le taux d'épargne tombait de 11,7 % à 10,7 %. L'évolution des ventes au détail laisse ici aussi estimer une progression importante de la consommation au troisième trimestre.

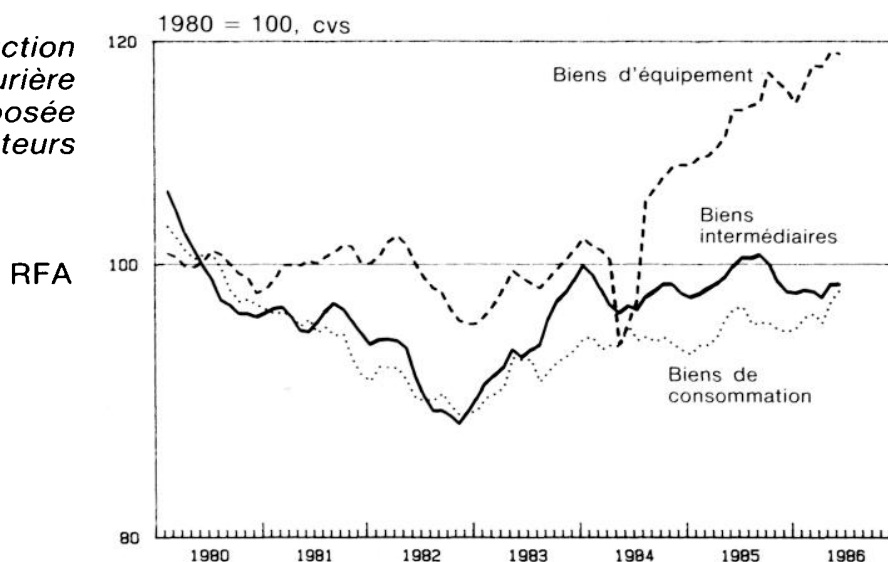
Des comportements plus délibérément attentistes sont le fait des entreprises. Ils se manifestent en partie dans l'investissement, en l'absence de perspectives claires concernant la demande finale. Mais l'investissement est tributaire de nombreux autres déterminants, de sorte que son évolution diffère d'un pays à l'autre. En RFA le rebondissement de 6,5 % du deuxième trimestre fait suite à une chute de 3,5 % qui n'était pas seulement motivée par l'expectative : les fortes fluctuations observées depuis l'été 1985 résultent largement des à-coups temporels suscités par les mesures fiscales. Au Royaume-Uni la FBCF productive a chuté au deuxième trimestre, car le cycle d'investissement touche à sa fin après le boom de l'année 1984 et des premiers mois de l'année 1985.

Le comportement attentiste des entreprises, qui contrairement à celui des ménages s'est poursuivi durant le deuxième trimestre, a pour points d'application principaux les stocks et les productions de biens intermédiaires⁽⁵⁾. La baisse des prix du pétrole et des autres matières premières et l'acuité de la concurrence internationale ont entraîné une baisse des prix de production de nombreux biens intermédiaires (produits chimiques, métaux ferreux et non ferreux...). Tant que les anticipations de prix sont orientées à la baisse, les industries situées en aval retardent leurs achats. Les stocks de produits intermédiaires, qu'ils soient situés chez les producteurs ou chez les acheteurs, diminuent ; la production baisse ou se maintient à bas niveau. Ce phénomène est amplifié en Europe par le commerce extérieur, exportations et importations intra-européennes de biens intermédiaires se contractant. Les industries utilisant les biens intermédiaires ont tendance à ne pas

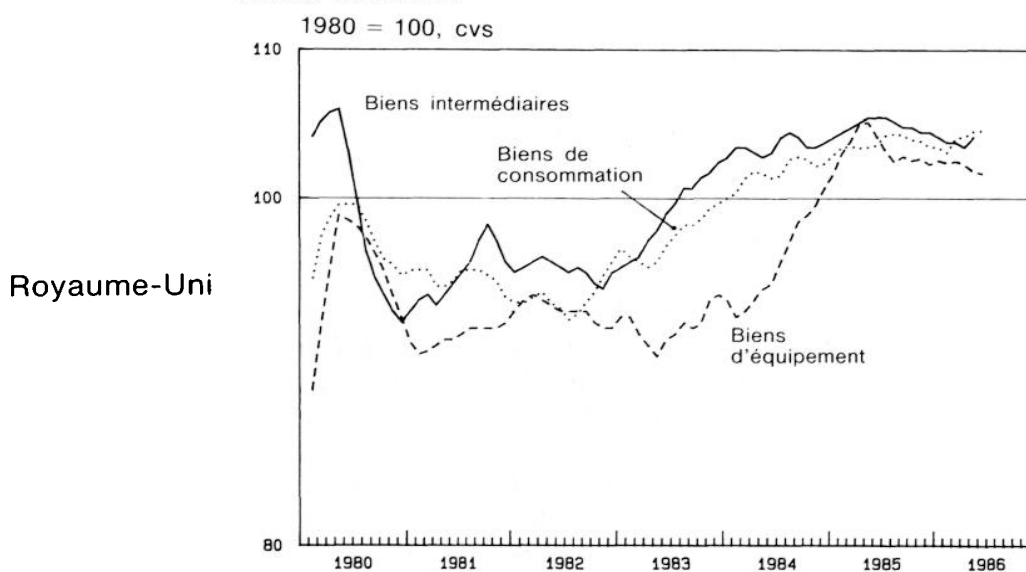
(5) Cf. Philippe Sigogne « L'arrivée des bonnes nouvelles », Lettre de l'OFCE n° 37, septembre 1986.

constituer de stocks de produits finis au-delà du minimum nécessaire pour satisfaire la demande telle qu'elle est anticipée. En conséquence les productions de biens d'équipement ⁽⁶⁾ et de biens de consommation ne s'accroissent que modérément, tandis que celle des biens intermédiaires diminue (au Royaume-Uni la diminution de l'investissement intérieur, jointe à une mauvaise compétitivité, provoque en outre une baisse de la production de biens d'équipement) (graphique 4). Ce comportement est d'autant plus prononcé que le rythme de l'inflation est faible. En Italie, où la baisse des prix du pétrole et des matières premières a simplement permis de ramener l'inflation à un rythme annuel de 6 %, il n'a pas joué. La production de biens intermédiaires, comme celle des autres biens, y est restée croissante durant les cinq premiers mois de l'année. Les effets en volume du contre-choc pétrolier s'y sont donc manifestés de manière quasi instantanée, et un ralentissement apparaît depuis juin.

4. La production manufacturière décomposée par secteurs



Source : Bundesbank.



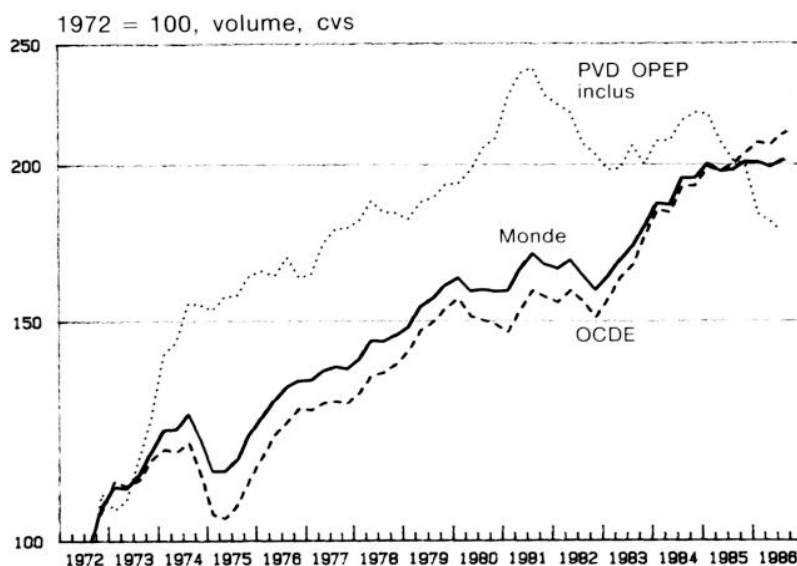
Source : CSO.

(6) En RFA les automobiles sont incluses dans la production de biens d'équipement. La croissance de cette production est donc largement tirée par celle de la consommation des ménages.

Ce comportement attentiste s'observe aussi au Japon. En revanche aux Etats-Unis, où les anticipations de prix se sont orientées à la hausse dès le deuxième trimestre, la production de biens intermédiaires s'accroît, tandis que celle de biens d'équipement diminue.

... et du marasme du commerce mondial de produits manufacturés

Les échanges mondiaux de produits manufacturés ont stagné au premier trimestre 1986 et diminué de près de 1 % au deuxième (chiffres cvs, à prix constants). Un redressement semble s'être opéré au troisième trimestre, leur faisant rejoindre le niveau de la fin de 1985. Ce marasme est imputable à la chute des importations du COMECON et surtout des pays en voie de développement ; la croissance des importations de l'OCDE est tout juste parvenue à la compenser (graphique 5).



5. Les importations de produits manufacturés

Sources : Séries nationales, OCDE série A, estimations OFCE.

La bonne tenue des importations de l'OCDE a été largement imputable à celles des Etats-Unis qui, au-delà d'un cheminement heurté et statistiquement incertain au mois le mois, ont progressé de plus de 7 % au premier semestre (à prix constants, cvs, relativement au deuxième semestre 1985). Ce rythme est le double de celui de la croissance des importations de la CEE et reflète une pénétration accrue du marché intérieur (graphique 6). Cette pénétration s'est opérée en dépit de la dépréciation du dollar entamée depuis plus d'un an vis-à-vis du yen et des monnaies européennes. L'une des explications avancées pour rendre compte de ce paradoxe est, outre la longueur des délais de réaction des volumes aux prix, le rôle des quatre NPI asiatiques (Corée du Sud, Taïwan, Hong-Kong et Singapour). Ceux-ci, ayant lié leur taux de change au USD, ont gagné aux Etats-Unis des parts de marché sur leurs concurrents américains, japonais et européens. Les chiffres désormais disponibles pour le premier semestre 1986, certes encore provisoires et qu'il convient d'interpréter avec prudence en raison de leur manque de détail sectoriel, suggèrent toutefois une autre explication complémentaire : une percée de la RFA sur le marché américain

(tableau 9). Certes une partie de la croissance des exportations allemandes est due à une hausse des prix en dollars plus importante que celle des NPI si bien que la performance est sans doute moins remarquable en volume qu'en valeur, mais elle est néanmoins substantielle.

9. Quelques indications chiffrées concernant les importations américaines

En dollars, chiffres non cvs, en pourcent

		$\frac{T 1 \ 1986}{T 4 \ 1985}$	$\frac{T 2 \ 1986}{T 1 \ 1986}$	$\frac{T 1 \ 1986}{T 1 \ 1985}$	$\frac{T 2 \ 1986}{T 2 \ 1985}$
Importations de produits manufacturés en provenance de toutes zones		+ 7,8	+ 0,5	+ 13,3	+ 10,5
Importations toutes marchandises	Japon	+ 14,0	- 4,0	+ 20,9	+ 9,5
	RFA	+ 12,1	+ 3,5	+ 20,1	+ 24,5
	4 NPI asiatiques	+ 8,3	- 4,5	+ 8,0	+ 7,0
	France	- 0,5	+ 10,7	+ 12,0	+ 4,5

Sources : OCDE série A, estimations OFCE.

Cette interprétation est confortée par l'observation des parts de marché réalisées à l'exportation dans le monde entier, calculées en indice (indice des exportations du pays/indice des importations mondiales, à prix constants, cvs, produits manufacturés). Tandis que le Japon enregistre un net recul la RFA poursuit sa progression (tableau 10).

10. Les parts de marché à l'exportation des principaux exportateurs mondiaux

Indices de volume base 100 en 1972, cvs, moyennes semestrielles

	1980. I	1984		1985		1986
		I	II	I	II	I
Etats-Unis	114,1	80,8	81,0	79,2	78,1	79,7
Japon	116,5	127,6	128,4	126,2	131,2	127,5
RFA	90,4	91,9	94,1	95,5	95,7	96,8
France	111,6	110,2	107,6	105,8	104,6	103,7

Sources : Séries nationales, OCDE série A, estimations OFCE.

Les résultats relativement médiocres des NPI asiatiques sur le marché américain s'expliquent par le protectionnisme grandissant qui s'y exerce à leur égard. Ils ont rapidement réagi en se tournant vers d'autres marchés. Le tableau n° 11 en fournit une indication tempérée par le fait que, en raison de la baisse du dollar, les exportations vers les pays autres que les Etats-Unis se trouvent, toutes choses égales par ailleurs, valorisées en dollars.

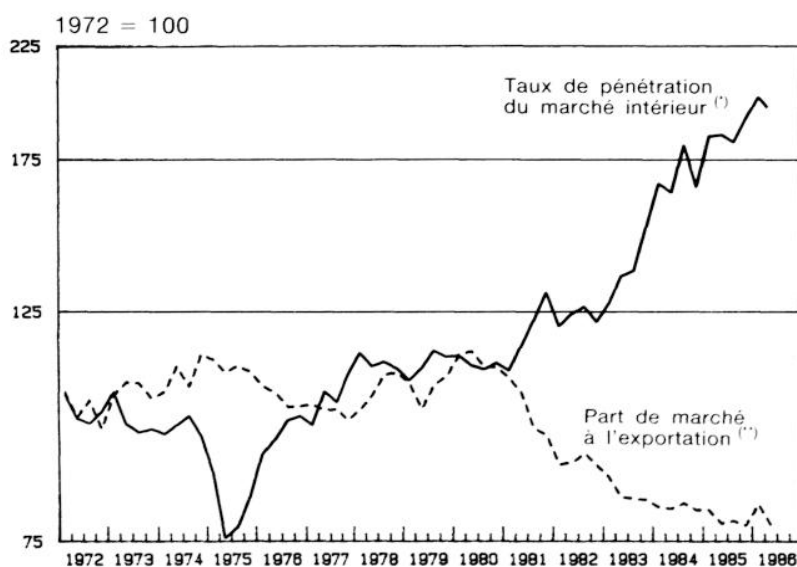
11. Variation des exportations des NPI asiatiques

Toutes marchandises, en dollars, 1^{er} semestre 1986/1^{er} semestre 1985, en pourcent

	Corée du Sud	Taiwan	Hong-Kong	Singapour	Total
RFA	+ 40	+ 38	+ 15	+ 33	+ 28
Autres CEE	+ 43	+ 24	+ 25	+ 3	+ 25
Canada	+ 30	+ 28	+ 12	- 15	+ 22
Japon	+ 14	+ 23	+ 29	- 4	+ 15
Etats-Unis	+ 17	+ 9	- 1	+ 2	+ 8

Source : OCDE série A.

Les importations en volume de produits manufacturés, toutes provenances confondues, ont stagné en RFA au deuxième trimestre après avoir augmenté de 2,8 % au premier. Au Japon elles ont continué à augmenter à un rythme d'environ 5,5 %, mais ce chiffre relève en partie de mouvements exceptionnels concernant l'or industriel. Ainsi l'impact des importations de produits manufacturés a, au premier semestre 1986, été pénalisant pour la croissance japonaise, neutre pour celle de l'Allemagne. Les échanges extérieurs ont été néfastes aux Etats-Unis, où la valeur des exportations de produits manufacturés dépasse à peine la moitié de celle des importations de ces produits et où la dépréciation du taux de change n'a pas — ou pas encore — permis un retournement significatif des volumes.



6. Indicateurs de performance du commerce des Etats-Unis en produits manufacturés

(*) Taux de pénétration : importations/PNB.

(**) Part de marché : exportations/importations mondiales.

Sources : Department of Commerce, OCDE série A.

Un regain probable d'activité à la fin de 1986 pourrait n'être qu'éphémère aux Etats-Unis, mais déboucher sur une nette croissance en Europe en 1987

Le prix du pétrole va probablement augmenter un peu

L'accord établi entre les pays de l'OPEP à la conférence de Genève du 4 août court jusqu'à la fin octobre. L'hypothèse retenue ici est qu'il pourra être prolongé grâce à quatre éléments : le comportement des pays de l'OPEP, celui des autres producteurs, celui des compagnies pétrolières, et l'évolution de la demande. Certains des pays membres de l'OPEP pourraient assurément être tentés de dépasser leurs quotas pour accroître leurs recettes ; les quotas restant définis sur la base de chiffres de production, la tentation est grande de jouer sur les stocks accumulés pour augmenter les volumes exportés, voire infléchir le partage entre leur consommation intérieure et le surplus exporté. La détermination dont les pays du Golfe ont fait preuve depuis décembre semble toutefois de nature à les en dissuader.

Parmi les pays producteurs de pétrole n'appartenant pas à l'OPEP, seul le Royaume-Uni a refusé toute concertation avec le cartel. Cinq autres pays avaient pris contact dès le mois de mars et accepté de réduire leur production : le Mexique, la Malaisie, l'Egypte, l'Angola et Oman. L'URSS et la Chine ont elles aussi négocié une réduction de leur production au début de l'été, imitées au début de septembre par la Norvège.

La stratégie des compagnies pétrolières est elle aussi orientée dans le sens d'une stabilisation du marché. L'objectif poursuivi pour le moment est que le prix ne dépasse pas 20 dollars le baril avant que ne soit opérée une reprise durable de la demande, afin d'éviter de nouveaux à-coups. C'est le prix spot qu'il convient de stabiliser, car près de 80 % des transactions s'y réfèrent directement ou indirectement en raison notamment de l'extension de la méthode du *netback* ⁽⁷⁾.

La demande des pays de l'OCDE a deux composantes : la consommation finale, la constitution de stocks. La consommation, hors variations saisonnières, continuera à s'accroître en raison de la progression de l'activité économique et surtout en réaction à la baisse des prix des trimestres récents. Ainsi sur l'ensemble de l'année 1986 la progression de la consommation de pétrole brut de l'OCDE serait de l'ordre de 3 % par rapport à 1985, soit 1 million de barils par jour, confirmant les éléments de prévision avancés dans la revue de juillet. A très court

(7) Cette méthode de valorisation consiste à fixer le prix du brut à partir des prix spots des produits raffinés. Sur ce point, comme plus généralement sur les questions pétrolières, cf. « Le pétrole » Agnès Chevallier, Collection Repères-La Découverte, Paris, 1986.

terme les prix du marché réagiront aux conditions climatiques. Ils dépendront en outre très fortement des stocks, sur qui s'exercent des influences contradictoires.

Un coup d'arrêt pourrait être donné au fort stockage des mois récents en raison de la saturation des capacités d'accueil, du coût financier qu'il implique, et surtout de l'incertitude concernant l'évolution des prix à partir de la fin octobre. L'anticipation ou la concrétisation d'un échec de l'OPEP à maintenir les quotas et donc d'une nouvelle baisse des prix, inciterait les détenteurs de stocks (primaires, secondaires et tertiaires) à dégonfler ceux-ci. Le prix du pétrole pourrait alors osciller entre 10 et 15 dollars le baril jusqu'à la fin de la période sous revue. Ceci ne nous semble pas le plus probable.

Ces anticipations de prix peuvent à l'inverse s'orienter à la hausse, ce qui inciterait à gonfler les stocks jusqu'au maximum physique possible. Or la demande mondiale semble devoir être supérieure à l'offre au quatrième trimestre si aucun mouvement de déstockage n'intervient. On peut certes en inférer que ce déstockage aura lieu. On peut aussi penser que, pour compenser la dépréciation de leurs stocks de brut intervenue au premier trimestre 1986, les compagnies auront intérêt durant les derniers mois de l'année à maintenir à un niveau élevé leurs stocks acquis à bas prix durant l'été et à favoriser ainsi un mouvement haussier des prix pour revaloriser ces stocks.

Par la suite les mouvements saisonniers pourraient moduler les prix autour d'un niveau se rapprochant peu à peu de 20 dollars le baril à condition que la consommation de l'OCDE augmente, c'est-à-dire notamment à condition que l'activité économique continue à s'accroître aux Etats-Unis. Les hypothèses techniques retenues dans la présente chronique sont retracées dans le tableau n° 12.

12. Hypothèses concernant le prix du pétrole

Prix spot du brut de mer du Nord (Brent)

	T 1	T 2	T 3	T 4
1985	27,5	27,0	27,5	28,0
1986	17,5	12,8	12,5	17,5
1987	19,0	17,5	18,5	20,0

Sources : Petroleum Economist puis hypothèses OFCE.

Les taux d'intérêts nominaux américains et le cours du dollar vis-à-vis du yen vont probablement cesser de baisser

Les diminutions de taux d'intérêt nominaux, qui se sont succédées aux Etats-Unis depuis le début de l'année, avaient pour objectif de ne pas entraver la croissance de l'activité mais sous une contrainte, qui était de ne pas accélérer la dépréciation du taux de change. De fait certains éléments de la demande, tels que la consommation ou l'investissement en logement des ménages, et la formation des stocks des entreprises, sont sensibles aux variations des taux nominaux, quand bien même les taux réels restent inchangés. Le Fed a ainsi favorisé la

croissance économique. Celle-ci était censée l'être en outre par la dépréciation de la monnaie, qui ne devait toutefois pas être excessive en raison des risques inflationnistes qui lui sont inhérents. C'est pourquoi une baisse des taux d'intérêt était simultanément demandée au Japon et à la RFA.

Parce que les autorités monétaires cherchent assurément à ne pas apparaître comme responsables d'une récession, une nouvelle baisse des taux pourrait intervenir courant octobre. Mais elle serait sans doute d'ampleur limitée, et suivie d'une remontée à la fin de 1986 et au début de 1987. Les préoccupations anti-inflationnistes ressurgissent en effet avec force au vu des tensions qui réapparaissent après avoir été masquées par la baisse des prix de l'énergie. Les prix à la production ont recommencé à s'élever et les prix à la consommation semblent tendre vers un rythme annuel de 3 à 4 %. Si la hausse du prix des importations devait s'aviver sous l'effet d'une poursuite de la dépréciation du dollar, alors qu'elle risque d'être poussée par la remontée du prix du pétrole, ce rythme atteindrait rapidement 5 %. Les autorités monétaires américaines ne prendront sans doute pas le risque de permettre un tel dérapage. Toutefois l'affaiblissement de l'activité à partir de l'été pourrait inciter les autorités à accepter à nouveau une baisse des taux d'intérêt nominaux, d'autant mieux qu'il serait de nature à modérer la hausse des prix. Alors les taux d'intérêt réels baisseraient peu à peu tout au long de la période sous revue.

Ce schéma n'autoriserait guère une dépréciation additionnelle du dollar vis-à-vis du yen et du DM. Celle-ci ne semble souhaitée par aucun des trois pays en cause, le Japon et l'Allemagne la jugeant du reste déjà excessive quoique refusant d'abaisser leurs propres taux d'intérêt. Etant donnée la longueur désormais patente des délais de réaction du commerce extérieur américain aux variations du taux de change du dollar, ce n'est pas d'une dépréciation intervenant à la fin 1986 ou au début 1987 que les autorités américaines peuvent attendre un soutien à la croissance de l'activité en 1987. Il est toutefois possible qu'une dépréciation modérée intervienne en 1987 vis-à-vis de la monnaie allemande, qui lui fasse rejoindre sa tendance de moyen terme, c'est-à-dire un cours compris entre 1,80 et 1,90 DM pour 1 dollar, tandis que vis-à-vis de la monnaie japonaise le cours du dollar se stabiliserait aux environs de 150 yens. Ces hypothèses pourraient toutefois être démenties si les Etats-Unis craignent d'être entravés dans la gestion de leur économie par le maintien des parités actuelles.

On ne pourrait alors exclure ni une remontée temporaire du dollar, dans le cas où l'économie américaine connaîtrait un sursaut d'activité, ni une baisse incontrôlée dans le cas où les craintes récessionnistes viendraient à l'emporter.

L'activité économique ne bénéficiera sans doute que d'un sursaut éphémère aux Etats-Unis

Les moteurs de la croissance américaine des années 1983 et 1984 sont presque éteints. Cette économie au cheminement traditionnellement cyclique est entrée dans une phase de ralentissement, tandis que la

relance budgétaire massive a pris fin et doit désormais laisser place à une période d'assainissement en profondeur. Ces circonstances sont de nature à provoquer une stagnation puis une diminution de la production industrielle. Mais, pour apprécier l'ampleur et la datation probables de ces phénomènes, il faut prendre en compte plusieurs autres éléments, dont les deux principaux sont la politique économique et le commerce extérieur ⁽⁸⁾.

La politique monétaire, on l'a dit, sera légèrement accommodante dans la mesure où elle acceptera une diminution des taux d'intérêt réels puis leur stabilisation (à un niveau encore positif). La politique budgétaire pour sa part aura un impact restrictif, sous l'effet à la fois des mesures destinées à réduire le déficit ⁽⁸⁾ et de la réforme fiscale (cf. encadré).

La réforme fiscale aux Etats-Unis

La réforme fiscale consiste en une réduction des taux d'imposition sur le revenu des ménages et des bénéfices des entreprises en contrepartie de la suppression ou diminution des déductions et avantages fiscaux. Il s'agit donc d'une simplification du système fiscal. Les principales mesures sont les suivantes. L'impôt sur le revenu des ménages, qui comporte actuellement quatorze tranches, les taux s'échelonnant entre 11 % et 50 %, ne comportera plus à partir du 15 mars 1987, que deux taux (15 et 33 %, le second devant être abaissé ultérieurement à 28 %). En contrepartie à partir du 1^{er} janvier 1987, la déduction des intérêts des emprunts sera progressivement supprimée en cinq ans, sauf pour les emprunts hypothécaires. Tandis que l'impôt sur le bénéfice des sociétés est actuellement prélevé au taux de 46 % pour les bénéfices dépassant 100 000 \$ et à quatre autres taux inférieurs en dessous de ce montant, son taux marginal maximum sera abaissé à 34 % le 1^{er} juillet 1987 pour les bénéfices supérieurs à 75 000 \$, et trois taux s'appliqueront aux bénéfices inférieurs. Toutefois l'impôt minimal de 15 %, qui était rarement exigé, sera remplacé par un impôt à 20 % sur une assiette élargie. La déduction dite de « crédit d'investissement » qui couvrait en moyenne 6 à 10 % de la valeur des investissements est supprimée avec effet rétroactif au 1^{er} janvier 1986. A partir du 10 janvier 1987 les règles d'amortissement deviendront beaucoup moins généreuses.

La résultante de cette réforme sera, en principe, à moyen terme, un alourdissement de la fiscalité frappant les entreprises et un allègement de celle pesant sur les ménages, avec un solde nul pour les finances publiques. Mais à court terme le calendrier est tel que le revenu disponible des ménages sera pénalisé en 1987, la suppression des déductions représentant des sommes supérieures à la diminution de l'impôt sur le revenu. L'investissement des entreprises est freiné dès le

(8) Tous les éléments de cette analyse ont été longuement développés dans la revue *Observations et diagnostics économiques* n° 16, juillet 1986.

second semestre 1986 en raison de l'effet rétroactif de certaines mesures. Les enquêtes à ce sujet auprès des chefs d'entreprise les montrent de plus en plus pessimistes au fur et à mesure que se précisait le contenu de la réforme fiscale et font désormais état pour les prochains trimestres d'une franche baisse de l'investissement.

L'impact du commerce extérieur sur l'activité dépend à la fois de l'évolution des importations mondiales et de l'ampleur de la reconquête par les producteurs américains de leurs marchés nationaux et étrangers. Quant au premier point c'est une amélioration modérée que l'on prévoit dans la présente chronique avec un rythme annuel de 3 à 4 %, au lieu de 1 % en 1986, la croissance de l'Europe et dans quelques pays asiatiques allant de pair avec une stabilisation à bas niveau dans les autres régions. Quant à la reconquête des marchés elle dépendra tout d'abord des prix relatifs. L'hypothèse retenue ici est que la dépréciation passée du dollar finira par porter ses fruits, autorisant une croissance des exportations américaines un peu plus rapide que celle des importations mondiales et une croissance des importations américaines moins rapide que celle de la demande intérieure au premier semestre 1987 et se prolongeant par une baisse au second. Elle dépendra aussi, voire surtout, de mesures institutionnelles qui revêtiront probablement un caractère contradictoire. Les Etats-Unis tenteront d'obtenir lors des négociations en cours au GATT une plus grande ouverture des marchés extérieurs à leurs produits agricoles et manufacturiers ainsi qu'à leurs services ; il n'est pas certain qu'ils y parviennent rapidement. Ce libéralisme se doublera d'un protectionnisme croissant rapidement à l'encontre des produits asiatiques, mais aussi européens importés aux Etats-Unis.

Le regain d'activité dû au jeu combiné des mécanismes internes, notamment le restockage, et du commerce extérieur ne semble guère pouvoir se prolonger au-delà de l'été 1987. Le revenu disponible des ménages, amputé dans un premier temps par la réforme fiscale, verra en outre son pouvoir d'achat s'amoinrir avec l'accélération de l'inflation : les négociations récentes laissent attendre une augmentation de l'ordre de 3 à 4 % des salaires nominaux, rythme qui sera proche de celui de la hausse des prix au second semestre 1987. L'emploi toutefois continuera à s'accroître, principalement dans les services. Une baisse du taux d'épargne semblant peu vraisemblable à partir du niveau très bas où il se situe dès à présent, la consommation des ménages aura tendance à stagner. L'investissement en logements diminuera sans doute ; la réforme fiscale n'affecte certes pas la déduction des crédits hypothécaires, mais elle s'attaque aux abus fiscaux dans l'immobilier et rend l'amortissement moins favorable dans ce secteur. L'investissement productif pour sa part, pénalisé dans un premier temps par la réforme fiscale et ayant connu un boom en 1983-1984, est désormais orienté à la baisse. Dans ces conditions il est à craindre que le PNB américain ne stagne, voire ne diminue légèrement au cours du second semestre 1987.

Les importations des PVD pourraient se redresser légèrement

Les hypothèses qui viennent d'être évoquées exerceront des effets contradictoires sur les différentes zones en voie de développement.

Les pays exportateurs de pétrole qui ne sont pas lourdement endettés bénéficieront d'une certaine hausse du prix du pétrole et de l'arrêt de la dépréciation du dollar sans subir d'effets négatifs de l'environnement international. Les autres en revanche, notamment le Mexique, pourraient souffrir de la hausse passagère des taux d'intérêt mondiaux, qui découlera de celle des taux d'intérêt américains. Les cours des matières premières non énergétiques pourraient connaître une légère hausse en dollar, qui ne compenserait toutefois pas intégralement l'accroissement du prix des produits manufacturés importés. Comme celle du prix du pétrole, cette hausse suppose une activité économique en croissance aux Etats-Unis. Les pays producteurs pourraient en outre profiter d'une progression des volumes vendus, mais davantage les pays tournés vers l'Europe que les fournisseurs des Etats-Unis.

Les pays exportateurs de produits manufacturés, qu'il s'agisse du Brésil ou surtout des NPI asiatiques, se heurteront au protectionnisme grandissant des Etats-Unis et, peut-être, de l'Europe ; ils réussiront sans doute néanmoins à accroître encore modérément leurs exportations.

A ces différents éléments d'appréciation des recettes d'exportation des PVD on doit ajouter des hypothèses concernant les soldes extérieurs de ces différentes zones pour formuler les prévisions concernant leurs importations.

La situation des pays membres de l'OPEP est hétérogène. Des pays tels que le Nigéria, l'Indonésie, l'Algérie et le Venezuela n'utiliseront sans doute pas la totalité de leur surcroît de recettes pour acheter des marchandises, une partie étant consacrée au service de la dette et une autre à la reconstitution des réserves en devises. C'est pourquoi les importations de l'OPEP ne progresseront vraisemblablement que modérément, le niveau atteint à la fin 1987 restant inférieur à celui du troisième trimestre 1986 (graphique 7).

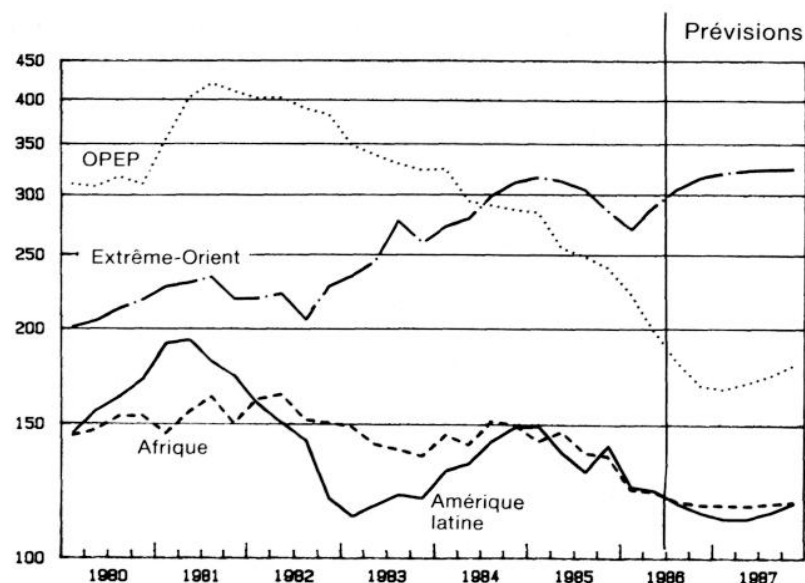
En Amérique latine hors OPEP et hors Brésil jouera un phénomène de même nature, mais géographiquement plus général et plus ample.

En Afrique (hors OPEP et hors Afrique du sud) en dépit d'une nouvelle dégradation des soldes extérieurs, une stabilisation en volume des importations pourrait être obtenue grâce à un recours accru aux crédits et à l'aide des pays occidentaux.

En Extrême-Orient, si des pays tels que la Corée du Sud et surtout Taïwan semblent devoir continuer à accroître leurs importations, les programmes d'ajustement en cours en République populaire de Chine et plus récemment en Inde pèseront sur l'évolution des importations.

7. Les importations de produits manufacturés des PVD

Indice à prix constants cvs, base 100 en 1972



Sources : OCDE séries A et C, estimations et prévisions OFCE.

Un dynamisme tempéré pourrait caractériser l'Europe

L'environnement international de l'Europe, que dessinent les hypothèses précédemment décrites, sera modérément porteur. L'atonie des importations américaines sera compensée par l'arrêt de la chute des importations des PVD. Les prix des matières premières et les cours des changes ne seront plus affectés par des mouvements amples. L'énergie continuera à être relativement bon marché. Toutefois la concurrence sera très vive, émanant de pays — Japon, Etats-Unis, NPI — pour qui l'exportation sera plus que jamais un enjeu crucial.

Trois grands types d'éléments façonneront dans ces conditions l'évolution propre à chacun des pays européens : les choix de politique économique, les déterminants de la croissance intérieure spontanée, le commerce intra-européen.

Dans aucun des pays européens la politique économique ne paraît susceptible d'adopter un caractère prononcé de relance. Modérément accommodante dans certains, elle sera encore nettement restrictive dans d'autres. En RFA les arguments mis en avant en 1986 seront réaffirmés en 1987. La politique budgétaire suivra donc une orientation neutre, ce qui permettra une nouvelle réduction du déficit budgétaire en raison de la croissance de l'activité. Les taux d'intérêt nominaux ne seront pas abaissés, car la légère accélération de l'inflation provoquera une baisse des taux d'intérêt réels. Cette accélération sera toutefois plus limitée que ne le suggèrent les autorités économiques allemandes dans leurs débats avec les autorités américaines. Le ralentissement de l'inflation est en effet un processus qui était engagé bien avant la baisse du prix du pétrole et en dépit de la dépréciation du DM vis-à-vis du dollar. Dans les circonstances prévisibles pour 1987 (légère augmentation du prix du pétrole, légère appréciation du DM vis-à-vis du dollar, modération des coûts salariaux, absence de nécessité d'accroître rapi-

dement des marges bénéficiaires à présent reconstituées), on voit mal quel mécanisme inflationniste serait à l'œuvre.

Dans les économies les plus directement dépendantes de celle de la RFA les politiques économiques seront franchement restrictives. En Belgique le programme d'assainissement mis en place depuis le mois de mai sera poursuivi malgré les bons résultats obtenus en matière d'inflation et soldes extérieurs (la balance courante était redevenue excédentaire à la fin 1985), car le déficit public reste considérable, dépassant encore 11 % du PNB. Pour des raisons analogues, rendues plus aiguës par la chute des recettes fiscales issues du gaz naturel, la politique d'austérité sera encore renforcée aux Pays-Bas, où le projet de budget présenté en septembre pour l'année 1987 prévoit la première diminution des dépenses publiques nominales enregistrée depuis trente ans et le premier accroissement des impôts depuis trois ans.

Des efforts budgétaires continueront à être réalisés dans la plupart des autres pays. Ils seront particulièrement marqués là où les difficultés structurelles sont, pour des raisons d'ailleurs diverses, importantes : en Norvège à cause de la chute des recettes pétrolières, pour des causes récurrentes dans des pays tels que le Danemark ou la Grèce. Ils seront au contraire très atténués lorsque joueront des considérations pré-électorales, comme ce sera le cas du Royaume-Uni.

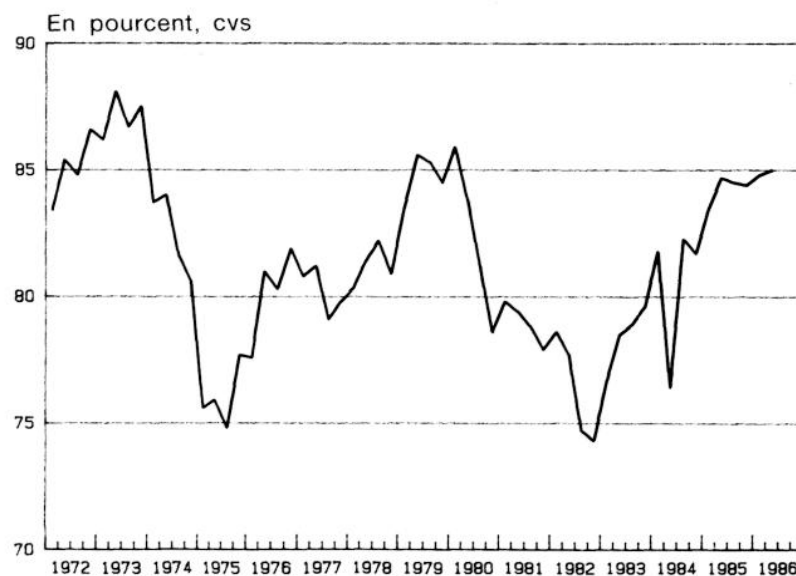
Cependant les déficits se réduiront spontanément en raison de l'amélioration des rentrées fiscales due au regain d'activité et d'une baisse des taux d'intérêt allégeant la charge des dettes publiques. Il en sera ainsi en Italie, où le ralentissement de l'inflation autorisera une détente des taux nominaux. Il y a donc place pour des relances déguisées. Dans de nombreux pays européens la croissance de la demande intérieure pourrait donc s'accélérer durant les derniers mois de l'année 1986 et le début de l'année 1987 tout au moins. Les effets bénéfiques de la baisse des prix des matières premières (énergétiques et autres), et de la dépréciation du dollar, qui ont été retardés comme on l'a dit par les comportements des ménages et des entreprises, commenceront à se manifester prochainement. Ils s'amplifieront grâce à la diffusion de la demande et donc de la production d'un secteur à l'autre, à la reconstitution des stocks, et à l'effet multiplicateur du commerce intra-européen.

La croissance effective de la demande et les perspectives la concernant inciteront à investir, surtout dans les pays où les taux d'utilisation des capacités de production sont élevés (graphique 8). Ces investissements nécessaires seront rendus possibles par l'amélioration de la situation financière des entreprises, la baisse des coûts n'ayant pas dans la plupart des pays été intégralement répercutée dans celle des prix. Il est dans ces conditions vraisemblable que l'investissement productif s'accroîtra notablement dans la plupart des pays européens en 1987. Le Royaume-Uni risque de faire exception, au moins par une moindre ampleur du phénomène, en raison de l'évolution défavorable des coûts de production et du fait qu'une vague d'investissements a déjà eu lieu en 1984-1985.

La croissance accélérée des importations des pays européens bénéficiera largement aux producteurs européens, mais aussi aux produc-

teurs des autres régions, tandis que les exportations de l'Europe manqueront de dynamisme en raison de l'atonie des autres segments de la demande mondiale. En conséquence les soldes des balances courantes se dégraderont à des niveaux très divers : l'excédent courant de la RFA sera simplement un peu moins important en 1987 qu'en 1986, tandis que celui du Royaume-Uni disparaîtra et que le déficit de certains petits pays, tels que la Grèce et le Danemark, se creusera.

8. Les taux d'utilisation des capacités productives dans l'industrie manufacturière en RFA



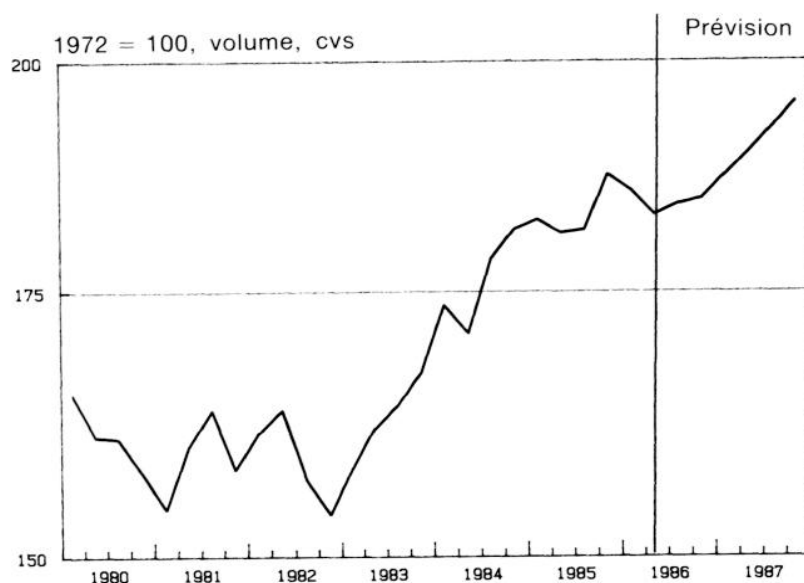
Source : IFO.

En définitive les situations seront empreintes d'une certaine hétérogénéité en Europe, la croissance soutenue de l'activité en RFA constituant la limite supérieure de la hiérarchie et non la moyenne.

L'environnement international de la France s'améliorerait donc un peu

Les prévisions qui viennent d'être exposées ne décrivent pas un monde où l'Europe prendrait le relais des Etats-Unis pour tirer la croissance mondiale par des déficits budgétaires générateurs d'importations massives. Le Japon continuera lui aussi à refuser de jouer un tel rôle ; la croissance de sa demande intérieure demeurera modérée, tandis que ses échanges extérieurs en volume subiront, comme en 1986, les effets perturbateurs de la fin de la sous-évaluation du taux de change. Son excédent courant, tout en diminuant, restera considérable.

Dans ces conditions la croissance des PIB s'échelonnerait en 1987 entre 3,5 % en RFA et 1 % dans les pays européens à politique d'austérité, tandis qu'elle avoisinerait 3 % au Japon. Le chiffre annuel caractérisant les Etats-Unis (2,0 %) masque une inflexion en cours d'année : le premier semestre sera plus dynamique que le second. Les importations de produits manufacturés de l'OCDE reflèteront ce cheminement ; mais la remontée de celles des PVD dessinera, au total une progression régulière du commerce mondial (graphique 9), plus rapide que celle de 1986.



9. Les marchés français (*)

(*) Les importations mondiales de produits manufacturés pondérées par la structure géographique des exportations françaises.

Sources : OCDE, séries nationales, estimations et prévisions OFCE.

Cette prévision moyenne est bien entendu assortie de risques. La vigueur et la durée du rebond d'activité attendu pour les Etats-Unis constitueront un déterminant important de l'évolution d'autres variables parmi lesquelles les prix du pétrole et des matières premières industrielles, le taux de change du dollar, les taux d'intérêt mondiaux. Des incertitudes pèsent en outre sur la capacité du système financier mondial à gérer l'endettement des grands débiteurs du Tiers Monde dans une période où les importations des Etats-Unis tendront à se contracter. Les espoirs suscités il y a un an par le plan Baker ont tourné court : des deux propositions centrales formulées à Séoul, aucune n'a été validée par les faits. D'une part la croissance économique des pays en voie de développement s'est à nouveau ralentie en 1986 et tout porte à croire que la baisse aura été plus marquée encore dans les quinze pays retenus par le secrétaire américain du Trésor. D'autre part les crédits accordés aux pays en voie de développement hors OPEP par les banques déclarantes à la BRI ont baissé de 5 milliards de dollars au premier trimestre 1986, ceux aux pays de l'OPEP de 3 milliards. Les indications actuellement disponibles laissent penser qu'aucune reprise de ces crédits ne s'est amorcée depuis lors. Dans ces conditions les négociations actuellement en cours (fin septembre) avec le Mexique constitueront un test décisif, non pas tant pour la crédibilité du plan Baker, qui n'a jamais été appliqué et que la baisse du prix du pétrole rendait en tout état de cause caduc, que pour la stabilité du système de crédit international dans les semestres à venir.

13. Etats-Unis

Equilibre des biens et services en volume aux prix de 1982	Niveau en 1985	Variations par rapport à la période précédente en pourcent ⁽¹⁾						
	Unité : milliards de dollars 1982	Années			Semestres			
		1985	1986	1987	1986		1987	
					S1	S2	S1	S2
Consommation des ménages	2 324,5	3,5	3,8	2,4	1,9	1,7	1,3	0,3
Dépenses publiques	721,2	6,8	1,3	0	- 0,9	- 1,0	0,4	0
FBCF totale privée	638,6	7,7	0,6	- 2,0	- 0,7	- 1,3	- 0,8	- 1,3
— résidentielle	177,2	3,9	9,2	- 4,8	4,9	4,0	- 5,8	- 0,8
— non résidentielle	461,4	9,3	- 2,8	- 0,8	- 2,9	- 3,4	1,7	- 1,5
Exportations	362,3	- 2,0	3,7	4,6	2,0	5,1	1,8	0,6
Importations	470,5	3,8	7,9	- 2,1	4,7	1,1	0	- 5,3
Variations de stocks	+ 9,0	+ 9,0	+ 20,0	+ 18,5	+ 25,8	+ 14,2	+ 22,0	+ 15,0
PNB	3 585,2	2,7	2,4	1,9	1,2	0,7	1,2	0,6
Prix à la consommation		+ 3,5	+ 2,4	+ 4,0	+ 0,7	+ 1,4	+ 2,4	+ 2,1
Solde courant en % du PNB		- 2,9	- 3,0	- 2,7	- 3,0	- 3,0	- 2,9	- 2,5

Sources : Department of Commerce, prévisions OFCE.

(1) A l'exception de la ligne « Variations de stocks », en milliards de dollars de 1982.

14. Royaume-Uni

Equilibre des biens et services en volume aux prix de 1980	Niveau en 1985	Variations par rapport à la période précédente en pourcent									
	Unité : millions de livres 1980	Années				Semestres					
		1984	1985	1986	1987	1985		1986		1987	
						S1	S2	S1	S2	S1	S2
Consommation des ménages	152 038	2,2	3,5	4,0	2,9	1,9	2,4	2,1	1,4	1,5	1,3
Consommation publique ...	51 109	0,8	0,4	1,1	1,0	0,1	- 0,1	0,4	0,4	0,5	0,6
FBCF totale	46 310	9,0	1,8	2,2	3,0	1,4	- 1,8	1,9	2,4	1,5	0,4
dont : Logement (*)	8 582	0,6	- 4,1	2,0	2,9	- 0,7	0,9	0,3	2,4	1,7	1,0
Productive (*)	37 728	11,2	3,3	2,2	3,0	1,9	- 2,4	2,3	2,3	1,6	0,4
Exportations	73 331	6,7	6,2	1,4	4,6	4,1	- 0,8	0,0	3,6	1,9	1,7
Importations	70 601	9,2	3,0	4,2	5,0	- 0,5	0,7	1,2	4,0	1,5	1,9
Variations de stocks en millions de livres 1980	+ 613	- 50	+ 613	+ 1 438	+ 1 500	+ 463	+ 150	+ 438	+ 1 000	+ 800	+ 700
PNB	252 800	2,2	3,7	2,5	2,4	3,0	0,4	1,6	1,4	1,1	1,2
Prix à la consommation		5,0	6,1	3,3	4,5	3,7	2,2	1,6	1,2	2,5	2,7
Solde courant en % du PNB		0,6	1,4	0,8	0,8	1,2	1,7	0,8	0,8	0,8	0,7

Sources : CSO, puis prévisions OFCE.

(*) Estimations OFCE.

15. RFA

Equilibre des biens et services en volume aux prix de 1980	Niveau en 1985	Variations par rapport à la période précédente en pourcent									
	Unité : milliards de DM 1980	Années				Semestres					
		1984	1985	1986	1987	1985		1986		1987	
						S1	S2	S1	S2	S1	S2
Consommation des ménages	866,9	+ 1,5	+ 1,8	+ 4,3	+ 3,5	0,4	2,4	1,6	2,9	1,4	1,2
Consommation publique ...	315,5	2,5	2,1	2,0	2,0	- 0,2	2,9	- 0,7	2,5	0,5	0,5
FBCF	313,8	+ 0,8	- 0,3	4,8	7,4	- 4,8	5,8	- 2,0	8,1	2,6	1,5
dont : Equipement	130,5	- 0,4	9,3	8,0	7,0	1,9	3,9	3,5	4,8	3,5	2,1
Bâtiment	183,3	1,5	- 6,2	2,6	7,8	- 9,1	7,1	- 5,8	10,6	2,0	1,1
Exportations	545,7	8,5	7,3	1,1	3,1	4,4	1,1	- 0,8	2,8	1,2	1,0
Importations	466,8	5,4	4,7	4,6	5,3	3,6	1,2	1,9	4,1	2,0	2,4
Variations de stocks en mil- liards de DM 1980	+ 5,7	+ 4,1	+ 5,7	+ 9,8	+ 13,2	5,9	- 0,2	+ 6,0	+ 3,8	+ 5,3	+ 7,9
PNB	1 580,8	3,0	2,5	3,0	3,5	0,6	2,2	0,3	3,2	1,4	1,0
Prix à la consommation		2,4	2,2	0,3	1,0	1,5	0,5	- 0,2	0,4	0,5	0,6
Solde courant en % du PNB		1,1	2,2	3,6	2,9	1,7	2,7	3,7	3,5	3,1	2,8

Sources : Bundesbank, puis prévisions OFCE.

La conjoncture française

En France, comme dans les autres pays européens, à l'euphorie des tous premiers mois de 1986 a succédé un certain pessimisme. L'effet du contre-choc pétrolier apparaissait bien immédiat sur les évolutions nominales, mais l'activité réelle stagnait. Au fur et à mesure que les indices de production industrielle étaient connus (planche I)⁽⁹⁾ les effets positifs de la baisse du prix du pétrole laissaient place dans les esprits à ses effets dépressifs. L'attentisme a été renforcé en France par les échéances électorales, attente d'abord d'un éventuel changement de politique économique, puis, une fois les élections passées, du rythme de sa mise en œuvre. Pourquoi investir si l'on espère une déduction fiscale ? Pourquoi embaucher si l'on escompte des exonérations ? Pourquoi acheter un logement si l'on anticipe des mesures en faveur des investisseurs ?

Seule la consommation a continué de progresser. Au boom des achats d'audiovisuel en avril-mai a succédé une forte reprise de l'automobile. Les gains de pouvoir d'achat du début de l'année, dus à un ralentissement plus rapide qu'escompté des prix, ont permis à la fois une hausse de la consommation industrielle et un regain d'épargne. Malgré des anticipations plutôt pessimistes sur leur niveau de vie futur, les ménages n'ont, par la suite, pas réduit sensiblement leurs achats ; la pause en juillet-août, après la pointe de mai-juin, n'a pas entamé les intentions de commandes des détaillants, qui sont plus fortes actuellement qu'en 1982.

En revanche l'investissement des entreprises a marqué le pas au premier semestre. Les industriels ont révisé à la baisse leurs estimations de dépenses pour l'année en cours et les commandes se sont essouffées. En septembre l'activité du secteur des biens d'équipement semble s'orienter à la hausse ; la reprise de l'investissement productif, amorcée en 1985, n'aurait donc connu qu'une pause. Sa diffusion à l'ensemble des secteurs d'une part, aux petites entreprises d'autre part se confirme.

L'atonie de la production a été renforcée par la réduction, en proportion de l'activité, du niveau des stocks de matières premières et de produits finis. Ainsi la production de biens intermédiaires s'est fortement réduite en début d'année et la transmission de la demande des

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

ménages aux secteurs de biens de consommation s'est trouvée freinée ⁽¹⁰⁾.

A la rentrée les industriels se montrent plus optimistes, car la reprise des achats permet de ranimer l'activité ; la résorption des stocks, naguère jugés trop lourds quand les craintes d'une récession apparaissaient, fait maintenant que la hausse de la demande, intérieure et extérieure, rend les perspectives de production meilleures.

Deux préoccupations majeures subsistent : la compétitivité externe et le chômage.

Notre solde industriel s'est contracté à tel point que, hors matériel militaire, il est devenu déficitaire au second trimestre et en juillet-août. L'amélioration des termes de l'échange s'est accompagnée d'une dégradation du taux de couverture en volume, les exportations étant bridées par un commerce mondial morose, tandis que les importations continuaient à croître fortement.

Le chômage s'est étendu depuis le début de l'année, chez les jeunes comme chez les plus âgés, bien que l'emploi ait cessé de reculer au premier semestre. C'est que, pour être durablement efficace, le traitement social du chômage devrait sans cesse s'intensifier lorsque l'accroissement de la population active n'est pas compensé par celui des effectifs ; or les contraintes budgétaires y font obstacle.

Depuis le 16 mars l'originalité de la politique économique consiste avant tout en mesures de caractère libéral dont on attend des effets psychologiques qui relancent l'activité. Le retour au secteur privé d'une grande partie du secteur public concurrentiel et une politique en faveur de la construction de logements opèrent les ruptures les plus radicales. Des évolutions déjà amorcées sont accentuées : démantèlement du contrôle des changes, libération accélérée des prix, dérèglementation de l'emploi. Des dispositions législatives plus modestes, associées au collectif budgétaire d'avril, visent à mettre fin à certaines craintes paralysantes : amnistie douanière et fiscale, retour à l'anonymat sur l'or, assouplissement de la lutte contre la fraude fiscale, suppression de l'impôt sur les grandes fortunes.

Si la politique budgétaire intègre bien les tendances nouvelles de la politique économique, notamment en préférant les aides générales sous forme de réductions d'impôt, elle ne s'oriente pas dans un sens vraiment original. L'impact macroéconomique tant du collectif budgétaire 1986 que du budget 1987 reste faible. Du fait de bonnes rentrées fiscales en 1987, le déficit pourra être quelque peu réduit et des allègements fiscaux accordés aux ménages et aux entreprises.

La politique monétaire évolue selon les réformes engagées depuis deux ans. La baisse des taux s'est poursuivie plus rapidement après la dévaluation.

(10) Voir « Conjoncture française : l'arrivée des bonnes nouvelles », Philippe Sigogne, Lettre de l'OFCE n° 37, septembre 1986.

1986 : Le surplus du revenu national a surtout bénéficié aux ménages

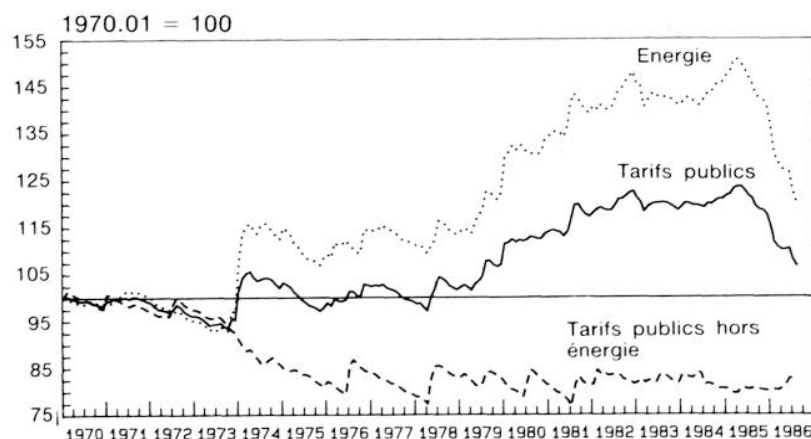
La désinflation s'est accentuée au cours des trois premiers trimestres de 1986

Le ralentissement de l'inflation s'est poursuivi en 1986. Malgré de nombreuses libérations (encadré 1), les prix de détail n'ont crû que de 2 % au cours des douze derniers mois (août-août) contre 4,7 % au cours de l'année 1985 (décembre-décembre).

Depuis août 1985 cette décélération des prix a été plus rapide selon l'indice de l'ensemble des prix à la consommation que selon celui hors tarifs publics et énergie, qui d'août 1985 à août 1986 a augmenté de 4,1 %, ce qui traduit une tendance sous-jacente à l'inflation.

L'indice dit « *des tarifs publics* »⁽¹¹⁾ a en effet diminué de 10 % entre août 1985 et août 1986, contribuant largement au ralentissement des prix (près de 2 points d'indice). Les prix de l'énergie ont baissé de 16 %, si bien que le second choc pétrolier a été ainsi gommé (graphique 10). Depuis le début de l'année (décembre-juillet) les prix de l'essence à la pompe ont baissé de 10,2 %, les tarifs domestiques du gaz⁽¹²⁾ et de l'électricité de 5,8 % et 1 %. Au total ceux de l'énergie ont diminué de 11,8 %. Mais au cours des douze derniers mois les tarifs publics hors énergie ont augmenté à un rythme plus soutenu que l'inflation en raison de nombreuses hausses⁽¹³⁾.

10. Prix relatifs des tarifs publics⁽¹⁾



Source : INSEE.

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

(11) Le terme de tarifs publics est devenu impropre pour qualifier cet indice dont certains prix ne sont plus aujourd'hui administrés (essence).

(12) GDF a de nouveau réduit les tarifs du gaz domestique de 2,5 % le 16 septembre. Depuis le début de 1986 ils ont dès maintenant baissé de 8,5 %.

(13) Relèvement de 2,5 % du prix du tabac le 1^{er} avril, augmentation des tarifs de la SNCF de 3,1 % et de ceux de la RATP de 8 % le 15 avril.

Les *prix alimentaires* ont crû de 2,6 % entre août 1985 et août 1986, soit sensiblement au même rythme que l'ensemble des prix à la consommation. Les augmentations de quelques denrées, dues notamment à la libération des marges de certains détaillants, n'ont pas annulé les effets de la stagnation des prix agricoles à la production (+ 0,3 % de juillet 1985 à juillet 1986 et - 0,6 % de décembre 1985 à juillet 1986) et du repli des prix, exprimés en francs, des matières premières alimentaires importées par la France (18 % d'août 1985 à août 1986).

1. La libéralisation des prix

Le champ des prix libérés a continué à s'étendre au lendemain du 16 mars 1986 par vagues successives :

- 16 avril 1986 :

- l'abrogation du contrôle des marges moyennes pour les trois quarts environ des commerces concerne plus de 550 000 entreprises commerciales ;

- la liberté rendue en matière tarifaire à de nouveaux secteurs industriels permet une libération quasi-totale des prix de l'industrie.

- 24 mai 1986 :

- la libération de certains prix hôteliers s'accompagne d'un régime transitoire pour ceux restant encadrés.

- 25 juin 1986 :

- les détaillants en fruits et légumes et les crémiers retrouvent la liberté de leurs marges pour la plupart des produits ;

- les prix des médicaments non remboursables sont totalement libérés ;

- les honoraires des architectes sont librement négociables ;

- certaines prestations de coiffure (hormis celles les plus courantes) ont été libérées ; mais la profession a refusé de signer la convention sur les prix des services de coiffure.

Ainsi à la fin de juin 1986 les prix de l'indice sont libérés à raison de 60 %, à savoir :

- 70 % pour l'alimentation ;

- 92 % pour les produits manufacturés privés ;

- 20 à 25 % pour les services privés ;

- 61 % pour l'énergie.

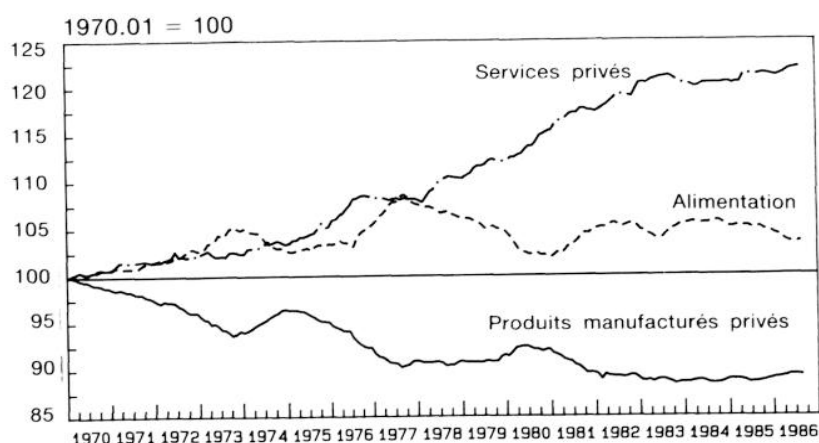
De nouvelles libérations de prix, après celles mises en œuvre au cours du mois de septembre, devraient intervenir d'ici la fin de 1986 en trois étapes successives (fin octobre, novembre et décembre) et permettre une liberté totale en matière de prix. Seuls resteraient finalement administrés dans le secteur privé les prix des médicaments remboursables.

Les propositions faites par la commission Donnedieu de Vabres en juillet 1986 devraient très prochainement donner le jour à un nouveau droit de la concurrence et permettre l'abrogation des ordonnances de 1945.

La hausse des prix des *services de santé* a été modeste, seulement 2,5 % au cours des douze derniers mois.

Les augmentations ont été en revanche plus soutenues dans le secteur privé non alimentaire : 4,9 % pour les produits manufacturés d'août 1985 à août 1986 et 4,7 % pour les services.

En rapportant les *prix industriels* ⁽¹⁴⁾ aux prix hors tarifs publics, on constate alors (graphique 11) qu'après une période de relative stabilité, allant du début 1983 au milieu de 1985, les prix relatifs ont légèrement augmenté. C'est sur ce point que notre précédente prévision a été le moins vérifiée. Nous pensions bien qu'industriels et commerçants, désireux de reconstituer leurs marges, ne répercuteraient pas intégralement les baisses des coûts de production et des prix de gros sur leurs prix de vente, mais nous escomptions que ces comportements seraient davantage limités par la concurrence des produits étrangers et un encadrement encore notable des prix et des marges. D'autre part la hausse des salaires, plus importante qu'anticipée, a un peu compromis la baisse des coûts de production.

11. Prix relatifs ⁽¹⁾

Source : INSEE.

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

La stagnation en 1985 des prix relatifs des *services privés* a laissé place à un regain de hausse dès le début 1986, bien que les libérations de prix ne soient pas encore significatives. Il est vrai que ce secteur n'a pu, au même titre que l'industrie, bénéficier des baisses de prix des matières premières énergétiques et industrielles.

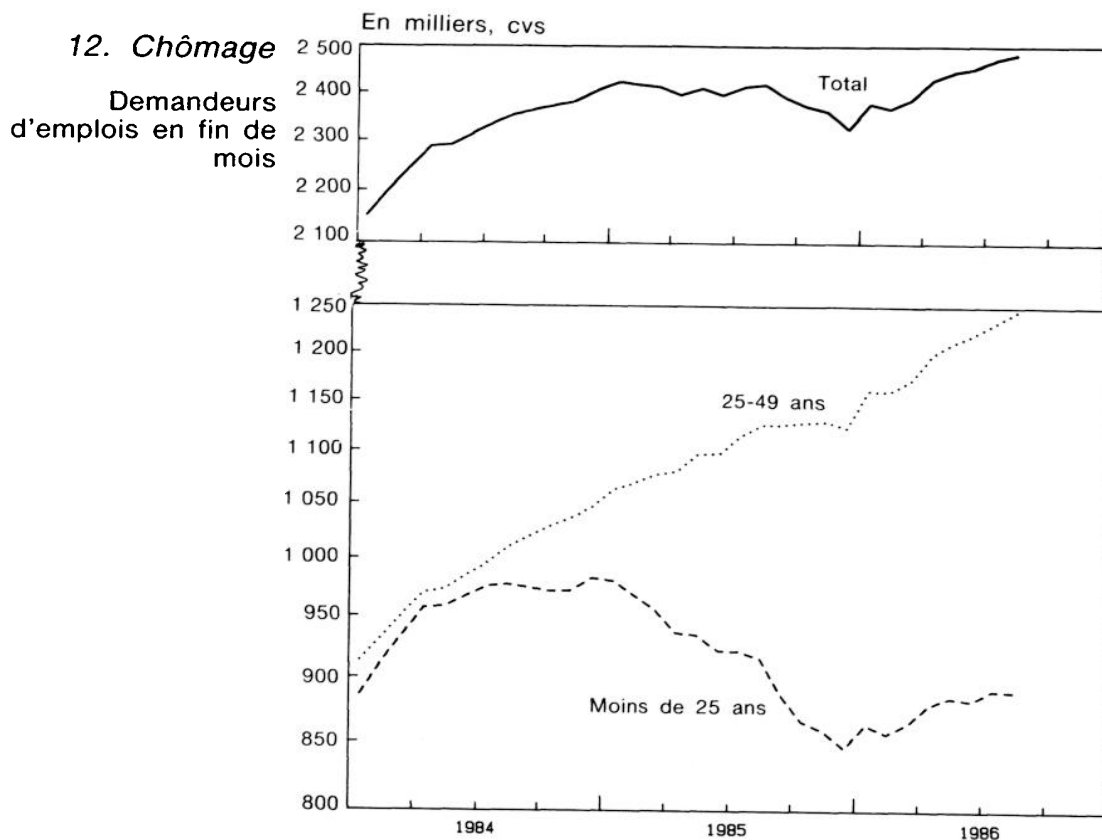
Les *loyers et l'eau* ont augmenté encore à un rythme bien supérieur à la moyenne : 5,2 % au cours des douze derniers mois.

Le chômage s'est de nouveau fortement accru malgré la stabilisation des effectifs

La stabilisation des effectifs intervenue depuis le début de 1985 s'est poursuivie au premier semestre 1986. Le recul des effectifs indus-

(14) Il s'agit des prix des produits manufacturés privés.

triels s'est atténué (- 0,4 % au cours de chacun des deux premiers trimestres 1986, contre - 0,6 % par trimestre en 1985). L'emploi a progressé au premier semestre au rythme de 1,4 % l'an dans le secteur tertiaire et de 0,4 % dans le bâtiment et génie civil, où ceci constitue une inversion de tendance significative. C'est l'accroissement de la population active et l'épuisement des effets du traitement social du chômage qui expliquent la remontée des demandes d'emploi depuis le début de 1986 au rythme de 9 % l'an, proche de celui de 1984 (graphique 12).



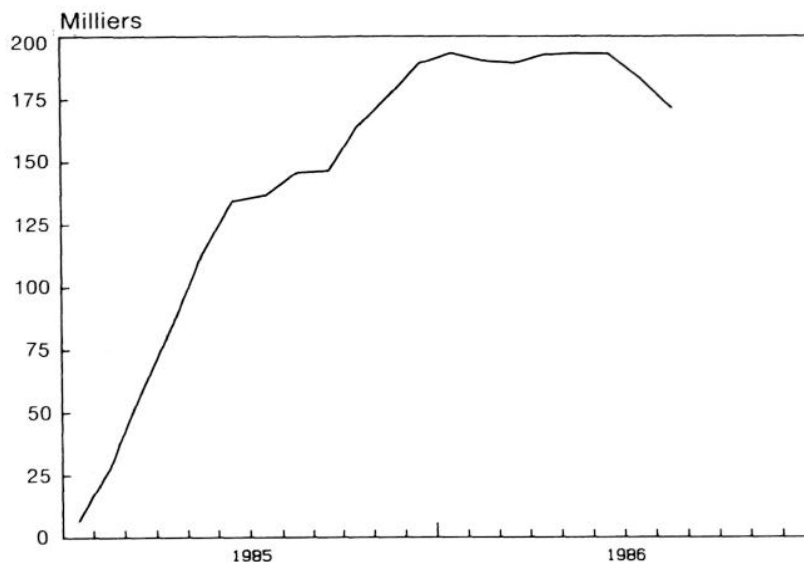
Source : ministère du Travail.

Le chômage des jeunes, après un recul régulier en 1985, s'est étendu de nouveau, entraînant la croissance du chômage total. Les travaux d'utilité collective concernaient 171 400 personnes à la fin août, contre 193 300 en janvier (graphique 13). Alors que près de 200 000 jeunes avaient ainsi été soustraits de la recherche d'un emploi en 1985 ⁽¹⁵⁾, les 20 000 TUC manquants à la mi-1986 se retrouvent désormais sur le marché du travail. Le nombre de bénéficiaires potentiels d'après les conventions signées ⁽¹⁶⁾ a été très inférieur en juillet 1986 à celui de juillet 1985 (152 200 contre 240 000) ce qui laisse présager un fort recul des bénéficiaires effectifs au cours des mois à venir si une nouvelle impulsion n'est pas donnée à ce programme ; ces emplois sont

(15) 80 % des tucistes étaient préalablement inscrits à l'ANPE.

(16) Il s'agit du nombre de places offertes par les conventions signées par les associations, communes et établissements publics, cumulé de janvier à décembre.

en effet en principe d'une durée maximum d'un an. Le nombre de stages d'insertion et formation professionnelle des jeunes a continué de progresser, mais insuffisamment pour compenser la réduction du nombre des TUC.

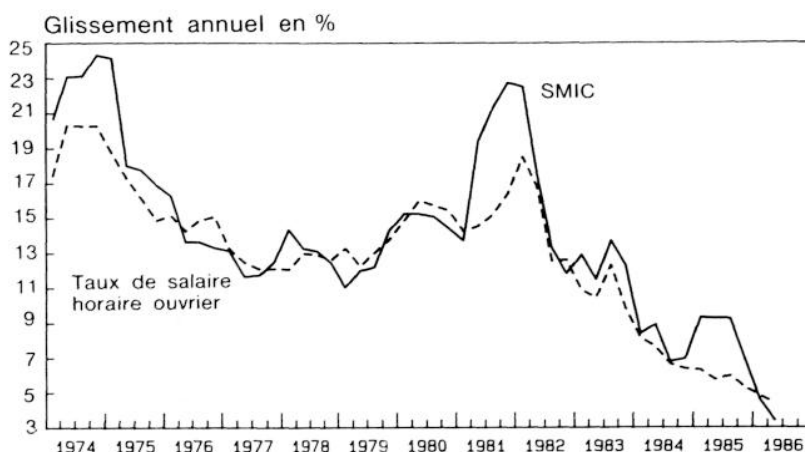


13. Travaux d'utilité collective (Stagiaires rémunérés en fin de mois)

Source : ministère du Travail.

Les salaires réels ont progressé au début de 1986

Le salaire horaire nominal ouvrier a crû de 4,4 % au cours des quatre derniers trimestres connus (juillet 1985 à juillet 1986), contre 5,3 % en 1985 (graphique 14). Au cours de cette période une décélération plus rapide que prévue des prix a permis une croissance de 2,2 % en glissement du pouvoir d'achat, contre 0,5 % en 1985.



14. SMIC et taux de salaire horaire ouvrier

Sources : INSEE, ministère du Travail.

Le SMIC étant indexé sur les prix avec un seuil de déclenchement de 2 %, ce ralentissement de l'inflation a eu pour effet d'espacer de plus en plus ses revalorisations. Depuis mai 1985 le seuil n'a été atteint qu'en avril 1986 ; connu en mai, il n'a donné lieu que le 1^{er} juin 1986 à

une revalorisation de 2,1 % du SMIC. L'indexation partielle ⁽¹⁷⁾ sur le salaire horaire ouvrier a en outre donné lieu à une augmentation de 1,2 %, le 1^{er} juillet 1986.

Les hausses du salaire horaire ouvrier tendent de plus en plus à se fonder sur un taux de hausse anticipé des prix, tandis que celles du SMIC sont indexées avec retard sur l'évolution constatée des prix. L'accélération de la désinflation a ainsi provoqué un ralentissement plus marqué du SMIC que du salaire horaire ouvrier, que la hausse supplémentaire du 1^{er} juillet n'a pas suffi à combler.

Dans la fonction publique le gel des traitements pendant toute l'année 1986 a été décidé en avril dernier. Néanmoins l'effet de report des augmentations de 1985 sur l'année en cours (2,1 %) auquel se sont ajoutés le rattrapage intervenu en février 1986 au titre de 1985 et le glissement-vieillesse-technicité conduisent à une hausse moyenne en 1986 légèrement supérieure à celle des prix.

La hausse du revenu disponible...

Au premier trimestre 1986 la croissance du revenu disponible des ménages s'est accélérée. Les gains de pouvoir d'achat des revenus salariaux et sociaux, issus dès le quatrième trimestre 1985 du fort ralentissement des prix, ont été amplifiés par une forte hausse de l'excédent brut des exploitants individuels. Les agriculteurs ont commencé à bénéficier de la baisse du coût de leurs achats (pétrole et dérivés). Et le remboursement dès janvier de l'emprunt obligatoire de 1983 a été l'occasion d'un revenu supplémentaire car les intérêts de cet emprunt ont été alors versés, gonflant le revenu disponible au premier trimestre de 0,5 %.

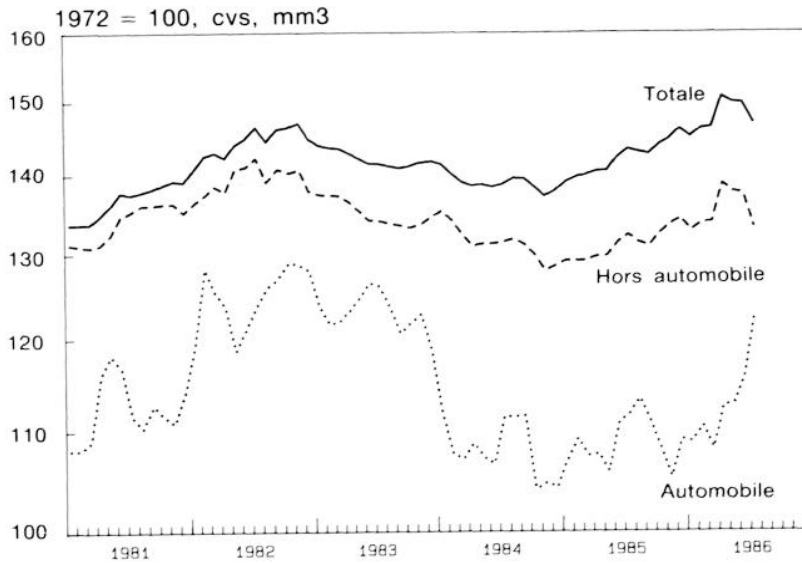
Le revenu réel des ménages, qui avait reculé de 0,2 % en 1984 et dont la croissance n'avait été que de 0,5 % en moyenne au cours de chacun des trois premiers trimestres de 1985, s'est accru de 1 % au quatrième trimestre et de 2 % au premier trimestre 1986. Le taux d'épargne financière s'est élevé de près de 1 point, malgré une consommation soutenue en début d'année et bien que le remboursement du capital de l'emprunt obligatoire ait pu avoir pour effet d'abaisser ce taux dans la mesure où une partie seulement en était remplacée, l'autre alimentant la consommation. Au printemps le revenu réel n'a plus été gonflé par les versements exceptionnels des intérêts et des primes aux fonctionnaires. Par la suite la croissance a pu reprendre encore qu'atténuée par le gel des traitements des fonctionnaires décidé en avril et la non revalorisation des pensions au 1^{er} juillet.

... a permis à la fois une progression de la consommation industrielle...

Les achats de biens durables, toujours plus sensibles que ceux des autres produits aux fluctuations conjoncturelles des revenus, se sont

(17) A raison de la moitié de la croissance du pouvoir d'achat du taux de salaire horaire ouvrier entre avril 1985 et avril 1986.

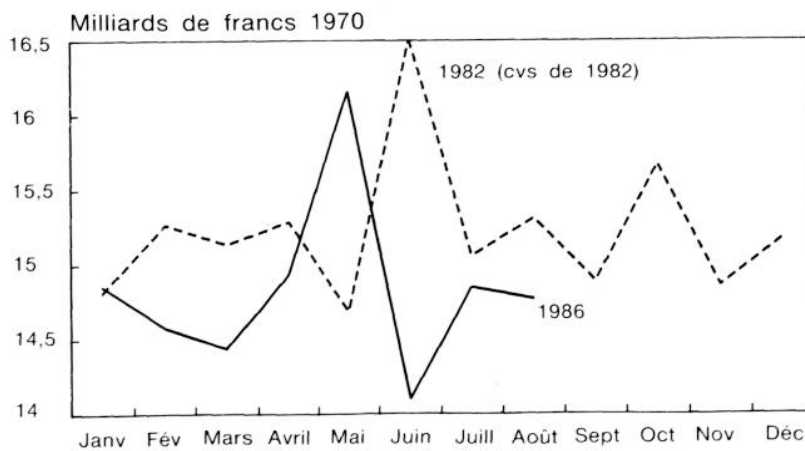
accrus au cours des huit premiers mois (graphique 15). Les immatriculations d'automobiles ont progressé de 17 % de janvier à août.



15. Consommation de produits industriels

Source : INSEE.

En avril et mai l'approche du *Mundial* en juin a provoqué un bond des achats de téléviseurs et de magnétoscopes qui se traduit dans la courbe de la consommation industrielle hors automobile. Plus précoce qu'en 1982, sa montée a été presque de même ampleur (graphique 16) bien qu'en 1982 la relance de la consommation ait été soutenue par une progression du pouvoir d'achat du revenu dont les ménages escomptaient la poursuite et que leur perception récente ait été bien différente. Interrogés en mai seuls les agriculteurs, les industriels et les commerçants considéraient avec optimisme leur situation financière future ; les salariés étaient pessimistes, car ils prévoyaient une augmentation des prix.



16. Mundial et consommation

Consommation industrielle hors automobile. Comparaison 1982-1986

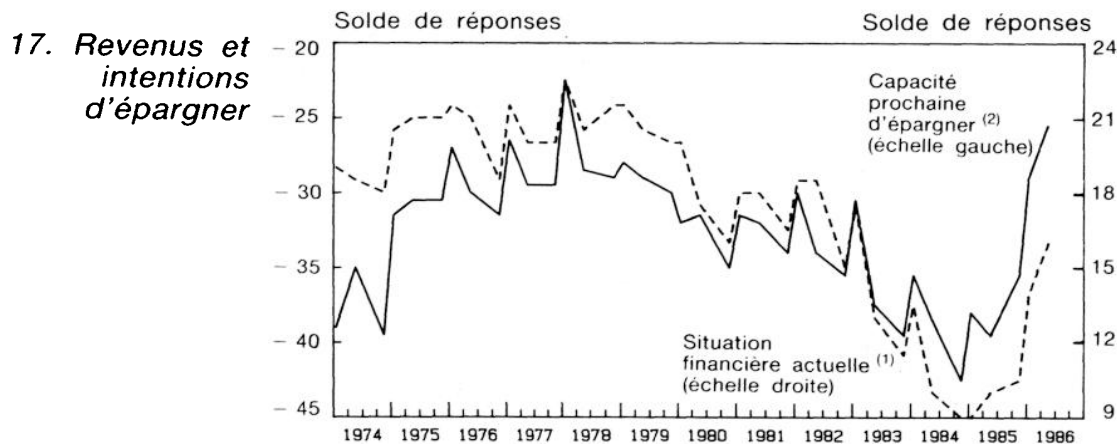
Source : INSEE.

... et un regain d'épargne

La montée du taux d'épargne financière au début de 1986 tient à la fois aux nombreuses opportunités de placements qui se sont présentées au premier semestre et au caractère inattendu de la hausse du pouvoir d'achat.

Deux enquêtes réalisées en mai nous renseignent sur le comportement des ménages. La première⁽¹⁸⁾ montre que l'augmentation de l'épargne en début d'année s'explique par une plus grande place de l'épargne « sans raison ». Les ménages, dont le revenu réel s'est élevé non par une accélération des salaires nominaux, mais par le brusque recul de l'inflation n'ayant pas perçu rapidement ces gains, ont épargné de fait, sans intention explicite. Selon l'enquête de l'INSEE la capacité future d'épargner s'est à nouveau fortement accrue, dépassant en mai le niveau élevé de 1978 (graphique 17). Or en fait en 1978 l'épargne financière atteignait 7 % du revenu disponible brut, au lieu de 5 % en moyenne en 1985.

L'appréciation portée par les ménages sur leur capacité effective à mettre de l'argent de côté est plus favorable que celle portée sur leur situation financière présente et future. L'écart entre ces deux perceptions, né de la désinflation, s'est donc encore accentué.



Source : INSEE.

(1) Appréciation des ménages sur leur situation financière actuelle.

(2) L'INSEE demande aux ménages « pensez-vous réussir à mettre de l'argent de côté au cours des prochains mois ? ».

La montée du taux d'épargne en début d'année a permis que la consommation reste soutenue à l'automne, comme en témoignent les indicateurs, certes encore ténus, dont on dispose : d'une part les commandes d'automobiles et de biens de consommation courante furent élevées en été ; d'autre part les intentions d'achats de biens d'équipement formulées par les ménages en mai dernier ont encore été fortes, bien qu'en recul par rapport à la précédente enquête de janvier.

(18) Enquête conjointe du Centre de recherche économique sur l'épargne et du Centre d'observation économique, réalisée quadrimestriellement depuis septembre 1985.

A court terme la conjoncture de la consommation est sujette à peu d'incertitude. Si le pouvoir d'achat des revenus continue de s'élever au second semestre au rythme du premier les achats progresseront. Si l'amélioration des gains réels se ralentit, ce que nous supposons, l'épargne accumulée « sans raison » au début de l'année permettra d'accroître encore les achats. La consommation suit en effet avec retard les variations des revenus réels. En 1982 un délai de deux trimestres était apparu entre la dégradation prévue de la situation financière et le recul de la consommation industrielle. L'anticipation pessimiste du niveau de vie en mai 1986 n'atteindrait plus alors la demande qu'au début de 1987. Mais la perception qu'ont eue les ménages de leur revenu futur est vraisemblablement trop pessimiste, car l'augmentation alors prévue par eux des prix se révèle excessive.

La demande de logements est restée faible

Il y a déjà plusieurs trimestres que l'analyse de la conjoncture du logement suscite des interrogations du fait d'indicateurs contradictoires. A l'origine ceci pouvait être interprété comme un signe de retournement probable du marché ; cependant la durabilité de tendances opposées tend au fil des prévisions à reporter la fin de la crise.

Au premier semestre 1986 la demande de logements neufs adressée aux promoteurs a progressé de nouveau, prolongeant la montée rapide observée depuis le début de 1985. La demande serait, selon les promoteurs, supérieure à celle de 1978. Leurs stocks d'inventés se sont réduits et leurs prévisions de mises en chantier élevées. Autres signes encourageants, l'activité des entreprises du bâtiment s'est développée et les entreprises artisanales ont connu une progression des travaux d'entretien du logement.

Pourtant les mises en chantier sont restées très faibles : 128 700 au premier semestre, au lieu de 135 900 au premier semestre 1985 et 159 600 au second. Ce recul a été surtout dû à celui des maisons individuelles. Le nombre de logements terminés a reculé davantage (110 000 au premier semestre 1986, au lieu de 124 100 au premier semestre 1985). Le nombre de logements ayant donné lieu à permis de construire a diminué aussi, quoique moins fortement.

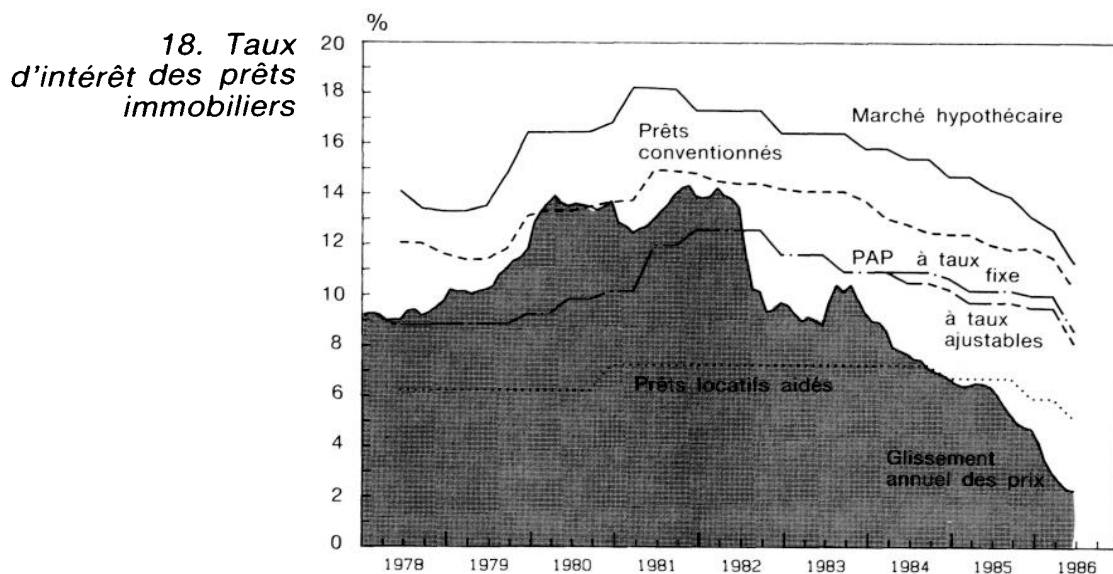
Le marché du logement neuf en Ile de France, déjà très morose au cours des cinq premiers mois de l'année, s'est encore contracté en juin et juillet selon la CAPEM⁽¹⁹⁾. L'investissement en logement des ménages, estimé par les comptes nationaux, a encore reculé de 0,8 % au premier puis au deuxième trimestre.

Les taux d'intérêt élevés ont renforcé l'attentisme des ménages

La baisse des taux d'intérêt a été sensible depuis un an. De juin 1985 à juin 1986 les taux du marché hypothécaire se sont réduits de près de 3 points, celui des prêts conventionnés de 1,7 et celui des

(19) Centre d'analyses et de prévisions immobilières.

prêts les plus aidés (prêts locatifs aidés, prêts d'accèsion à la propriété, prêts à taux ajustables) de 1,6. Mais dans le même temps l'inflation passait de 6,4 % en rythme annuel à 2,3 % (graphique 18). Ainsi les taux réels restent élevés, ce qui limite la demande solvable des ménages emprunteurs. Leur attentisme a d'ailleurs été renforcé par l'anticipation de nouvelles baisses de taux, ce dont témoigne la montée des encours des plans d'épargne logement (+ 26 % l'an). Les ménages dont les ressources sont moyennes ou faibles ont été d'autant moins avantagés que l'écart entre les taux du marché libre et ceux des prêts aidés s'est fortement réduit : un point entre le marché hypothécaire et les prêts conventionnés actuellement, au lieu de trois points environ il y a cinq ans et deux points il y a un an.



Source : Observatoire foncier et immobilier.

Les ménages qui achètent un logement pour le louer ont été moins atteints par l'insuffisance de la baisse des taux, soit qu'ils n'empruntent pas du tout, soit qu'ils empruntent aux taux du secteur libre. Mais ces investisseurs ont probablement attendu que la loi Méhaignerie soit votée et entre en application pour modifier leurs comportements passés, d'autant que les gains issus d'investissements financiers (actions et obligations) sont restés élevés.

La reprise de l'investissement s'est passagèrement ralentie

Au cours de l'été les informations disponibles semblaient tempérer les appréciations sur l'accélération de la reprise de l'investissement. Les industriels révisaient à la baisse leurs estimations de leurs dépenses d'équipement pour l'année en cours ⁽²⁰⁾. Les commandes adressées aux producteurs et aux grossistes s'étaient tassées, les importations fléchissaient au premier trimestre et, pour ne pas tendre leurs trésoreries, les industriels semblaient vouloir limiter leurs investissements plutôt que freiner leur production. Une inquiétude quant à des effets dépressifs du contre-choc pétrolier succédait à l'optimisme du début d'année et renforçait l'attentisme.

(20) 5 % en mars, 2 % en juin en francs constants.

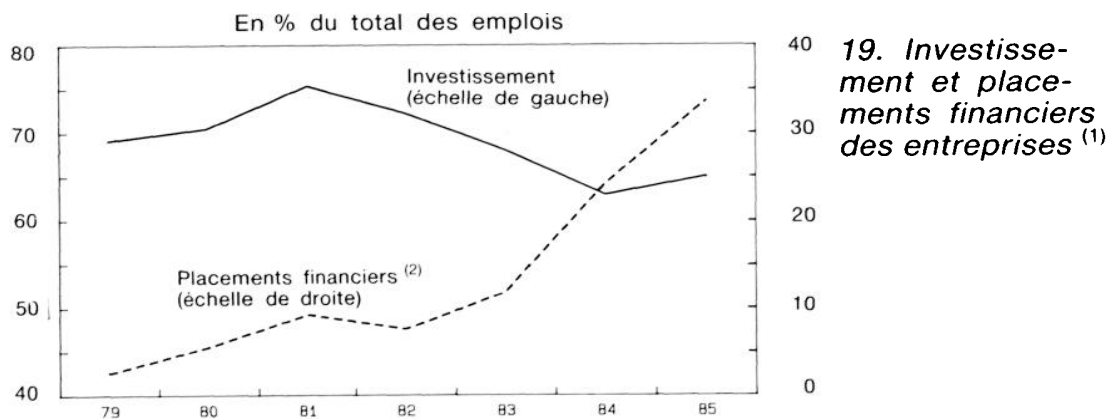
Il semble aujourd'hui que néanmoins il ne faille pas réviser à la baisse nos précédentes estimations pour l'année en cours, bien au contraire. D'abord parce que dans l'industrie la croissance de l'investissement s'est étendue après avoir été limitée aux seules industries intermédiaires et agro-alimentaires, et concerne désormais les petites et moyennes entreprises après avoir été initiée par les très grandes. Les firmes de petite taille ont même les prévisions les plus élevées pour 1986. La reprise est donc générale en 1986, bien que probablement plus faible qu'en 1984 et 1985 ⁽²¹⁾. Ensuite parce que la diffusion de la reprise aux commerces et aux services, perceptible dès 1985, se réalise. Même dans le bâtiment et le génie civil les reculs successifs des dix dernières années pourraient s'interrompre.

La meilleure tenue des commandes récentes de biens d'équipement confirme que les dépenses actuelles doivent être plus fortes qu'au premier semestre.

Elle est restée modeste au regard de l'amélioration des profits

Le taux de marge ⁽²²⁾ a atteint 28,5 % au premier trimestre 1986 au lieu de 22,6 % au troisième trimestre 1982. Le taux d'épargne des entreprises ⁽²³⁾ a ainsi retrouvé son niveau de 1979. Dans l'industrie comme dans le bâtiment et le commerce les dernières enquêtes disponibles montrent que les entreprises ressentent une nouvelle amélioration de leurs trésoreries après celle décrite par les comptes trimestriels pour le début de l'année.

Le redressement de leur taux d'épargne ne s'est cependant pas accompagné d'une augmentation du taux d'investissement ⁽²⁴⁾, qui a stagné depuis la mi-1984, après avoir fortement reculé. L'investissement a pâti du développement des placements financiers (graphique 19).



Source : INSEE, Comptes de la nation 1985.

(1) Hors grandes entreprises nationales.

(2) Actions, obligations et autres participations.

(21) L'investissement industriel a progressé de 10 % en 1984 et 7 % en 1985 en volume ; nous estimons à 4 % la croissance de 1986, la prévision des industriels interrogés par l'INSEE en juin nous semblant sous-évaluée du fait d'une surestimation des prix.

(22) Rapport de l'excédent brut d'exploitation à la valeur ajoutée, cf. Chronique de conjoncture, Revue *Observations et diagnostics économiques*, n° 15, avril 1986, pour de plus amples détails.

(23) Rapport de l'épargne brute à la valeur ajoutée.

(24) Rapport de la formation brute de capital fixe à la valeur ajoutée.

En 1984 et 1985 le flux annuel des émissions d'actions et d'obligations a même été inférieur à celui des souscriptions par les entreprises et il est probable que cette tendance a perduré cette année.

La saturation apparente des capacités de production dans l'industrie...

La faculté de répondre à une demande en extension dépend du degré de disponibilité des capacités de production. Si elles sont proches de la saturation, toute demande supplémentaire risque de gonfler excessivement les importations ou de raviver la hausse des prix. Il en est de même si des équipements inutilisés subsistent, mais s'avèrent insuffisamment compétitifs aux prix actuels. Aussi importe-t-il de fournir un diagnostic précis sur ce point pour estimer ce que seront les évolutions de l'emploi et de l'investissement. Si des marges rentables de capacité sont inutilisées, un surplus de demande peut permettre à terme des embauches avec des progrès moyens de productivité et de salaire individuel. Sinon l'effort de modernisation des équipements se poursuivra au détriment de la masse des rémunérations.

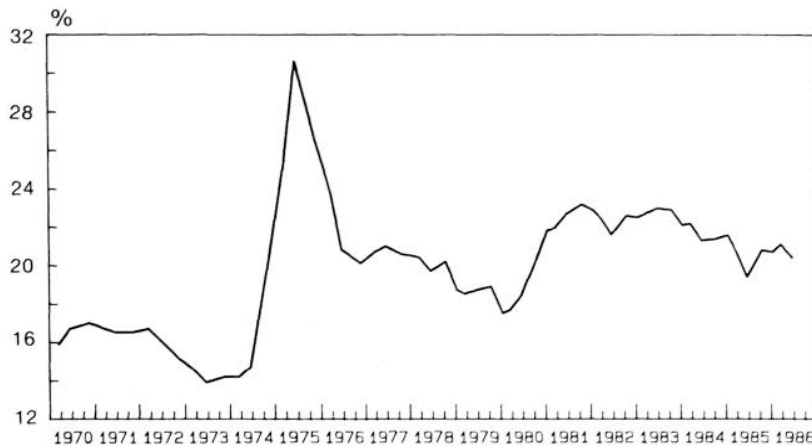
Les symptômes ne manquent pas pour dénoncer la faiblesse des marges rentables des capacités. La mollesse de l'activité industrielle contraste avec la vigueur de la consommation et des importations. Les exportations françaises ont perdu du terrain depuis plusieurs années sur de nombreux marchés. Les marges de capacité disponibles avec embauche ont effectivement diminué en moyenne dans l'industrie (23 % des capacités totales en juin 1983, 20,4 % en juin 1986) (graphique 20), tandis que l'effort d'équipement demeurerait tourné vers la rationalisation. La part des dépenses destinée à accroître les capacités n'a été que de 32 % du total des investissements en juin 1986, contre 38 % en novembre 1983. Les industriels sont restés nombreux à juger leurs capacités excédentaires (graphique 21).

Cette saturation apparente se retrouve à des degrés divers dans les autres pays européens. Elle est extrême en RFA, où le taux d'utilisation des capacités industrielles est en passe de rejoindre ses plus hauts niveaux de 1973 et 1979.

Mais il faut prendre garde que les observations moyennes recouvrent des situations différentes selon les branches d'activité.

... est due surtout à l'élimination d'équipements obsolètes dans certaines branches

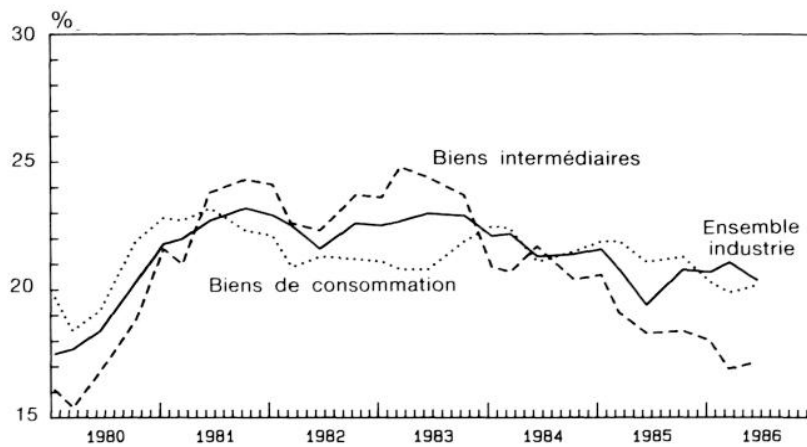
Le secteur des *biens intermédiaires* est celui où la baisse des marges de capacité de production disponibles avec embauche est la plus spectaculaire. Entre juin 1983 et juin 1986 elles se réduisent de 28,6 % à 17,2 %, revenant ainsi progressivement aux niveaux de 1979-1980. Cette baisse provenant de déclassements, il serait prématuré d'en conclure un développement prochain des dépenses d'équipement, tant que les restructurations ne sont pas achevées.



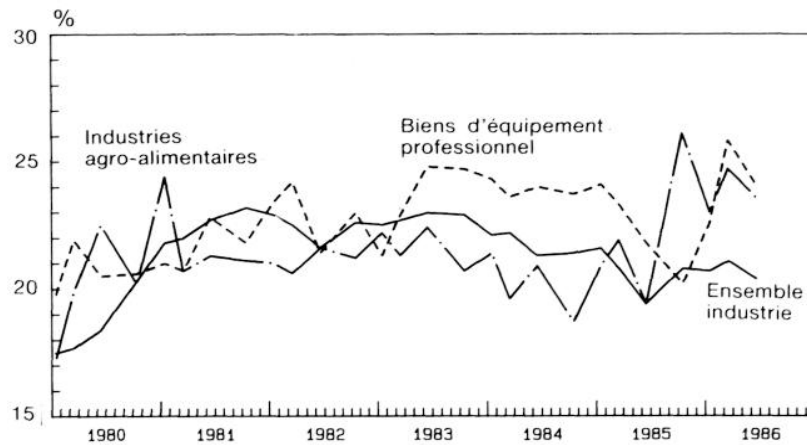
20. Marge de capacité de production avec embauche

Marge moyenne de capacité de production disponible exprimée en % des capacités totales

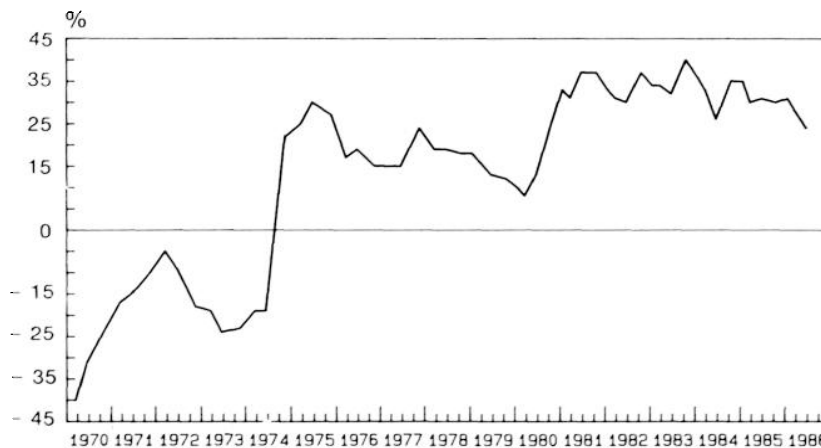
Dans l'industrie



Dans les biens intermédiaires et les biens de consommation



Dans les industries agro-alimentaires et les biens d'équipement professionnel



21. Jugement sur les capacités de production dans l'industrie

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

Source : INSEE.

C'est de loin dans la sidérurgie que les marges de capacité disponibles ont reculé le plus fortement. Le terme d'effondrement n'est pas trop fort, puisqu'entre mars 1983 (date à laquelle elles ont culminé aux environs de 39 %) et mars 1986 elles ont perdu près de 28 points. A 11,4 % elles sont parvenues à des niveaux jamais atteints depuis 1969. Cela est dû à des restructurations et des mises au rebut massives. Seuls des investissements de modernisation ont été effectués dans la période récente.

La décreue des marges de capacité disponibles est aussi très importante dans la chimie de base. Alors qu'en janvier 1982 les marges culminaient à 29 %, elles n'étaient plus que de 12 % en juin 1986. Ces niveaux sont aussi parmi les plus bas jamais atteints. Mais, à côté de fermetures, coexistent des dépenses d'équipement qui sont de plus en plus destinées à accroître les capacités. L'investissement pourrait donc continuer à s'y développer.

Dans les autres industries intermédiaires la baisse des marges disponibles a été moins nette et beaucoup plus récente. Le développement des investissements y serait donc de faible ampleur.

Dans les industries *de biens de consommation* la réduction des marges de capacité est restée encore modeste, mais elle s'est peu à peu généralisée à l'ensemble du secteur (à l'exception de la parachimie-pharmacie). Un développement des investissements est donc possible, grâce à la bonne tenue de la demande.

Dans les *biens d'équipement professionnel* la réduction des capacités disponibles observée en 1985 n'a pas été confirmée au début de 1986. Cependant les industriels sont moins nombreux à juger leurs capacités excédentaires et devraient donc accroître leurs dépenses d'équipement. Dans la mécanique les capacités inutilisées ont fortement diminué entre juin 1983 (36 %) et juin 1986 (27,4 %) revenant ainsi à leur niveau de 1981. La reprise de l'investissement pourrait donc s'y prolonger.

Dans l'industrie *automobile*, où la part des investissements d'adaptation à de nouvelles fabrications reste le meilleur indicateur de l'évolution à venir des dépenses d'équipement, un pallier semble avoir été atteint, après une forte hausse en 1985.

Dans les *industries agro-alimentaires* les marges de capacité ont fortement augmenté en 1985 (passant de 19,4 % en juin à 26,1 % en octobre). En dépit d'un mouvement de repli au début de 1986, elles restent à un niveau supérieur à celui de la période 1981-1984 et à fortiori à celui des années antérieures au second choc pétrolier. Ceci n'est pas surprenant dans un secteur où l'investissement en volume a été soutenu pendant les années 1979 à 1984 et la part des investissements de capacité quasiment stable. Un recul des investissements est envisageable.

Ce bilan sectoriel tempère l'impression de blocage de l'économie qui prévalait encore récemment. La réduction, en moyenne, des marges de capacités recouvre bien l'élimination d'équipements obsolètes, principalement dans les biens intermédiaires. Bien que ce processus ne soit pas

achevé, on relève simultanément dans d'autres branches l'existence d'équipements prêts à répondre à un regain de demande et des attitudes plus favorables à l'investissement. Le redressement de la situation financière des entreprises peut donc commencer à porter ses fruits.

Comparaison de l'effort d'investissement industriel en France et en d'autres pays européens

Un retard de la France par rapport à ses principaux partenaires européens peut-il être à l'origine des problèmes de compétitivité de l'économie française ? Les réductions des dépenses d'équipement dans l'industrie manufacturière ont-elles été plus importantes dans notre pays que dans le reste de l'Europe ? A l'inverse, la reprise actuelle y est-elle moins prononcée ?

Pour répondre à ces questions il nous a semblé utile de comparer l'évolution de l'investissement en France, en Allemagne fédérale, en Italie et au Royaume-Uni. Les données sont représentées successivement en niveau (volume aux prix et taux de change de 1975) et en taux (rapport de l'investissement à la valeur ajoutée, tous deux aux prix courants).

L'investissement des entreprises industrielles est resté en masse constamment supérieur en Allemagne fédérale à ce qu'il était en France (graphique 22). Le recul de l'investissement avait été plus marqué outre-Rhin lors de la récession de 1975 qu'il ne le fut lors de celle de 1981, contrairement à ce qu'il advint en France. Aussi l'écart s'est-il trouvé temporairement presque gommé en 1975. Les fluctuations de l'investissement ont été toujours plus amples chez nos voisins germaniques que chez nous. La dernière reprise est intervenue un an plus tard en Allemagne ⁽²⁵⁾, mais la croissance de l'investissement y a été plus forte en deux ans qu'au cours des trois dernières années en France, ce qui a creusé à nouveau l'écart.

La hiérarchie des taux d'investissement est inverse de celle des volumes (graphique 23). Bien qu'elles conduisent à des conclusions différentes, les deux mesures sont importantes. De 1970 à 1985, le taux d'investissement, qui rend compte de l'effort réalisé, a toujours été plus grand en France. L'écart s'est creusé de 1972 à 1974, s'est progressivement résorbé jusqu'en 1981, puis s'est élargi à nouveau. Il n'empêche qu'un volume plus faible d'investissement en France, dû à la plus petite taille de l'industrie, pénalise notre capacité d'offre.

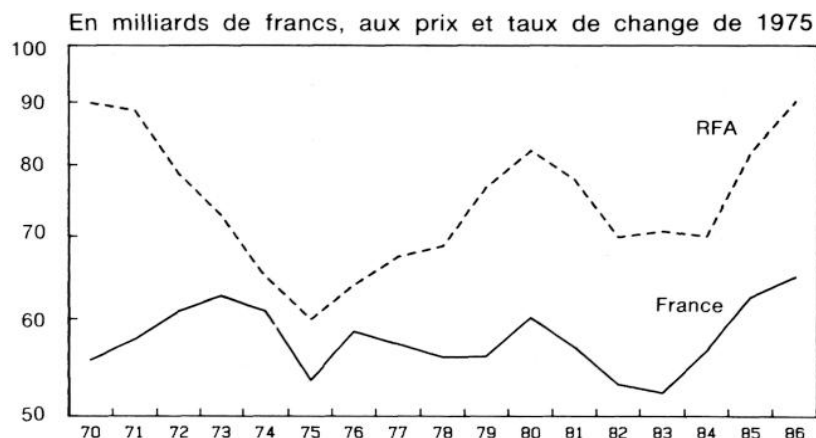
Dans ces deux pays les investissements ont été principalement orientés vers la modernisation de l'appareil productif (graphique 24). Mais on observe depuis 1983-1984 en RFA un redressement de la part des investissements destinés à accroître les capacités, car les taux d'utilisation se sont élevés ; nul doute qu'avec la saturation actuelle des capacités en RFA cette part continue de progresser. Ceci pourrait se traduire par une nouvelle augmentation du taux d'investissement ⁽²⁶⁾.

(25) L'augmentation de l'investissement en 1983, due à des mesures fiscales temporaires, a été compensée par une baisse en 1984.

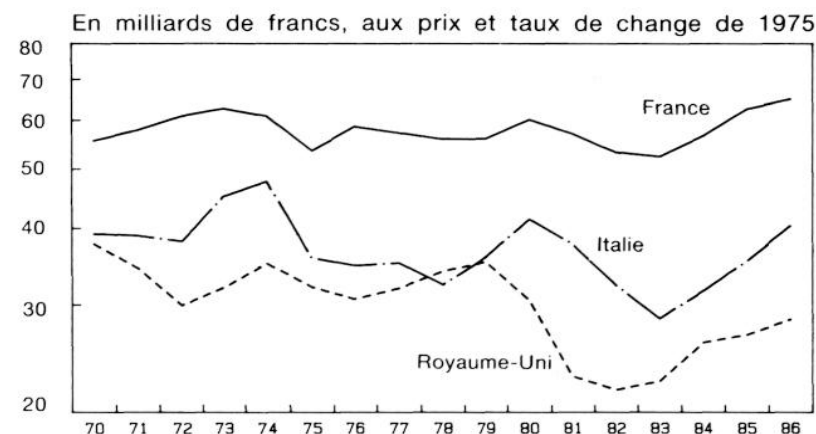
(26) Sur la liaison « investissement de capacité - taux d'investissement » et plus généralement sur la comparaison des investissements industriels en France et en RFA voir l'article de Françoise Milewski, *Revue Observations et diagnostics économiques*, n° 10, janvier 1985.

22. Volume d'investissement dans l'industrie

En France et en RFA

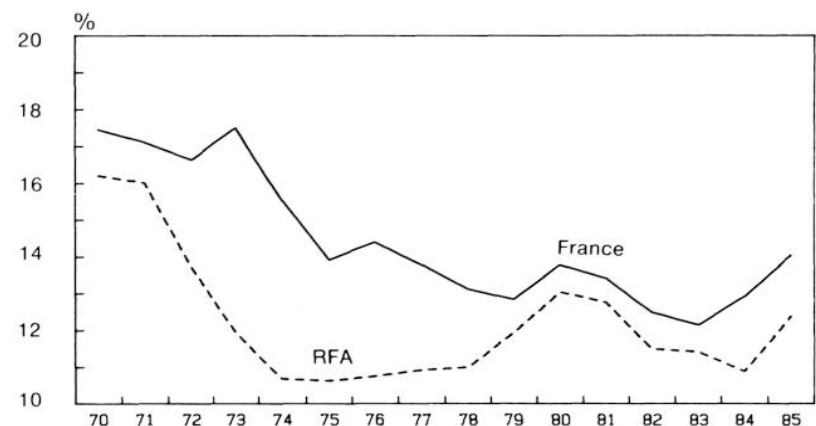


En France en Italie et au Royaume-Uni

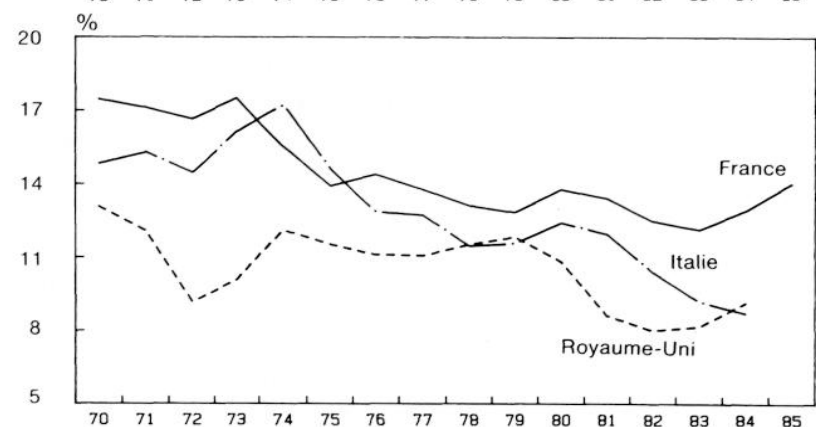


23. Taux d'investissement dans l'industrie ⁽¹⁾

En France et en RFA

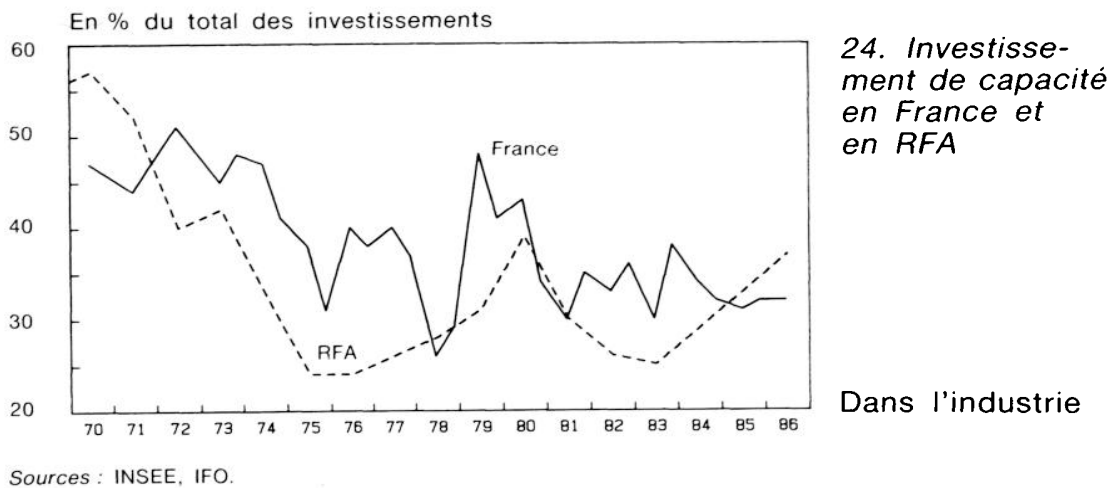


En France en Italie et au Royaume-Uni



Sources : Eurostat, enquêtes de conjoncture de la CEE, Comptes nationaux, IFO, INSEE, estimations OFCE.

(1) Rapport de l'investissement à la valeur ajoutée tous deux aux prix courants.



Le niveau de l'investissement dans l'industrie manufacturière est depuis longtemps inférieur au *Royaume-Uni* à ce qu'il est en France (graphique 22). C'est en 1981 et 1982 que l'écart a été le plus fort, le Royaume-Uni semblant ressentir très durement le changement de politique économique ; il s'est atténué entre 1983 et 1984, la reprise des dépenses d'équipement ayant eu lieu plus tôt outre-Manche et la croissance y étant plus forte en 1984⁽²⁷⁾ ; il reste cependant plus grand qu'en début de période. L'investissement britannique est encore actuellement bien inférieur à celui de 1970 et de 1980. Les taux d'investissement ont aussi toujours été moins élevés au Royaume-Uni qu'en France. Ils s'étaient peu à peu rapprochés jusqu'en 1979, mais l'écart s'est de nouveau élargi depuis 1980.

L'Italie occupe une place intermédiaire entre la France et le Royaume-Uni. Les cycles de l'investissement y sont plus prononcés qu'en France ; le repli fut plus fort après les chocs pétroliers et la reprise actuelle est plus prononcée. La supériorité des taux d'investissement français n'a cessé de se réduire au début des années soixante-dix et le taux italien était même devenu temporairement supérieur en 1974 et 1975.

Parmi les pays européens que nous venons d'étudier la France ne semble donc pas avoir cumulé des retards d'investissement manufacturier. En niveau elle se situe au second rang, derrière la RFA ; en taux elle est au premier, encore que le boom que connaissent actuellement les dépenses d'équipement en Allemagne puisse modifier bientôt ce classement. La dégradation de notre compétitivité industrielle n'est donc pas due à un effort d'investissement insuffisant de l'industrie prise dans son ensemble vis-à-vis de celle des autres pays européens. Nos difficultés tiennent plus à l'existence de capacités encore obsolètes dans certains secteurs, qui pèsent sur la productivité moyenne de notre industrie, à son insuffisante spécialisation en certains produits et à une orientation sectorielle moins bonne qu'en RFA.

(27) La formation brute de capital fixe productive a été particulièrement dynamique en 1984-1985 en anticipation du durcissement de la fiscalité sur les amortissements.

2. Comment ont été mesurés les investissements des pays européens

Toute comparaison internationale se heurte aux incohérences de nomenclature. Une harmonisation est effectuée par la Communauté européenne. Aussi avons-nous utilisé ces séries ⁽¹⁾ pour tous les pays, à l'exception de la France. Pour cette dernière a été constituée, à partir des Comptes nationaux ⁽²⁾, une série comprenant la formation brute de capital fixe dans les industries agro-alimentaires et l'industrie manufacturière, aussi proche que possible de la nomenclature européenne. Nous nous sommes volontairement limités à l'industrie manufacturière du fait des distorsions que n'aurait pas manqué de faire apparaître sur les séries britanniques l'introduction de la branche pétrole. Pour la France nous avons utilisé pour 1986 nos propres prévisions. Pour tous les autres pays les mises à jour ont été effectuées pour les années 1985 et 1986 ⁽³⁾ à partir des enquêtes auprès des chefs d'entreprises ⁽⁴⁾. Les comparaisons des volumes ont été effectuées en niveau aux prix et taux de change de 1975, car le choix d'une année de base rend les comparaisons trompeuses selon le moment du cycle choisi.

(1) Eurostat - Comptes nationaux détaillés par branche.

(2) Comptes de la nation 1985.

(3) Et même 1984 pour l'Italie et la RFA.

(4) Celles-ci sont réalisées dans chaque pays par un institut de prévision et centralisées par la Commission des Communautés (Economie européenne - Supplément B). Pour la RFA l'enquête originale détaillée (IFO mars-avril 1986) a été directement exploitée.

Une amélioration tardive du commerce extérieur

L'amélioration prévue du commerce extérieur en valeur a tardé à se concrétiser. Il aura fallu attendre le mois d'août pour retrouver un excédent (3,2 milliards de francs) comparable à celui du mois de janvier. Le déficit cumulé a été ramené à 2,4 milliards. De mars à juin le déficit moyen était de 2,7 milliards par mois, autant qu'en 1985 (2,5 milliards).

L'allègement de la facture énergétique induite par la baisse du prix du baril, jointe à celle du dollar, a été net : - 8,1 milliards par mois depuis janvier, contre - 15 en 1985, soit une économie mensuelle de près de 7 milliards.

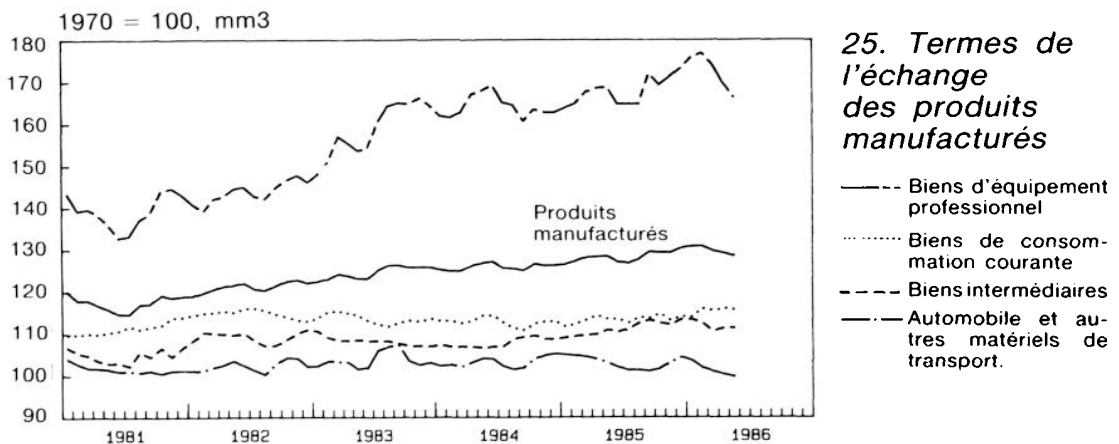
L'excédent agro-alimentaire a plafonné (2,4 milliards par mois depuis janvier, après 2,6 en 1985). La baisse du dollar et le développement des subventions accordées outre-Atlantique ont intensifié la concurrence américaine sur les marchés tiers (principalement l'URSS), accélérant la baisse des prix agricoles mondiaux.

Les échanges industriels se sont fortement détériorés. L'excédent s'est progressivement réduit. En moyenne mensuelle il a atteint 3,6

milliards, contre 7,4 en 1985, et hors matériel militaire seulement 0,3. Les livraisons militaires ont légèrement augmenté en valeur (3,3 milliards par mois contre 3 en 1985). Celles de l'aéronautique civile ont baissé, le nombre d'airbus vendus s'étant réduit et surtout leur montant en francs s'étant amoindri avec la baisse du dollar.

Les termes de l'échange industriel ont été favorables...

En moyenne au cours des six premiers mois de l'année la France a bénéficié de gains des termes de l'échange industriel (+ 1,2 % par rapport à 1985) ⁽²⁸⁾. Toutefois si les termes de l'échange se sont améliorés au premier trimestre grâce à la poursuite de la diminution des prix des produits manufacturés importés, ils se sont détériorés au deuxième trimestre (graphique 25), la dévaluation intervenue en avril dernier ayant modifié les prix des produits manufacturés échangés avec la CEE. Le coût de nos achats s'est accru, le prix de nos ventes s'est réduit. Si bien que les termes de l'échange ont baissé avec cette zone de près de 3 % au deuxième trimestre. Toutefois le redressement qui s'est amorcé dès le mois de mai devrait se confirmer. Les évolutions des termes de l'échange industriel ont en effet dans le passé été, sauf à très court terme, peu sensibles aux mouvements des taux de change, les comportements de marge des exportateurs en gommant en partie les effets.



Source : INSEE.

La hausse d'une courbe signifie une amélioration des termes de l'échange.

La forte amélioration des termes de l'échange des biens d'équipement professionnel au quatrième trimestre 1985 et au premier trimestre 1986 a résulté de leur hausse spectaculaire dans les échanges avec les pays autres que ceux de l'OCDE. Au deuxième trimestre 1986 ils ont sensiblement baissé, la progression enregistrée vers le reste du monde s'étant infléchie et les termes de l'échange s'étant fortement détériorés avec la CEE.

L'évolution récente des termes de l'échange des biens intermédiaires a été peu différente de celle de l'ensemble des produits industriels,

(28) Les séries retenues ici pour le partage volume-prix sont les séries mensuelles de l'INSEE, et non celles des Comptes trimestriels qui en dérivent ultérieurement. Celles-ci ne fournissent pas de chiffre par zones.

mais les mouvements de prix y ont été importants. Les baisses des prix des matières premières et des produits énergétiques depuis la mi-1985 ont entraîné celles des prix des biens intermédiaires. Ainsi du premier trimestre 1985 au premier trimestre 1986 les prix à l'importation de ces biens ont fléchi de 9,4 %, ceux à l'exportation de 6,8 %.

... mais la dégradation du taux de couverture en volume s'est poursuivie

La médiocrité des échanges de produits manufacturés en volume au premier semestre a soulevé de multiples interrogations. Assistait-on à la diminution brutale d'une compétitivité déjà laminée ? En fait l'écart de croissance apparu entre la demande intérieure et la demande étrangère en a été la raison essentielle. L'augmentation des importations (+ 1,3 % au premier trimestre et + 4,3 % au deuxième) a résulté de la progression conjointe de la consommation et de l'investissement. La baisse des exportations, plus importante que prévue, (- 0,7 %, puis - 0,8 %), a été due au tassement de la demande mondiale, à cause notamment de la chute des marchés de l'OPEP et africains, vers lesquels nous sommes davantage orientés que les autres pays industrialisés.

Certes notre compétitivité a été affaiblie par la baisse du dollar, qui a intensifié la concurrence américaine ; mais les effets ne se sont pas encore traduits par des pertes de parts de marché.

L'affaiblissement de la compétitivité de nos produits est ancien et il n'avait cessé de s'accuser de 1982 à 1985 ⁽²⁹⁾. Une analyse des exportations d'automobiles et des importations de biens d'équipement professionnel met plutôt en évidence une atténuation de cette tendance et ne confirme nullement la thèse d'un effondrement subit.

Sur le marché européen les performances de l'industrie automobile française ont été meilleures

La médiocrité des performances de l'industrie automobile française sur le marché européen ⁽³⁰⁾ de 1979 à 1984 avait révélé une perte de compétitivité, accentuée par un retard de la sortie des nouveaux modèles. La part de nos ventes sur ce marché avait été ramenée de 16,2 % en 1979 à 12,6 %, tandis que celle de l'Allemagne s'élevait de 18,6 % à 21,7 %. La pénétration française s'est légèrement redressée en 1985 et au début de 1986. Elle a atteint 13 % l'an passé et devrait se situer entre 13,5 et 14 % cette année si les résultats du second semestre confirment ceux du premier. Ce qui n'aurait rien d'exceptionnel par rapport aux niveaux des années soixante-dix. La pénétration allemande a continué de se renforcer en 1985 (23,4 %), mais s'est stabilisée depuis le début de l'année (23 %). Pour faibles qu'aient été ces variations récentes, elles annoncent peut-être la fin de la redistribution des parts de marché entre les producteurs européens, essentiellement entre la France et l'Allemagne ; d'autant que les différentiels de conjoncture ont peu contribué à ces mouvements.

(29) Chronique de conjoncture, Revue *Observations et diagnostics économiques*, pp. 43-46, n° 15, avril 1986.

(30) Vers laquelle 70 à 80 % de nos exportations automobiles sont orientées.

Pourtant la concurrence étrangère est selon l'INSEE toujours durement ressentie par les industriels français de l'automobile, nonobstant la légère amélioration constatée sur les marchés européens. Elle conforte l'idée que la détérioration de la compétitivité des automobiles françaises dans le reste du monde, en particulier en Amérique du Nord, due au manque de renouvellement des modèles et, à partir de la mi-1985, à la baisse du dollar, s'est poursuivie.

La compétitivité des biens d'équipement sur le marché intérieur s'est un peu dégradée

Le taux de pénétration en volume des importations de biens d'équipement professionnel sur le marché intérieur ⁽³¹⁾ a baissé du deuxième trimestre 1985 au premier trimestre 1986, la reprise de l'investissement ayant été retardée. Au second trimestre 1986 l'investissement ayant été plus soutenu, les importations ont fortement augmenté et le taux de pénétration a dû s'accroître. Ces fluctuations de court terme sont dues à la grande sensibilité des importations aux variations de l'investissement.

Plus inquiétantes sont les réponses des industriels interrogés par l'INSEE, qui font état d'une légère dégradation de la compétitivité due aux prix de revient et aux prix de vente.

Le déficit énergétique s'est réduit

La poursuite de la baisse des prix pétroliers sur les marchés mondiaux, jointe à celle du dollar, a amélioré le solde énergétique, plus même que ne le laissaient présager les premiers résultats douaniers. En effet l'existence depuis décembre 1985 de contrats « net back » pour l'approvisionnement en pétrole, c'est-à-dire de contrats dont le prix est fixé par référence à ceux des produits raffinés sur les marchés mondiaux, a fait que les raffineurs ont déclaré des prix d'achat provisoires, puis les ont corrigés les mois suivants. Ces contrats se généralisant, les rectifications apportées au montants initiaux ont été sans précédent, atteignant 4,4 milliards au premier semestre. Au déficit global de 2,5 milliards de janvier à août se trouve aussi substitué un excédent d'environ 1 milliard. Les prix du gaz naturel importé ont suivi avec un léger retard l'évolution des cours des produits pétroliers en raison des formules d'indexation. Mais étant donné leur relativement faible poids dans nos approvisionnements, les variations du prix de l'ensemble de nos importations énergétiques n'ont guère été affectées par ce retard.

En dépit du recul régulier des prix pétroliers le déficit s'est stabilisé de février à avril, puis en juillet-août, en raison de la hausse des quantités importées et de la diminution en valeur des exportations. Au début de 1986 nos achats de pétrole avaient baissé en volume du fait d'un déstockage anticipant la baisse des prix. Puis dès le mois de mars

(31) En progression régulière depuis les années soixante, il a atteint plus de 50 % en 1982 et près de 54 en 1985 ; toutefois le taux de croissance tendanciel s'est ralenti avec la faiblesse de l'investissement. Voir Revues *Observations et diagnostics économiques*, n° 3, février 1983, pp. 36-38 et n° 15, avril 1986, pp. 46-48.

la réduction des prix a été compensée par une nette reprise des volumes, car les importateurs, constatant la relative fermeté du dollar au second trimestre, et s'interrogeant sur le devenir des prix pétroliers, ont préféré restocker. En mai ce comportement s'est inversé : les achats ont fléchi en volume et les prix ont continué de baisser.

L'excédent de la balance des paiements courants...

L'excédent de notre balance des transactions courantes, apparu dès la mi-1985, s'est amplifié au premier semestre 1986 (planche VIII). L'amélioration de notre balance courante provenait essentiellement en 1985 d'un gonflement exceptionnel, après quatre ans de stagnation ou de reflux, de l'excédent des services (+ 14 milliards de francs), le portant au niveau le plus haut de la décennie passée, tandis que le déficit du commerce extérieur se creusait. En revanche l'amélioration récente des paiements courants a eu pour origine le rétablissement du solde des biens, l'excédent des invisibles plafonnant à un niveau élevé.

L'excédent des échanges de services a faiblement augmenté, grâce à un service de la dette moins coûteux et de bonnes performances des transports internationaux. Les recettes touristiques ont diminué, à cause de la désaffection des Américains. Les revenus tirés de grands travaux et de la coopération technique ont été réduits par la raréfaction des grands contrats passés avec les pays en développement. Le déficit des transferts a été creusé occasionnellement au premier trimestre par le versement d'une contribution importante au budget des Communautés européennes.

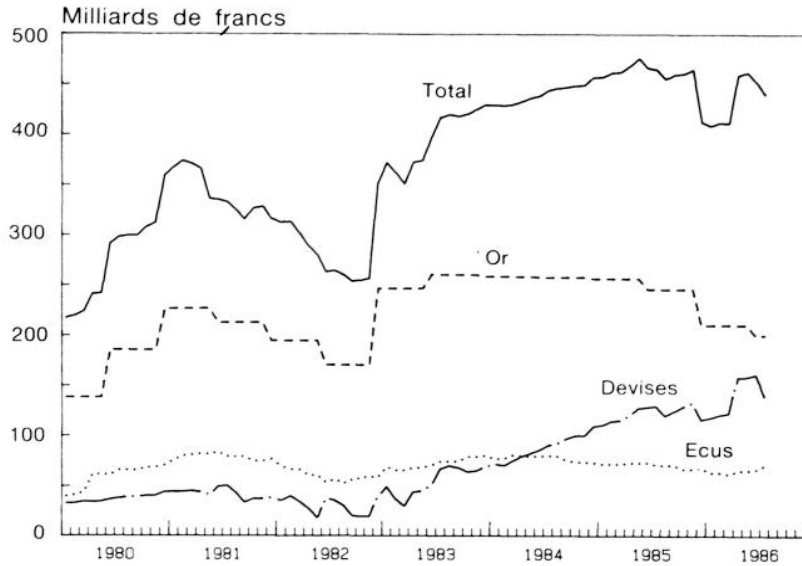
... et l'entrée de capitaux à court terme ont permis une progression de nos réserves de change...

Au début de 1986 les flux de capitaux à long terme sont restés défavorables à notre équilibre financier extérieur. Le repli du volume des crédits commerciaux accordés par la France a été plus que compensé par une évolution négative du solde des investissements : les investissements français à l'étranger se sont accrus, tandis que les investissements étrangers en France reculaient, tant en flux directs qu'en opérations de portefeuille. Au premier trimestre ce furent surtout les investissements étrangers directs qui se réduisirent et au second les investissements de portefeuille (repli des achats de valeurs mobilières françaises par des non résidents et progression des souscriptions françaises lors des émissions obligataires étrangères). Mais les non résidents ont au printemps apporté plus de capitaux par des opérations à court terme. C'est pourquoi nos réserves publiques de change se sont accrues, tout particulièrement au second trimestre, alors que l'endettement du système bancaire vis-à-vis de l'étranger s'accroissait.

La chute des cours de l'or et le repli du dollar depuis la mi-1985 ont pesé sur l'évaluation de nos réserves⁽³²⁾ de mai 1985 à juin 1986, la

(32) Sur les règles semestrielles d'évaluation, voir chronique de conjoncture, Revue *Observations et diagnostics économiques*, n° 13, octobre 1985, pp. 68 et 69.

moins value a atteint 70,8 milliards. Néanmoins les avoirs totaux ne se sont trouvés réduits que de 476,4 à 452,8 milliards de francs, soit de 23,6 milliards (graphique 26). Les entrées effectives de capitaux ont donc été d'environ 47 milliards de francs.



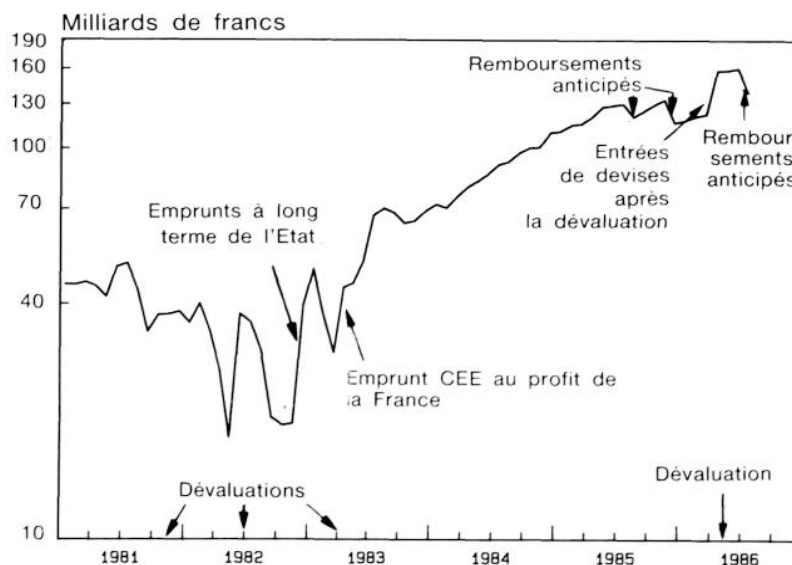
26. Avoirs officiels de change en fin de mois

Source : Trésor.

... après la dévaluation d'avril

Les réserves en devises ont fortement progressé depuis le début de 1986 (+ 17,1 milliards de francs de la fin mars à la fin juillet) malgré les remboursements anticipés de la dette extérieure publique (25,7 milliards depuis avril).

On peut tout d'abord remarquer (graphique 27) que la dévaluation d'avril, contrairement aux précédentes, n'a pas été précédée par une baisse importante des réserves de devises, le Fonds de stabilisation



27. Avoirs en devises en fin de mois

Source : Trésor.

des changes (FSC) n'ayant pas été contraint d'intervenir pour soutenir le franc. Après la dévaluation les entrées de devises furent massives et prolongées, là encore à l'inverse des dévaluations précédentes où elles furent éphémères, les reconstitutions d'avoirs de la fin de 1982 et dans une moindre mesure du début de 1983 ayant été permises par les emprunts à long terme. Dès avril 1986 les entrées se sont élevées à 40 milliards de francs, puis de mai à juillet 12 milliards supplémentaires vinrent gonfler nos réserves. Depuis avril le stock de devises se serait ainsi accru de plus de 40 % n'étaient les remboursements anticipés et l'effet technique des évaluations en francs dues au cours de change. Les interventions récentes pour soutenir le franc vis-à-vis du mark ont cependant dû amputer nos réserves.

La dette extérieure de l'Etat a été réduite de 60 %

A l'été 1983 la dette extérieure de l'Etat s'élevait à 7,5 milliards de dollars (hormis l'emprunt de l'Arabie Saoudite). Les remboursements effectués entre le printemps et le mois de décembre 1985 l'ont ramenée à 5,9 milliards de dollars (- 22 %) ⁽³³⁾ ceux du printemps-été 1986 à 2,35 (- 60 %). En francs elle s'élevait à la fin juillet à 17 milliards, contre 43 milliards à la fin mars. La dette publique mesurée en dollars a donc, comparée à ce qu'elle était en 1983, été réduite des deux tiers (graphique 28), et d'à peine plus, exprimée en francs, les cours actuels du dollar étant proches de ceux auxquels les emprunts ont été effectués ⁽³⁴⁾.

On peut s'interroger sur les raisons de rembourser des emprunts déjà renégociés à des taux plus faibles qu'initialement et qui peuvent l'être encore. L'avantage financier est faible, le placement des réserves à court terme rapportant presque autant que le coût des emprunts en cours ⁽³⁵⁾. L'avantage réside donc essentiellement dans la concrétisation de l'objectif de rétablissement des soldes extérieurs aux yeux de la communauté financière internationale. Les entreprises, principalement les entreprises publiques, devraient également se désendetter cette année (l'objectif est de 15 à 20 milliards) à l'inverse de 1985, où leur endettement s'était accru, bien que faiblement. Au premier semestre, elles ont surtout restructuré leurs dettes ; on peut estimer à 30-35 milliards le montant des emprunts renégociés, soit 7 à 8 % de la dette privée (y compris celles des entreprises publiques à la fin de 1985). L'an dernier environ 80 milliards avaient déjà été renégociés.

Sur le marché international les conditions d'emprunts ne cessent de fléchir. Alors que les emprunts français avaient été effectués en 1982-1983 au taux du LIBOR majoré, le marché euro-obligataire assure actuellement à certains emprunteurs des taux inférieurs au LIBOR, voire même au LIBID ⁽³⁶⁾. Le Danemark a pu emprunter en août 1 milliard de

(33) Si l'on intègre l'emprunt de 2 milliards de dollars effectué auprès de l'Arabie Saoudite à l'automne 1982, remboursé courant 1985, la dette s'élevait à 9,5 milliards de dollars et fut réduite de 38 % à la fin de 1985.

(34) Elle fut réduite de plus des trois quarts en francs depuis la fin de 1984 du fait de sa surévaluation à cette date.

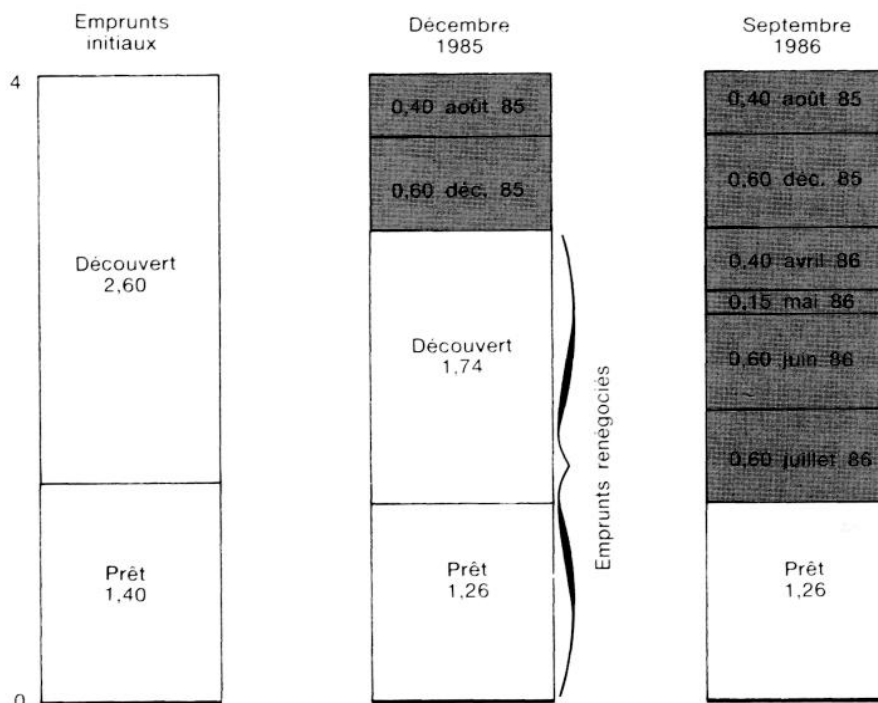
(35) Du fait du rapprochement des taux longs et courts.

(36) LIBOR : taux offert, LIBID : taux demandé à Londres sur les dépôts en eurodollars à six mois. La différence est d'environ 0,3 % entre les deux taux.

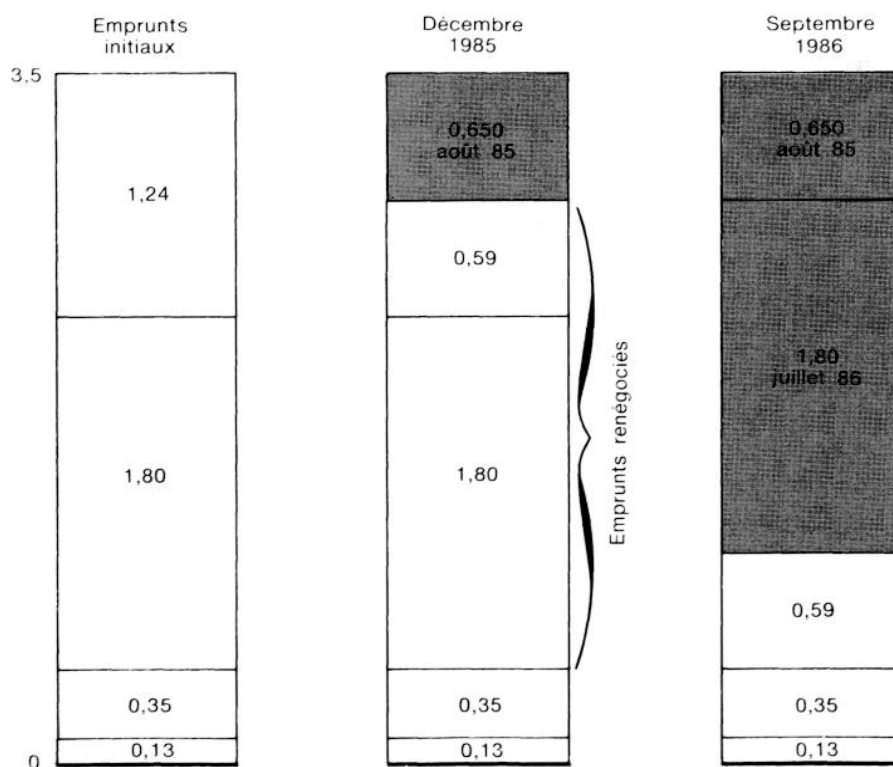
28. Dette extérieure publique

En milliards de dollars

● **Emprunt d'octobre 1982 de 4 milliards de dollars** (tirés en totalité entre l'automne 1982 et le printemps 1983).



● **Emprunt effectué par la CEE en juin 1983, de 4 milliards d'Ecus, au profit de la France.**



□ Dette ■ Remboursements

dollars au taux du LIBID minoré de 0,125 %. Le Royaume-Uni a en septembre emprunté 4 milliards de dollars à un taux basé sur celui des bons du Trésor américain et non plus sur les taux interbancaires à Londres, ce qui lui a permis d'emprunter à un taux inférieur de 1,8 % au LIBID. Les entreprises françaises ont pu renégocier leurs emprunts à des conditions également très avantageuses.

La dette extérieure totale brute à long terme, qui s'élevait à 451 milliards de francs à la fin de 1983 et 469 milliards à la fin de 1985, a été réduite à 463 milliards à la fin mars, grâce aux remboursements anticipés, et n'atteindrait que 455 milliards à la fin juin selon nos estimations. Elle a été ainsi réduite à environ 10 % du PIB et plus encore en proportion des réserves de change. Ce dernier ratio, qui annule en partie les effets des variations des cours de change (les réserves comme la dette étant réévaluées à la fin de chaque période) a baissé dès le début de 1983 ; à la mi-1986 la dette n'était que de 1,8 fois supérieure aux réserves en devises, au lieu de 2,8 fois à la fin de 1982.

Vers un marché financier unifié

L'année 1986 marque un tournant de la politique financière et monétaire en France. Le mouvement d'unification des marchés financiers ⁽³⁷⁾ est bien entamé et l'on se prépare à un contrôle monétaire par les taux en 1987.

Le volume des émissions obligataires s'est à nouveau fortement accru depuis le début de l'année (+ 25 % entre les huit premiers mois de 1986 et ceux de 1985) (tableau 16) ; mais ce volume a été amplifié par le Trésor qui, dès la fin août, avait emprunté 111 milliards de francs sur les 120 annoncés ⁽³⁸⁾, si bien que hors Etat le volume d'émission est le même que pour les huit premiers mois de 1985. Les établissements de crédit non bancaires et les Grandes entreprises nationales, pour limiter l'entrée de capitaux étrangers en France, ont emprunté sur le marché intérieur. Au contraire les banques et surtout les entreprises, préférant accroître leur capital ⁽³⁹⁾ ont emprunté nettement moins.

16. Emissions brutes d'obligations

Milliards de francs

	1985				1986		
	T1	T2	Juillet Août	Année	T1	T2	Juillet Août
Total	69,7	100,5	32,9	310,2	131,7	92,1	30,8
Total hors Etat	49,7	73,6	28,1	212,6	75,2	48,6	19,5

Source : Banque de France.

(37) Voir chroniques de conjoncture dans les revues *Observations et diagnostics économiques*, n° 13, octobre 1985, et n° 15, avril 1986.

(38) Ce montant a été dépassé en septembre, où l'Etat a encore emprunté 12,6 milliards de francs.

(39) 85 milliards d'émissions d'actions pour le premier semestre 1986, contre 37,6 pour le premier semestre 1985.

3. Mesures réduisant les avantages relatifs des obligations et des OPCVM

(Organismes de placement collectif en valeurs mobilières)

Fiscalité des revenus mobiliers. Auparavant, étaient déductibles des impôts les revenus d'actions et d'obligations dans la limite de 3 000 F pour les premiers, 5 000 F pour les seconds (soit 8 000 F au total) quelle que soit la situation de famille. Désormais, pour les revenus confondus d'actions et d'obligations, les personnes seules de moins de 65 ans ne pourront déduire que 5 000 F ; ceux de plus de 65 ans pourront déduire 8 000 F ; les couples mariés pourront déduire 10 000 F. Cette mesure est applicable pour les revenus de 1986 donnant lieu à paiement de l'impôt en 1987. C'est un premier pas vers l'harmonisation de la fiscalité de l'épargne. Le désavantage relatif des couples légitimes est supprimé, les avantages des personnes seules de moins de 65 ans sont réduits.

La fiscalité des SICAV et FCP est renforcée par une comptabilisation des intérêts proportionnelle au temps de détention des titres. Mesure applicable au 1^{er} juillet.

La rémunération des dépôts à terme de plus de trois mois est libre depuis le 16 mai 1986.

La durée maximum des *billets de trésorerie* est portée de six mois à deux ans depuis le 1^{er} juin 1986.

La durée minimale des *certificats de dépôts* est réduite de six mois à trois mois depuis le 1^{er} juin 1986, puis à dix jours le 1^{er} mars 1987. La durée maximale avait été portée de deux à sept ans en février 1986.

Plusieurs éléments ont tendu à contracter le marché primaire à partir du mois d'avril. La fiscalité sur les revenus mobiliers est devenue moins favorable aux obligations. Les SICAV et Fonds communs de placements ont été rendus progressivement moins attrayants pour les épargnants, du fait de la liberté rétablie de la rémunération des dépôts à terme, de nouvelles mesures fiscales et de la concurrence qu'exercent de plus en plus les titres négociables de court terme sur les OPCVM de court terme (encadré 3) ; la croissance de leur actif a été forte jusqu'en avril, puis s'est ralentie⁽⁴⁰⁾. Les craintes de voir la baisse des taux stoppée ont provoqué à plusieurs reprises le recul des cours, ce qui a fait apparaître la fragilité du marché. Aussi l'attentisme a-t-il prévalu du côté des émetteurs.

(40) La variation de l'actif des SICAV a été de 245 milliards pour les huit premiers mois, 149 pour les quatre premiers, 95 pour les suivants. Parmi elles, les SICAV court terme ont été moins affectées, les chiffres comparables sont : 101, 53 et 48.

Cette tendance à un moindre développement du marché des titres longs, seul ouvert aux agents non financiers jusqu'à l'an dernier, trouve une compensation dans le développement de la partie court terme du marché, qui est maintenant ouverte à ceux-ci. Les billets de trésorerie, dont la croissance a été forte en début d'année, semblent avoir atteint un plafond à environ 25 milliards de francs. Les bons du Trésor négociables, qui peuvent être détenus par des entreprises ou des particuliers, remplacent progressivement les bons en compte courant détenus par les seuls acteurs du marché monétaire (encours de 160 milliards à la fin août dont environ 18 détenus par les agents non financiers, (tableau 17).

17. Masse monétaire et liquidités ⁽¹⁾

Milliards de francs

	Décembre 1985 encours	Juillet 1986 encours	Variation décembre-juillet	Variation en % ⁽²⁾
M3	3 126,1	3 133,3	7,2	5,1
L-M3	252,7	313,7	61,0	37,9
dont :				
billets de trésorerie ⁽³⁾	3,0	24,7	21,7	—
bons du Trésor ⁽³⁾	9,9	17,5	7,6	—
plans-épargne- logement	231,0	262,0	31,0	—
L	3 378,8	3 447,0	68,2	7,4

Source : Banque de France.

(1) Voir chronique de conjoncture, revue *Observations et diagnostics économiques* n° 15, avril 1986 pour la définition des agrégats.

(2) Calculée entre moyennes trimestrielles centrées sur juin.

(3) Seuls les montants de ces titres détenus par les agents non-financiers et les OPCVM apparaissent ici.

Avec le développement des titres négociables, qui se substituent à des titres monétaires (bons non négociables de M3), et celui de l'épargne logement, la croissance de l'agrégat des liquidités L ⁽⁴¹⁾ reste supérieur à 7 % l'an (tableau 17) alors que celle de la masse monétaire M3 s'est ralentie (+ 5,1 % à la fin juillet) et se rapproche de l'objectif annoncé (3-5 %). Cette évolution s'explique par l'accélération du phénomène de désintermédiation. La demande de crédits bancaires se ralentit, non seulement parce que les besoins de financement sont réduits, mais aussi parce qu'ils sont couverts de plus en plus par de l'épargne collectée directement à long et à court terme. Cela a en grande partie compensé la création monétaire découlant des fortes entrées de capitaux.

(41) Voir chronique de conjoncture, Revue *Observations et diagnostics économiques*, n° 15, avril 1986.

Les taux d'intérêt et le coût du crédit ont baissé

Pour maintenir la parité du franc au sein du SME vis-à-vis du DM la Banque de France gère prudemment le taux d'intérêt du marché monétaire. En l'absence de mouvement significatif des taux allemands depuis le début de 1983 ⁽⁴²⁾ et d'anticipation de réaménagement monétaire au sein du SME, la Banque de France n'a réduit son taux d'intervention qu'au rythme de la désinflation (graphique 29). L'écart entre le taux du marché monétaire et le glissement des prix — le taux réel — est ainsi resté proche de 4 points en moyenne en 1984 et 1985 (contre 3 points en RFA). Cependant le recul des taux s'est ralenti dès la fin de 1985 pour ne pas favoriser des anticipations de dévaluation. Il a repris plus vigoureusement après le réajustement monétaire du 4 avril : la Banque de France a réduit de 1 point 1/4 son taux d'intervention (en quatre temps) pour l'amener à 7 % à la mi-juin. Le taux réel est proche de 5 % depuis le début de l'année, légèrement supérieur au taux réel allemand, qui s'est redressé avec la désinflation accentuée en début d'année.

Le maintien par la Banque de France d'un taux réel relativement élevé a visé à renforcer la confiance en la politique de désinflation et de change suivie par la France. Elle a permis de maintenir la parité souhaitée du franc vis-à-vis du DM, sans que la Banque de France ait jamais été dans l'obligation de relever son taux nominal.

A la fin septembre 1986 l'écart entre les taux nominaux français et allemand était de l'ordre de 2,5 %. En période de dollar faible le DM se situe en tête à l'intérieur du SME. Aussi, la désinflation semblant atteindre un palier, l'écart entre les taux nominaux ne peut-il guère être réduit. Une nouvelle baisse sensible des taux en France ne paraît possible que si elle accompagne un mouvement similaire accepté en RFA.

Les taux de long terme se sont rapprochés depuis le début de l'année des taux pratiqués sur le marché monétaire. L'écart à la fin septembre était de l'ordre de 0,5 point au lieu de 2 points en RFA et 2 points environ en début d'année en France. C'est que les anticipations de baisse ont été trop optimistes. De nouveaux reculs des taux de rendement des emprunts devraient être plus faibles que ceux du marché monétaire pour qu'une hiérarchie de taux plus habituelle se rétablisse.

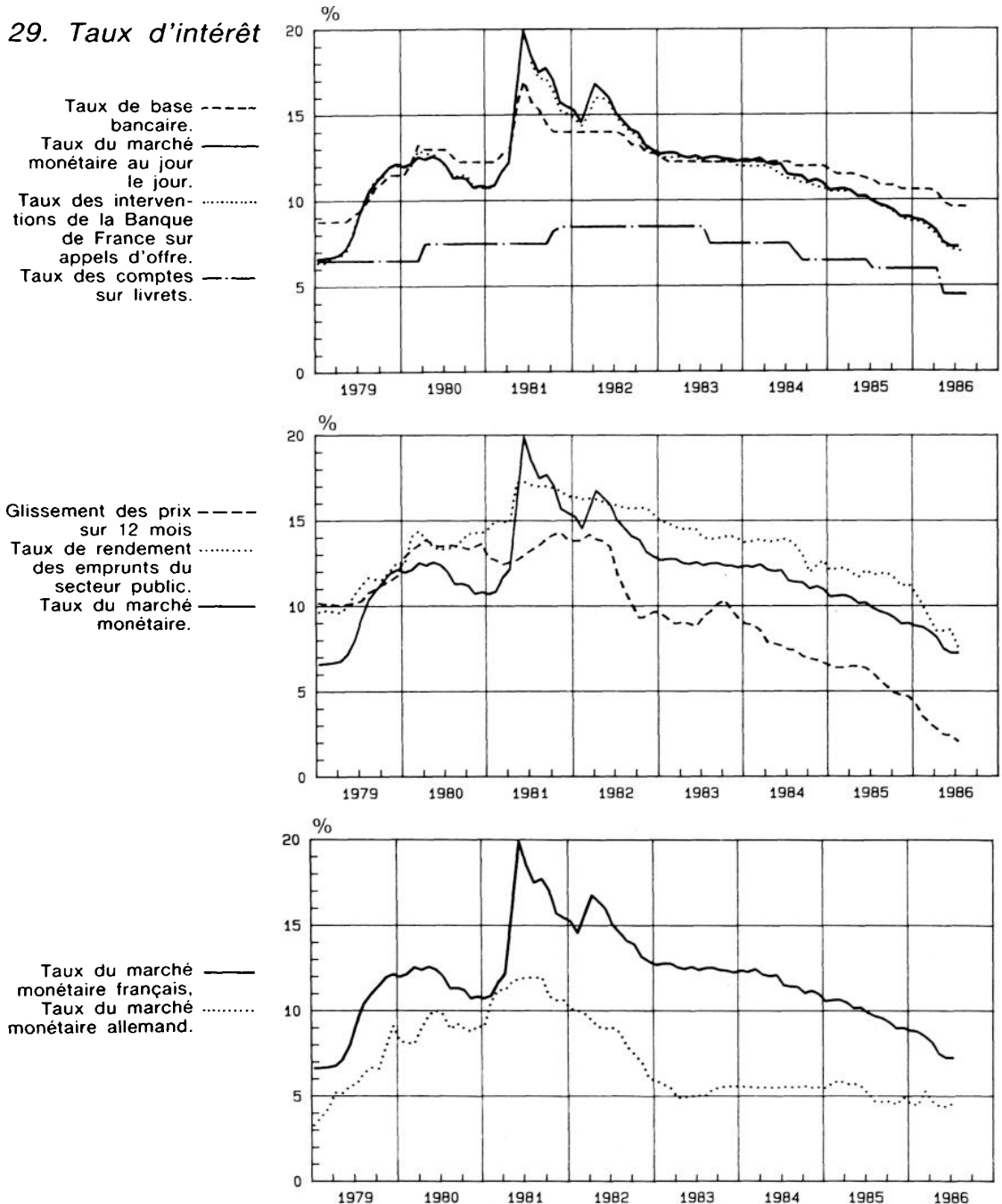
La baisse des taux du marché monétaire n'entraîne pas une baisse équivalente des conditions de crédit, qui dépendent étroitement des divers coûts des banques. Les principaux taux administrés ont été réduits de 1,5 point en avril. En revanche les taux des réserves obligatoires ont été à nouveau élevés pour conjurer les risques d'expansion monétaire dus à la baisse des taux. Le taux de base bancaire n'a été réduit que de 1 point depuis le début de l'année, s'établissant à 9,60 % ⁽⁴³⁾, contre près de 2 points sur le marché monétaire. Cependant la baisse de la demande de crédit résultant de la réduction des besoins

(42) Les estimations économétriques font apparaître la forte sensibilité du taux français au taux allemand (coefficient proche de 1).

(43) Le Crédit lyonnais a ramené ce taux à 9,45 % le 15 septembre 1986.

de financement et de l'accès pour les grandes entreprises ⁽⁴⁴⁾ au marché des titres négociables de court terme incite les établissements bancaires à se faire une plus forte concurrence, si bien que le coût du crédit, auquel le taux de base sert moins de référence, se trouve plus ou moins abaissé par une contraction des marges des banques. Mais dans un premier temps la concurrence bancaire joue moins en faveur des plus petites entreprises. L'enquête de la Banque de France sur les conditions de crédit de juin confirme que les grandes sociétés en profitent mieux que les autres.

29. Taux d'intérêt



Sources : Banque de France, Caisse des dépôts et consignations, Bundesbank, INSEE.

(44) Le montant minimum est fixé à 5 millions de francs pour les billets de trésorerie.

L'impact macro-économique de la politique budgétaire est resté faible en 1986

L'impact faiblement expansif du budget de 1986 provenait principalement d'une mesure incidente, le remboursement de l'emprunt obligatoire de juin 1983, que l'augmentation que nous avions prévue des cotisations sociales devait atténuer au second semestre ⁽⁴⁵⁾.

4. Indicateurs de la politique budgétaire

Cet encadré présente une première mise à jour des indicateurs budgétaires élaborés par l'OFCE ⁽¹⁾. Rappelons qu'un indicateur de la politique budgétaire et fiscale cherche à isoler dans l'évolution des recettes et dépenses la part qui peut être qualifiée de délibérée. Celle-ci est définie par opposition aux évolutions automatiques liées à la conjoncture et à la reconduction des mesures prises dans le passé.

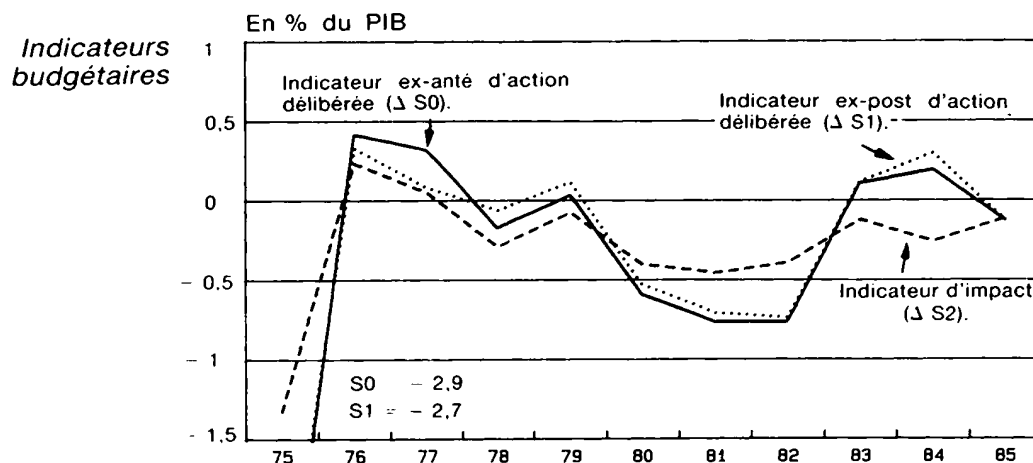
Le graphique montre que les années 1983 et 1984 contrastent avec les années antérieures de relance des gouvernements Barre (1980) ⁽²⁾ et Mauroy (1981, 1982). L'orientation de la politique économique est sensiblement restrictive (les indicateurs d'action délibérée sont positifs). Ce résultat inclut les mesures fiscales de redressement de la Sécurité sociale de mars 1983. En 1985 la politique économique, marquée par les réductions d'impôt, a eu un caractère légèrement expansif ⁽³⁾. Cependant les effets mesurés sont beaucoup plus faibles en valeur absolue que ceux des années 1980 à 1982.

Les interprétations de la politique économique à l'aide d'indicateurs d'impact peuvent être sensiblement différentes, car les coefficients multiplicateurs appliqués aux variations délibérées de recettes et dépenses sont ici fort inégaux. L'orientation de la politique budgétaire peut apparaître restrictive, en ce sens qu'elle vise à comprimer le déficit, mais néanmoins soutenir l'activité dans un premier temps. Il en est ainsi, par exemple, lorsque des dépenses à impact élevé et rapide (consommation intermédiaire, investissement) sont financées par des économies sur des aides aux entreprises, des recettes fiscales indirectes ou des prélèvements sur les entreprises et les institutions financières, dont les effets sur l'activité sont beaucoup plus lents. Ceci s'est vérifié en 1983 et surtout en 1984, avec, du côté expansif, la poursuite des programmes de recherche et la politique de grands travaux (Grand Louvre, la Villette...) et, du côté restrictif, le fort accroissement des taxes pétrolières et le prélèvement sur les Caisses d'épargne. En 1985 tous les indicateurs convergent pour signaler un léger effet positif de la politique budgétaire sur l'activité.

Ceci souligne la nécessité de distinguer plusieurs horizons d'analyse. Une année donnée, l'impact de la politique économique sur l'activité est la somme des effets de la politique budgétaire mise en œuvre l'année en cours et de ceux des politiques mises en œuvre antérieurement. Ces derniers effets ont tendance à être oubliés. Les budgets de 1983 et

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

1984 ont été restrictifs au vu de ces indicateurs d'action délibérée, mais ont exercé un léger effet de soutien selon l'indicateur d'impact ; ils ont donc vraisemblablement eu des effets résiduels plutôt récessifs les années suivantes. Aussi l'effet global sur l'année 1985 des trois budgets 1983-1984-1985 pourrait apparaître négatif. En revanche les effets fortement expansifs des années 1980-1981-1982 se sont poursuivis les années suivantes. Ceci suggère de cumuler les effets de la politique économique sur une période assez longue pour mieux expliquer les variations effectives observées du PIB et du déficit budgétaire.



(ΔS_0) indicateur ex-ante d'action délibérée de la politique budgétaire égal au solde des variations délibérées des recettes et des dépenses. Un signe négatif révèle le caractère expansif de la politique budgétaire par rapport à l'année précédente, un signe positif son caractère restrictif.

(ΔS_1) indicateur ex-post, inclut l'effet de retour de l'économie sur le solde budgétaire, en particulier sur les recettes fiscales sensibles aux variations de l'activité induite.

(ΔS_2) indicateur d'impact, prend en compte les effets de la politique économique sur le PIB.

Seuls les effets de court terme sont retenus pour les indicateurs (ΔS_1) et (ΔS_2). Ces deux indicateurs sont calculés en pondérant les variations des recettes et dépenses par des coefficients multiplicateurs appropriés, appliqués à la première année, dérivés d'un modèle économétrique.

En pratique les coefficients utilisés pour le calcul de (ΔS_1) sont relativement proches de 1 et les valeurs des indicateurs d'action délibérée (ΔS_0) et (ΔS_1) sont peu différentes.

(1) C. de Boissieu et A. Gubian, « Les indicateurs de la politique budgétaire et fiscale », *Revue Observations et diagnostics économiques*, n° 9, octobre 1984.

(2) Voir A. Fonteneau et A. Gubian, « Comparaison des relances françaises », *Revue Observations et diagnostics économiques*, n° 11, juillet 1985.

(3) Ces résultats sont conformes aux analyses faites précédemment : voir chroniques de conjoncture, *Revue Observations et diagnostics économiques*, n° 7, avril 1984 et n° 11, avril 1985.

Le collectif budgétaire d'avril n'a pas infléchi sensiblement l'orientation initiale et son impact semble neutre. Ainsi le déficit n'a pu être réduit que de 1,4 milliard en cours d'année 1986. Les économies réalisées au collectif (6,3 milliards) ont été plus faibles que prévu (chiffre de 15 milliards annoncé début avril) et les mesures nouvelles

(plan pour l'emploi des jeunes principalement) n'étaient pas compensées par les nouvelles recettes (tabac, loto, prélèvement sur les Caisses d'équipement des collectivités locales)⁽⁴⁶⁾. Au total en 1986 l'impact de la politique budgétaire est resté faible, comme c'est le cas depuis 1983, en opposition aux années précédentes (voir encadré).

1987 : malgré l'accélération de la demande intérieure la croissance restera bridée par une progression encore forte des importations

Deux priorités du budget 1987 : la réduction du déficit budgétaire et les allègements fiscaux

Dans le projet de la loi de finances pour 1987 le déficit budgétaire est ramené à 128,6 milliards de francs (30,1 milliards hors intérêts) soit 2,5 % du PIB, contre 3 % dans les précédents budgets. Les allègements sont de 28 milliards de francs, 17 pour les ménages et 11 pour les entreprises, découlant en partie des engagements du collectif budgétaire d'avril 1986 (tableau 18). C'est le premier pas vers le rétablissement de l'équilibre budgétaire hors charges d'intérêt d'ici à 1989 et la réduction des impôts de 50 milliards en deux ans, deux objectifs annoncés par le gouvernement comme prioritaires.

18. Allègements fiscaux du projet de loi de finances pour 1987

En milliards de francs

<i>Ménages</i> : total	17
dont :	
— suppression de l'impôt sur les grandes fortunes (*)	(4)
— déduction de 3 % de l'impôt sur le revenu (IR)	(5,5)
— décote pour les familles à revenus modestes (IR) (*)	(4)
— tranche de l'impôt sur le revenu à 65 % ramenée à 58 %	(2,2)
— baisse de la redevance télévision ; suppression de la redevance magnétoscope	(1,3)
<i>Entreprises</i> : total	11
dont :	
— réduction du taux de l'impôt sur les sociétés (*)	(3,8)
— allègement de la taxe professionnelle	(5)
— divers ⁽¹⁾	(2,2)

(*) Mesures annoncées au collectif d'avril 1986. Pour l'impôt sur les sociétés il s'agit de la réduction du taux sur les bénéfices distribués.

(1) Dont allègement de la taxe sur les frais généraux (0,7 milliard), réduction de la taxe intérieure sur les produits pétroliers sur le fuel lourd et le gaz (0,5), provision pour congés payés (1,0).

(46) Voir Perspectives de l'économie française en 1986 et 1987, Revue *Observations et diagnostics économiques*, n° 16, juillet 1986.

L'équilibre budgétaire est fondé sur des prévisions de rentrées fiscales relativement favorables (+ 6 % avant réduction d'impôt)⁽⁴⁷⁾ et une faible croissance des dépenses (+ 1,8 %) dont le montant atteint 1 054 milliards de francs. En tenant compte de l'affectation d'une partie des fonds attendus des opérations de privatisation (encadré 5) au financement de certaines dépenses et d'opérations de rebudgétisation, la progression des dépenses hors charges d'intérêt s'établit à moins de 3 % pour une progression du PIB en valeur de 4,5 % (à comparer à 4,1 % et 6,1 % après corrections analogues dans la loi de finances pour 1986). Mais cette faible progression des dépenses, une réduction si on prolonge les tendances du budget antérieur, s'explique plus par des évolutions spontanées favorables, conséquences de mesures déjà prises ou de l'évolution de l'activité, que par l'effet de mesures nouvelles⁽⁴⁸⁾. L'effort de limitation des dépenses, qui a porté notamment sur les effectifs, en diminution de 19 000 (14 100 hors PTT et hors contingent) et surtout sur les subventions aux entreprises⁽⁴⁹⁾ est compensé presque entièrement par la nouvelle hausse des dépenses militaires (+ 6,8 % en crédits de paiement et + 20 % en autorisations de programmes).

Pour la première fois depuis longtemps les charges d'intérêt augmentent peu, du fait de la baisse des taux et de la limitation du déficit. Hors rémunération des chèques postaux, à nouveau assurée (4,3 milliards), et charges de la dette extérieure, en forte réduction (de 3 milliards), leur montant s'élève à 88 milliards de francs, au lieu de 85 en 1986 et encore ce dernier chiffre sera-t-il peut-être révisé en hausse.

Cette politique budgétaire est expansionniste si on s'en tient au seul budget de l'Etat et son impact sur le PIB, plus fort en fin d'année, peut être évalué à 0,25 % en 1987, agissant tant sur la consommation que sur l'investissement. La prise en compte des mesures de rééquilibrage de la Sécurité sociale (voir ci-dessous) conduit à une conclusion différente ; l'effet en 1987 sur le PIB est nul et sur la consommation légèrement défavorable.

De plus pour relativiser ces effets il faut rappeler l'impact nettement restrictif qu'exercent les collectivités locales soucieuses de réduire leurs appels à l'emprunt depuis 1983 (0,6 % du PIB en 1983, 0,4 en 1984, 0,3 en 1985), ce qui leur permet d'alléger un peu le poids de leur dette (proche de 9 % du PIB). Selon les estimations de la Caisse des dépôts et consignations les impôts locaux devraient avoir augmenté d'environ 10 % en 1986.

Les prélèvements sociaux continueront à augmenter

En 1985 le régime général de la Sécurité sociale dégagait un excédent de 13,4 milliards, provenant pour 12,7 de mesures de trésore-

(47) L'impôt sur les sociétés rapporterait selon ces prévisions 13 milliards de plus qu'en 1986 malgré la réduction de taux de 50 % à 45 % pour atteindre 115,6 milliards de francs. Ceci explique 1 % de la progression de 6 %.

(48) Voir la Lettre de l'OFCE n° 38, octobre 1986, pour une analyse plus détaillée.

(49) Parmi elles, les aides à l'industrie sont réduites de 14,5 milliards par rapport au budget rectifié de 1986. Mais ceci provient en partie de mesures anciennes (bonifications d'intérêt) ou de la meilleure situation des entreprises (dotations en capital de seulement 7,2 milliards au lieu de 11 initialement en 1986 et 8 milliards supplémentaires au collectif).

rie non renouvelables. En juillet 1986 la Commission des comptes prévoit pour 1986 et 1987 des déficits de 20 et 38 milliards de francs. Un excédent de trésorerie de 21,2 milliards à la fin de 1985 permet de passer l'année 1986. Les mesures prises en juillet limiteront les déficits de la branche vieillesse, qui continuent à augmenter fortement⁽⁵⁰⁾. Le relèvement au 1^{er} août du taux des cotisations vieillesse de 0,7 point rapportera au régime général 10,5 milliards de francs d'ici la fin de 1987 et le rétablissement d'un prélèvement de 0,4 % sur les revenus de 1985 et 1986 procurera 4,5 milliards au début de 1987 et 5 milliards au début de 1988.

Non moins inquiétant est le dérapage du régime d'assurance-maladie. Son excédent était encore de 15,2 milliards en 1985. Mais la Commission des comptes prévoit pour 1986 et 1987 des déficits de 4,7 et 14,1 milliards de francs. Ce régime a perdu depuis 1985 et surtout à partir de 1986 l'équivalent de 6 à 7 milliards de francs par an⁽⁵¹⁾ au profit du budget de l'Etat. Les économies envisagées actuellement, limitation des remboursements et relèvement du forfait hospitalier, ne suffiront pas à rééquilibrer les comptes. Sauf à remettre en cause le principe actuel de couverture sociale, des mesures devront être prises en 1987 : subventions budgétaires pour atténuer les effets de la compensation entre régimes ou relèvement en cours d'année des cotisations.

5. Privatisation des entreprises nationalisées

Les lois du 2 juillet et du 6 août 1986 autorisent le gouvernement à procéder avant le 1^{er} mars 1991 à la privatisation de 65 entreprises nationalisées et en fixent les modalités. Elles définissent aussi les conditions de transfert au secteur privé d'autres entreprises publiques si celles-ci ne revêtent pas le caractère de service public national ou de monopole, et celles de prises de participation du secteur privé dans le capital social d'entreprises publiques lorsque l'Etat reste majoritaire.

Entreprises concernées

Il s'agit de l'ensemble des établissements de crédit nationalisés, y compris la BNP, le Crédit lyonnais et la Société générale nationalisés en 1945, les sociétés d'assurance et les groupes industriels Saint-Gobain, Bull, CGE, CGCT, Pêchiney, Rhône Poulenc, Matra, Elf-Aquitaine, ainsi que l'agence Havas. Sont exclues de cette liste les entreprises sidérurgiques (SACILOR, USINOR) et Renault, fortement déficitaires. L'autorisation de privatiser d'autres entreprises pourrait être utilisée notamment pour Dassault et la Caisse nationale du crédit agricole. Au total 841 000 salariés pourraient être concernés selon l'INSEE ; les effectifs des entreprises du secteur public se réduiront alors de 44 %. D'autre part la loi du 30 septembre 1986 relative à la liberté de communication a, en son titre IV, organisé la privatisation de TF1.

(50) Selon ces prévisions de 17,6 milliards en 1986 et 27,9 en 1987 après 7,9 en 1985.

(51) Voir l'analyse du budget de 1986 dans la lettre de l'OFCE n° 28 d'octobre 1985.

Modalités

Les opérations de privatisation pourront se faire notamment par cessions de titres, échanges contre actions de titres participatifs ou certificats d'investissement, non-souscription de l'Etat à une augmentation de capital, fusion ou scission... Les cessions de titres se font sur le marché financier, par offre publique de vente, les titres d'emprunt d'Etat étant admis en paiement dans la limite de 50 % de chaque acquisition.

Trois soucis ont prévalu lors de l'élaboration du texte et en marquent les principales dispositions.

Vendre les titres au juste prix. Une Commission de la privatisation de sept membres est chargée de fournir une évaluation de l'entreprise à privatiser à partir d'un rapport d'audit et d'une étude financière réalisée par une banque d'affaires. Le ministre fixe le prix définitif de l'action à un niveau au moins égal à celui proposé par la Commission.

Favoriser les salariés de l'entreprise et l'actionnariat populaire. 10 % du capital social est réservé aux salariés et anciens salariés de l'entreprise, chaque souscription étant limitée à un montant égal à cinq fois le plafond annuel des cotisations de Sécurité sociale. Des avantages tels que des rabais d'au plus 20 %, des délais de paiement pouvant aller jusqu'à trois ans, l'attribution d'une action gratuite par action achetée peuvent être accordés, sous certaines conditions, par décision du ministre. Par ailleurs les demandes d'achat de moins de 10 titres par des Français ou des résidents seront prioritaires et pourront aussi bénéficier d'avantages.

Limiter les prises de participations étrangères. Le montant des titres cédés à des investisseurs étrangers ne pourra excéder 20 % du capital social, limite pouvant être abaissée si la protection des intérêts nationaux l'exige. Dans ce cas le ministre peut aussi instituer une *action spécifique* pour une durée d'au plus cinq ans, détenue par l'Etat, qui lui permette d'agréer les participations dépassant 10 % du capital. Dans les entreprises pour lesquelles peuvent être invoquées des raisons de sécurité, d'ordre public, de santé publique (conformément au traité de Rome) les participations étrangères excédant 5 % peuvent être soumises à l'agrément du ministre. De plus celui-ci peut dans tous les cas empêcher l'acquisition, au moment de la vente, de plus de 5 % des titres par une même personne, ce qui a pour but de disperser l'actionnariat et d'éviter des prises de contrôle.

Calendrier

Aucun calendrier global n'est fixé ; le gouvernement souhaite effectuer deux ou trois privatisations avant la fin de 1986, et trois en 1987. Seront privatisés en premier : Saint-Gobain, les AGF et le groupe Paribas, et simultanément TF1. De plus une cession d'environ 11 % du capital d'Elf-Aquitaine devrait rapporter 3,3 milliards de francs.

Utilisation des fonds récoltés

Un compte spécial du Trésor « Comptes d'affectation des produits de la privatisation » a été créé par le collectif budgétaire d'avril 1986 pour les recueillir, où sont attendus 8 milliards de francs en 1986 et 30 milliards en 1987, qui serviront à financer des dépenses en capital : dotations aux groupes publics (8 milliards en 1986, 8,6 en 1987), indemnisation des nationalisations de 1982 (5,1 milliards en 1987), amortissement de la dette de l'Etat (16,3 milliards en 1987).

Une politique monétaire par les taux d'intérêt

En 1987 le contrôle de la distribution du crédit par les réserves supplémentaires doit être totalement aboli. Le contrôle monétaire se fera uniquement par les taux grâce aux interventions de la Banque de France sur le marché à court terme et par des modifications, dans les deux sens, du taux des réserves obligatoires. Il semble qu'il en doive résulter une plus grande volatilité des taux. Et la contrainte de change risque de peser encore plus fortement sur les taux intérieurs après la suppression de la réglementation des mouvements de capitaux (encadré 6).

6. Contrôle des mouvements de capitaux

L'assouplissement du contrôle des changes, commencé à la fin de 1983, s'est accentué depuis la fin de 1985 ⁽¹⁾. Après plusieurs trains de mesures avant et surtout après les élections (15 avril, 21 mai, 4 juillet) ⁽²⁾, les changes se trouvaient libérés à 85 % à la fin septembre et tout contrôle pourrait disparaître dans les mois à venir.

Situation fin septembre 1986

Les particuliers peuvent transférer librement leurs avoirs lorsqu'ils s'installent à l'étranger ou effectuent des donations à des non-résidents, tout comme ils peuvent acheter des biens de toute nature à l'étranger (15 avril). L'allocation touristique en devises a été portée de 5 000 F à 12 000 F (8 janvier), l'usage de la carte de crédit étendu (15 avril), les allocations forfaitaires pour séjour à l'étranger augmentées (21 mai).

Le régime de la devise-titre, créé en 1981, a été supprimé (21 mai) ce qui permet aux particuliers et aux entreprises d'acheter librement des valeurs mobilières à l'étranger.

Les entreprises peuvent maintenant gérer presque librement leur risque de change. Les deux principales mesures concernent :

— l'obligation de cession anticipée des recettes d'exportation en devises dans les 15 jours après le départ des marchandises (ce qui obligeait à les emprunter) qui a été supprimée (15 avril) ; les entreprises peuvent conserver leurs devises 1 mois (21 mai) puis 3 mois (4 juillet) ;

— la possibilité de couvrir à terme les importations de marchandises pour une durée de 3 mois (15 avril), puis 6 mois (21 mai) et sans limitation de durée (4 juillet) a été étendue aux importations de services et aux emprunts extérieurs (intérêts et capital) (21 mai) ; des mesures semblables ont été prises pour les sociétés de négoce et celles intervenant sur les bourses de commerce.

Les investissements directs français à l'étranger, soumis précédemment à une demande d'autorisation préalable, ainsi que les emprunts à l'étranger sont maintenant libres (15 avril et 21 mai).

Le recours à la clause de sauvegarde à l'égard des dispositions du traité de Rome relatives à la libre circulation des capitaux a été supprimé le 4 juin 1985.

Vers la fin du contrôle des changes ?

Les restrictions concernant la détention par des résidents d'avoirs en francs français à l'étranger ou de moyens de paiement sur l'étranger en France (comptes en devises) pourraient être levées d'ici la fin de l'année.

Par contre serait repoussée à une étape ultérieure la suppression de l'interdiction faite aux banques françaises de prêter des francs à des non-résidents, sauf pour des opérations commerciales, ce qui restreint les éventuelles spéculations contre le franc (emprunt de francs à terme et rachat moins cher) et évite le risque d'affaiblir le contrôle monétaire sur des opérations en francs à l'étranger.

(1) Pour une présentation du contrôle des changes à la fin de l'année 1985, voir « Vers un moindre poids de l'Etat ? », Revue *Observations et diagnostics économiques*, n° 15, janvier 1986, encadré 5.

(2) J.O. des 16 avril, 23 mai, 8 juillet 1986.

Les taux d'intérêt à court terme diminueraient régulièrement en 1987 (7,4 % au dernier trimestre 1986, 6 % au dernier trimestre 1987). Ainsi les taux réels se réduiraient. L'écart entre taux courts et taux longs pourrait s'élever à nouveau (tableau 28).

Reprise de l'inflation ou ralentissement de la désinflation ?

La décélération de l'inflation mondiale en 1986 est souvent présentée comme exceptionnelle et non extrapolable dans la mesure où elle a bénéficié simultanément des baisses de coûts de l'énergie, des matières premières et, pour l'Europe, du dollar dans un climat de vive concurrence et de revendications salariales contenues. On ne peut cependant en déduire que la tendance de fond à la désinflation est interrompue et que les hausses de prix vont nécessairement s'accélérer année après année. S'il est vrai que la création monétaire a été plus abondante récemment, une part s'est trouvée neutralisée par le ralentissement de la vitesse de circulation inhérent à la baisse des taux d'intérêt. Une résurgence de l'inflation impliquerait que la reprise de la demande se heurte rapidement à l'insuffisance des moyens de production, équipement ou personnel. Cette insuffisance peut sans doute se révéler dans certaines branches nécessitant des matériels sophistiqués et de nouvelles qualifications. Elle n'est en revanche pas visible dans les activités plus traditionnelles et les industries de base, où de larges capacités de production restent inemployées. Or c'est dans ces activités que se rallume ordinairement le foyer de l'inflation.

En France les perspectives de hausses de salaires retenues dans cette chronique ne laissent pas place à une remontée des coûts unitaires de main-d'œuvre. En conséquence les hausses de prix prévues correspondent plus à l'achèvement du redressement des marges des entreprises se diffusant de l'industrie vers les commerces et les services qu'à un déséquilibre entre offre et demande conduisant à la saturation des capacités de production. En 1986 la hausse des prix de détail serait un peu supérieure à nos précédentes prévisions, soit 2,2 %

au lieu de 1,9 %. En 1987 elle pourrait légèrement dépasser 3 % (tableau 24).

En 1987 les prix de l'énergie pourraient augmenter plus rapidement que les autres prix. Les baisses des tarifs d'EDF et de GDF de 1986 ne seraient pas remises en cause en 1987. En revanche la hausse du prix du pétrole esquissée depuis août 1986 pourrait se poursuivre en 1987 et ne pas être compensée par une baisse équivalente du dollar. Si au contraire, ce qui n'est pas invraisemblable, le prix du baril s'établissait à 10 dollars en 1987, au lieu de 18,5 que nous avons retenus, les prix de l'énergie diminueraient de 2 % et les prix de détail n'augmenteraient plus que d'environ 2,5 % au lieu de 3,2 %.

Les tarifs publics (hors énergie) s'élèveront probablement encore l'année prochaine. De nouvelles hausses des tarifs des transports (SNCF, RATP) sont notamment prévisibles en 1987.

La décélération des prix alimentaires pourrait marquer une pause l'an prochain.

Le ralentissement des prix des produits manufacturés privés se poursuivrait en 1987, mais serait atténué là où les marges commerciales constituent une partie importante du prix de vente, notamment dans le textile-habillement. Et une décélération des prix des services privés est fort peu probable en 1987 du fait de leur libération presque totale ; ils continueraient donc vraisemblablement de croître au même rythme qu'en 1986.

Les augmentations de loyers ont été soutenues cette année et le seraient plus encore en 1987 en raison des effets de la loi Mehaignerie, si elle est adoptée.

La progression des revenus réels...

Le revenu réel des ménages devrait encore s'accroître au cours des prochains trimestres. Il sera tout d'abord soutenu par une forte progression de l'excédent brut d'exploitation des entrepreneurs individuels. La libération progressive des prix des services sera favorable aux entreprises artisanales, nombreuses dans ces activités. Les agriculteurs devront bénéficier du ralentissement du coût de leurs consommations intermédiaires, comme au premier semestre 1986.

Les salariés du secteur privé pourront encore avoir des gains de pouvoir d'achat, car il semble peu probable que les salaires puissent être négociés seulement au niveau actuel de l'inflation, soit 2 %. Les baisses du dollar, puis du pétrole, en amplifiant la désinflation, rendent aujourd'hui moins impérieuse une pression des entreprises sur les salaires pour que leur croissance ne dépasse pas celles des prix. En RFA ils ont d'emblée été négociés 3 points au dessus des prix. Bien que l'assainissement de la situation financière des entreprises ne soit certes pas aussi avancée en France qu'outre-Rhin, on peut envisager que les salaires s'élèvent davantage que les prix, même s'il y a légère accélération de la hausse de ceux-ci. Nous avons fait l'hypothèse que le taux de salaire horaire s'accroîtrait d'un point de plus que l'inflation,

c'est-à-dire bien moins que la productivité. La croissance des effectifs du secteur marchand amplifiera les gains, surtout au second semestre. En revanche dans la fonction publique les réductions d'emplois annoncées et une stricte limitation des hausses des traitements, dont on suppose la poursuite l'an prochain, pèseront négativement sur les revenus réels totaux.

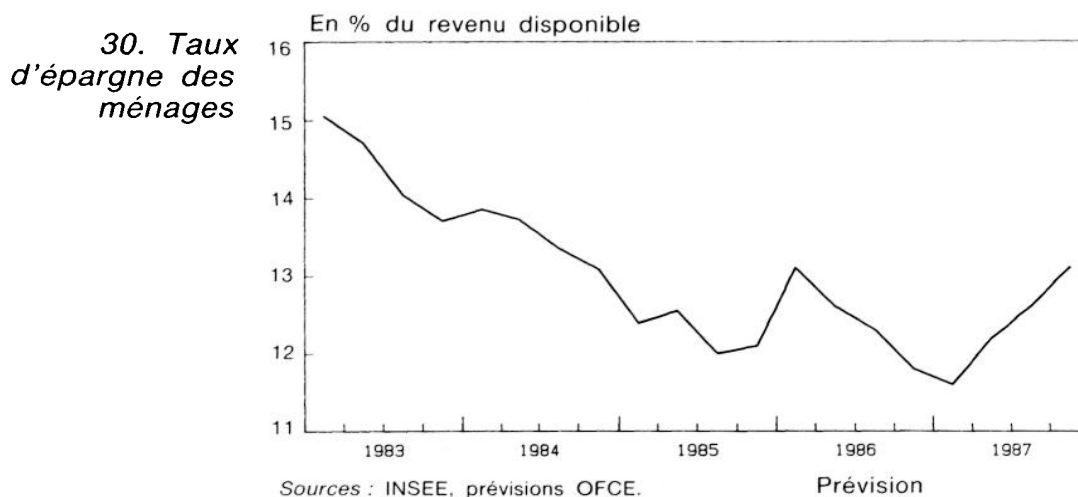
La hausse des cotisations sociales à la charge des salariés au 1^{er} août 1986 amputera en 1987 les revenus bruts de près de 1 %. La masse des salaires réels nets s'élèverait alors de 0,5 %, en moyenne annuelle, en 1987.

La masse des revenus non salariaux continuera de progresser fortement, car la modération des prestations unitaires serait plus que compensée par l'accroissement du nombre de bénéficiaires (retraités et chômeurs). Et la baisse des taux d'intérêt, que nous supposons plus limitée en 1987 qu'en 1986, ne compensera plus l'augmentation de la masse des intérêts consécutive à celle des placements.

Les charges fiscales pesant sur les ménages progresseraient de 2,6 %, probablement moins que les prix. La croissance du revenu disponible brut réel des ménages serait alors d'un peu plus de 3 %. Le profil annuel du revenu des ménages sera modulé par les fluctuations intra-annuelles de la fiscalité : versement de l'impôt de 0,4 % en faveur de la Sécurité sociale au premier trimestre, non paiement de l'impôt sur les grandes fortunes au second et hausse des impôts locaux en fin d'année.

... permettra que la consommation s'élève en même temps que le taux d'épargne

La consommation pourrait alors s'élever d'un peu plus de 3 % l'an prochain, plus régulièrement que le revenu. L'épargne diminuerait encore en début d'année, à cause de l'impôt de 0,4 % pour la Sécurité sociale, mais s'élèverait à partir du second trimestre, pour atteindre au quatrième 13 % du revenu disponible, soit le niveau de la fin de 1984 (graphique 30). La similitude des moyennes annuelles (12,3 % en 1985 ; 12,5 % en 1986 ; 12,4 % en 1987) est ici trompeuse, car elle résume



une baisse régulière en 1986, après la pointe exceptionnelle du début de l'année, et une remontée de 1,5 point au cours de 1987. Deux raisons contribuent à ce mouvement : la progression du revenu réel dans son ensemble et, tout particulièrement, de l'excédent d'exploitation des entrepreneurs individuels, dont les revenus sont plus fortement épargnés que ceux des salariés.

La reprise des achats de logements pourrait enfin survenir

La suppression de la loi Quilliot et les dispositions fiscales de la loi Méhaignerie (encadré 7) devraient permettre, à terme, une relance de la construction de logements, mais qui, à l'horizon de notre prévision, ne saurait se manifester encore vivement.

L'effet le plus important concernera l'investissement locatif ⁽⁵²⁾. Cette composante du marché, en repli depuis plusieurs années, pourrait s'animer, car elle bénéficie en outre de la suppression de l'impôt sur les grandes fortunes, de la baisse des taux d'intérêt du secteur libre et de l'attente d'une liberté des loyers grâce à l'abrogation de la loi Quilliot. Il semble que dès juin dernier les ménages désireux « d'investir dans la pierre » aient déjà été plus nombreux, ce dont témoigne la remontée du pourcentage de tels investisseurs parmi les visiteurs d'une grande banque ⁽⁵³⁾. Ce mouvement pourrait se développer davantage en cas d'anticipations boursières défavorables.

En revanche les ménages qui voudraient acheter pour leurs besoins propres accroîtront peu leurs investissements, car ils restent désolabilisés par la faible baisse des taux des prêts aidés au regard de la désinflation. Les crédits budgétaires en faveur du logement s'élèveront seulement de 2,2 % en francs courants. Le projet du budget pour 1987, comme celui de 1986, limite les crédits de caractère social au profit de financements moins privilégiés (tableau 19).

19. Prêts locatifs et d'accession à la propriété

En nombre de logements

	Loi de finances initiale 1985	Réalisation 1985	Loi de finances initiale 1986	1 ^{er} semestre 1986 en rythme annuel	Projet de loi de finances 1987
Prêts locatifs aidés (PLA)	70 000 + 10 000	82 276	70 000	60 500	65 000 ⁽¹⁾
Prêts d'accession à la propriété (PAP)	150 000	122 718	110 000	118 900	100 000
Prêts conventionnés (PC)	160 000 porté à 190 000	212 013	200 000	206 100	210 000

Sources : Lois de finances initiales et Observatoire foncier et immobilier.

(1) Plus 10 000 prêts locatifs intermédiaires (PLI) financés grâce au livret A des Caisses d'épargne.

(52) Il s'agit ici des achats par les ménages de logements destinés à la location et non des achats des investisseurs dits institutionnels tels les assurances, banques, etc.

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

7. Le plan Méhaignerie

Le plan de soutien au logement comporte deux volets, des mesures fiscales favorisant l'accèsion à la propriété et la modification des rapports entre propriétaires et locataires.

Mesures fiscales

Intégrées au projet de loi de finances pour 1987, elles s'appliqueront aux investissements réalisés depuis le premier juin 1986.

Investissements locatifs. Auparavant les acheteurs de logements neufs à usage locatif bénéficiaient d'une réduction d'impôt sur le revenu égale à 5 % du prix du logement, plafonnée à 10 000 F pour une personne seule et à 20 000 F pour un couple marié. Le taux de la réduction d'impôt sera doublé (10 %) et l'économie d'impôt portée de 20 000 F à 40 000 F maximum. La durée de l'engagement de louer le logement sera ramenée de neuf à six ans. La déduction forfaitaire sur les revenus fonciers sera portée à 35 % du revenu locatif des dix premières années.

Accession à la propriété. Les intérêts d'emprunts souscrits pour l'acquisition, la construction ou les grosses réparations de l'habitation principale, ainsi que les dépenses de ravalement ouvrent droit à une réduction d'impôt. La limite était auparavant de 15 000 F, plus 2 000 F par personne à charge. Pour les seuls prêts à la construction ou à l'acquisition d'un logement neuf, cette limite sera doublée en faveur des couples mariés (30 000 F) et les majorations pour enfants à charge seront relevées (le plafond dépendra du rang de l'enfant). La réduction d'impôt restera fixée à 25 % du plafond ainsi déterminé, pendant cinq ans.

Rapports entre les propriétaires et les locataires

Le projet de loi n'est pas encore adopté. Il prévoit que les modifications portent sur la fixation des loyers et la disponibilité des logements.

Fixation des loyers. A terme tous les loyers seraient libres. Ils le sont déjà depuis 1986 pour les logements vacants lors de l'entrée dans les lieux (mis à part les loyers encore soumis à la loi de 1948), puis révisés selon l'indice du coût de la construction. Pour les logements occupés une période transitoire serait instituée : les loyers seraient librement fixés lors du renouvellement du bail, mais devraient se référer aux prix pratiqués dans le voisinage ; des commissions de conciliation trancheraient en cas de conflit ; pendant la durée du bail l'indice du coût de la construction serait la référence des révisions annuelles.

Disponibilité des logements. Le propriétaire n'aura plus besoin de motifs sérieux et légitimes pour donner congé à son locataire lors du renouvellement du bail ; en revanche, pendant la durée du bail de quatre ans, il ne pourra reprendre son logement.

Il y aurait d'autre part extinction progressive de la loi de 1948, réforme des HLM (libération des loyers à partir de juillet 1987, surloyers pour les locataires aisés, mises en vente de certains logements).

Les déductions fiscales supplémentaires en vigueur depuis le 1^{er} juin 1986 ne nous semblent pas suffisantes pour amorcer une franche reprise des achats. Déjà en juin 1985 le plafond des intérêts déductibles avait été porté de 9 000 à 15 000 francs et le supplément par personne à charge de 1 500 à 2 000 francs, sans provoquer une hausse des investissements ⁽⁵⁴⁾. Le doublement récent risque de ne pas suffire à lever le handicap que constitue le niveau encore élevé des taux d'intérêt.

Les mises en chantier, après avoir encore reculé en 1986 (290 000 au lieu de 296 000 en 1985) pourraient s'élever faiblement en 1987 et atteindre 300 000. Toutefois l'effet sur les dépenses d'investissement en logement des ménages serait atténué du fait des délais entre les mises en chantier et les livraisons ; malgré une remontée au second semestre elles reculeraient encore de 0,7 % en moyenne en 1987, après - 2,8 % en 1986.

La reprise de l'investissement productif s'amplifiera

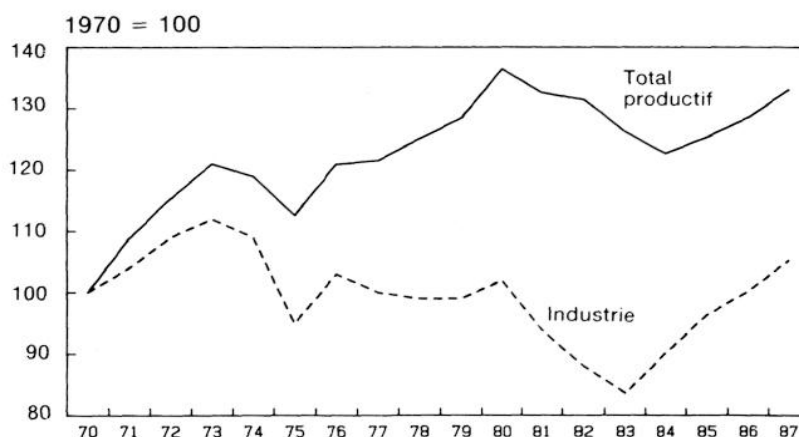
Porté par une demande intérieure encore dynamique et par une demande extérieure probablement plus soutenue qu'en 1986, l'investissement productif des entreprises pourrait s'accroître l'an prochain davantage que cette année. Le taux des profits s'élèverait à nouveau, la progression des salaires restant inférieure à celle de la valeur ajoutée. La poursuite des tendances actuelles est donc probable : progression des taux d'investissement, montée des taux d'autofinancement limitant la demande de crédits auprès des banques ⁽⁵⁵⁾, mais aussi maintien de placements financiers attirés par des taux réels élevés.

L'assainissement en cours se prolongerait, car la croissance des dépenses d'équipement, permettant à terme d'améliorer les conditions de l'offre, irait de pair avec le désendettement et la consolidation des bilans. Ceux-ci seront cependant encore le principal obstacle à une franche accélération des dépenses d'investissement, que nous estimons de 1 point seulement (graphiques 31 et 32).

Dans *l'industrie* la croissance de l'investissement pourrait encore atteindre 5 % l'an prochain, soit environ + 25 % depuis 1984. Elle serait surtout forte dans les industries produisant des biens d'équipement et des biens de consommation. Au contraire l'évolution des prix du baril de pétrole a remis en cause la rentabilité de beaucoup d'investissements de recherche et de production du secteur pétrolier, où les dépenses d'équipement ont déjà été révisées à la baisse en 1986 et pourraient reculer en 1987. Les secteurs produisant les biens intermédiaires réduiront sensiblement leur effort d'équipement ; les investissements ne s'accroîtront plus que de 2 % en 1986 et 1987. Cette progression serait possible en 1986 grâce aux bonnes performances attendues dans la chimie de base et, en 1987, au moindre recul de secteurs comme la sidérurgie (voir tableau en annexe pour de plus grands détails).

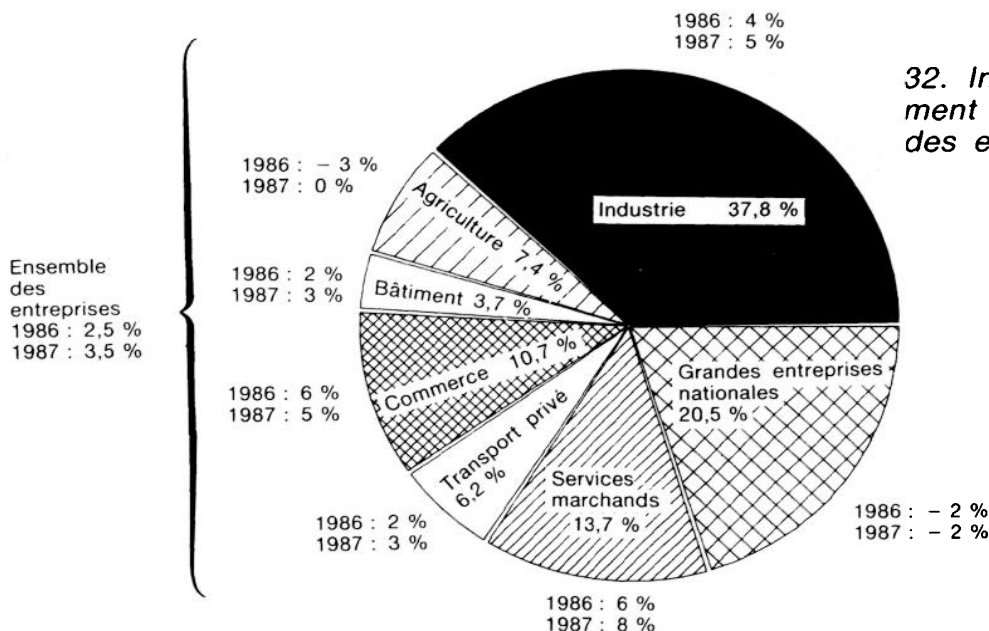
(54) Pour la description des précédents plans et leur impact, voir chroniques de conjoncture, *Revue Observations et diagnostics économiques*, n° 13, octobre 1985, pp. 77-78 et n° 15, avril 1986, pp. 79 à 82.

(55) Ce d'autant que les crédits à taux préférentiels auront disparu.



31. Volume d'investissement

Sources : INSEE, prévisions OFCE.



32. Investissement productif des entreprises

Le pourcentage situé à l'intérieur du diagramme indique la pondération en 1985.

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

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

Dans le *secteur tertiaire* la reprise sera vive. Les dépenses d'équipement augmenteraient de 6 % l'an, soit sensiblement plus que ce que nous avons initialement prévu. Le tertiaire a bénéficié de la progression de la demande des ménages et d'une orientation favorable de la politique économique. La libération, déjà effective, des marges de la plupart des commerçants sera complétée par une libération presque totale des prix des services.

Dans les autres secteurs aussi les perspectives sont meilleures : le *bâtiment* semble enfin pouvoir accroître ses dépenses d'équipement et les mesures en faveur de l'*agriculture* pourraient permettre un ralentissement progressif de la dégradation de l'investissement.

En revanche l'investissement des *grandes entreprises nationales* se trouvera réduit par la rigueur budgétaire en 1986 et 1987. Au cours de ces deux années seule la SNCF connaîtra, grâce à l'opération TGV-Atlantique, une forte croissance de ses dépenses d'équipement. En 1986 l'investissement des Télécommunications ne s'est probablement que maintenu en volume et une reprise en 1987 est fort peu probable. La réduction à une tranche par an des mises en chantier de centrales nucléaires depuis 1985 fait reculer les investissements de l'EDF.

Ces prévisions par secteurs (graphique 32) montrent que, de nouveau, comme c'était le cas avant 1984, l'investissement en France se fonderait sur une croissance plus soutenue dans le tertiaire que dans l'industrie. La productivité moyenne de l'économie s'en trouvera moins améliorée. Il est vrai qu'avant 1984 la hausse de l'investissement tertiaire s'accompagnait d'un recul de l'investissement industriel, alors qu'actuellement il s'agit de croissances différenciées. On peut cependant s'interroger sur l'opportunité d'une telle évolution, alors que les problèmes de notre compétitivité industrielle restent entiers.

Une baisse des taux d'intérêt n'aurait qu'un impact limité à court terme, mais elle est nécessaire

L'opinion généralement portée sur le niveau actuel des taux d'intérêt est qu'ils sont trop élevés et qu'ils pénalisent l'investissement des entreprises. Leur réduction, fortement souhaitée, serait de nature à le stimuler. Il semble cependant qu'on ne puisse attendre d'une telle baisse une relance forte et immédiate des dépenses d'investissement.

Le déterminant principal de la décision d'investir est la rentabilité escomptée. Cette rentabilité résulte d'abord des perspectives de débouchés pour l'entreprise. Dans des secteurs où elles sont favorables, des accroissements de capacité de production seront réalisés. Une baisse des taux d'intérêt aura peu d'effet direct, mais elle pourrait cependant induire une demande plus forte en ouvrant de nouveaux débouchés.

En revanche lorsque les perspectives de demande perçues par les entreprises sont relativement faibles, elles privilégient les investissements de modernisation afin d'alléger leur coût et améliorer leur productivité. De forts taux d'intérêt risquent d'y faire obstacle, car souvent ces investissements là n'ont que des rentabilités faibles, compte tenu des coûts inhérents aux restructurations. Pour ces entreprises une baisse sensible des taux peut se traduire par la réalisation de projets moins rentables. Encore ne serait-ce point souhaitable s'il s'agissait, par des taux d'intérêt excessivement bas, de restaurer une rentabilité artificielle.

Si une entreprise est très endettée elle peut ne pas souhaiter accroître son endettement. La baisse des taux, en ayant un impact sur la partie d'endettement accumulé à court terme ou à taux variable ou à restructurer, favoriserait son désendettement, condition indispensable des investissements futurs. Par là serait levé un enchaînement pervers, où le manque d'équipements compétitifs limite la croissance de la

valeur ajoutée à un taux inférieur à celui de l'intérêt payé sur les dettes. L'effet de la baisse des taux serait alors de raccourcir le délai d'ajustement indispensable avant que l'entreprise n'envisage de nouveaux investissements. L'enquête de la Banque de France confirme que c'est bien dans les secteurs où le poids de l'endettement est fortement ressenti (automobile et, à un degré moindre, biens intermédiaires) que les niveaux élevés des taux d'intérêt apparaissent défavorables à l'investissement.

Ainsi donc, même si, compte tenu des conditions de la demande prévalant, la baisse des taux n'a directement que peu d'effets sensibles à court terme sur le volume d'investissement, elle permettrait de lever la contrainte financière des entreprises endettées et par là favoriserait l'investissement privé à moyen terme. Par ailleurs elle pourrait avoir des effets sur la demande globale en favorisant une reprise de l'investissement-logement ou en permettant une politique budgétaire plus expansionniste que la réduction rapide des charges d'intérêt autoriserait. Par ce circuit la baisse des taux d'intérêt stimulerait l'investissement des entreprises.

Les conséquences modérées à court terme d'une baisse des taux d'intérêt pourraient se trouver renforcées par des effets de seuil concernant le comportement des PME. Selon l'enquête du CEPME elles sont d'autant plus sensibles aux taux d'intérêt qu'elles sont plus petites⁽⁵⁶⁾. Ce sont elles qui ont le moins profité jusqu'à maintenant de la baisse des taux. L'annonce d'une baisse sensible pourrait ainsi conforter leur confiance dans l'avenir et engendrer un processus de reprise jusqu'ici retardé.

Les effectifs employés progresseront peu

La montée du chômage sera difficilement enrayée. Chaque année selon les récentes prévisions de l'INSEE⁽⁵⁷⁾ la population active augmentera de 190 000 personnes jusqu'en 1990. Or les effectifs progresseraient de 0,5 % en moyenne annuelle seulement. Le recul de l'emploi industriel se poursuivra, même s'il est atténué, à cause des importantes restructurations en cours (automobile, chantiers navals, télécommunications, etc.). Les effectifs du bâtiment pourraient au mieux se stabiliser grâce à l'activité plus soutenue de ce secteur. Seul le tertiaire sera créateur d'emplois. La remontée des effectifs du secteur marchand sera cependant partiellement compensée par les suppressions de postes dans la fonction publique : même si elles n'atteignent pas l'an prochain les 1,5 % initialement annoncés, soit 40 000 postes, mais seulement 15 à 20 000, elles réduiront de un à deux dixièmes la croissance des effectifs.

(56) Cette enquête du Crédit d'équipement des petites et moyennes entreprises indique que des taux d'intérêt trop élevés sont le deuxième obstacle à l'investissement en 1987 (après les perspectives de marché). Cet avis est partagé par 50 % des entreprises de 10 à 100 salariés et par 41 % des entreprises de 100 à 500 salariés.

(57) Projections de la population à l'horizon 2010. *Economie et statistique* n° 190, juillet-août 1986.

En supposant une simple reconduction des actions antérieures de « traitement social » du chômage, celui-ci continuerait à augmenter fortement. C'est pourquoi le débat sur les actions à entreprendre a pris une telle ampleur.

Le chômage des jeunes pourrait reculer...

Les premières mesures adoptées par le gouvernement ont concerné les jeunes. Les exonérations de charges sociales pour l'embauche de jeunes (encadré 8) sont déjà entrées en application. Leur coût a été évalué à 4,5 milliards pour le second semestre 1986. Un financement équivalent serait reconduit au premier semestre 1987. Une relance des travaux d'utilité collective et l'accroissement du nombre de stages de formation sont projetés. Il est encore difficile de mesurer l'effet de telles mesures. Selon le ministère du Travail les entreprises ont fait parvenir 101 778 déclarations d'embauche avec exonération des charges sociales de 25 % et 11 313 avec exonération de 50 % entre le 1^{er} mai et le 31 août. Cela correspond à environ 28 000 embauches par mois, soit 3,2 % des demandes d'emplois actuelles des jeunes de moins de 25 ans.

8. Emploi des jeunes

Le plan pour l'emploi de jeunes de 16 à 25 ans est entré en application (*). Il comporte plusieurs cas d'exonération des cotisations sociales par les employeurs qui embauchent des jeunes.

1) Les employeurs qui embauchent un jeune de 16 à 25 ans bénéficient rétroactivement au 1^{er} mai et jusqu'au 31 janvier 1987 d'une exonération de 25 % des charges patronales pendant un an au maximum et jusqu'au 30 juin 1987 seulement. En cas de travail temporaire la durée du contrat devra être au minimum de trois mois.

2) Les employeurs qui embauchent un jeune dans les trois mois suivant la fin d'une formation (stages et TUC) sont exonérés de 50 % des charges sociales pendant un an ; l'embauche doit avoir eu lieu après le 31 mai 1986 et le contrat s'achever au plus tard le 30 juin 1987. L'exonération a même été de 100 % pour les embauches faites dans le mois qui a suivi la publication de l'ordonnance.

3) L'accueil d'un jeune stagiaire en apprentissage ou en formation en alternance permet une exonération de 100 % des charges pendant un an au maximum. Les contrats doivent être signés avant le 1^{er} février 1987.

En outre, pour faciliter l'insertion professionnelle des jeunes, les stages dits « contrats d'adaptation à un emploi » concernent désormais des jeunes jusqu'à 25 ans, et non plus 20 ans comme auparavant ; les formations alternées peuvent commencer à 16 ans sans dérogations, et non plus 18 ans ; et la durée des SIVP (stages d'initiation à la vie professionnelle) est portée de 3 à 6 mois.

(*) Ordonnance du 16 juillet 1986.

Les entrées en stages semblent s'accélérer. Cependant l'effet sur le niveau du chômage ne doit pas être surestimé ; le développement de la formation des jeunes sous forme de stages en entreprises se fait au détriment des autres stages ; dans leur ensemble le nombre de stagiaires n'augmenterait donc pas et peut-être même régresserait (tableau 20).

20. Formation et insertion professionnelle des jeunes

Nombre de stages	Juillet 85	Cumul juillet 85 à juin 86	Juillet 86	Cumul juillet 86 à juin 87
Apprentissage	4 442	117 278	4 893	120 000 : estimation
Formation en alternance	9 054	168 246	31 259	250 000 : estimation (= 80 000 formations en alternance supplémentaires)
dont :				
— qualification	241	7 244	937	
— adaptation	1 444	62 723	11 613	
— initiation à la vie professionnelle	7 369	98 279	18 709	
Emploi formation et emploi-adaptation	5 210	24 680	0	0
Programmes 16-18 ans	3 823	77 464	1 436	30 000 } objectifs annoncés
Programmes 18-25 ans	1 093	58 400	553	18 000 } (programmes en voie d'extinction)
Total	23 622	446 070	38 141	418 000
TUC : nombre de bénéficiaires en fin de mois	136 668	192 887	183 292	210 à 250 000 : objectif annoncé

Sources : Ministère du Travail, prévisions OFCE.

Pour qu'une relance des TUC ait un effet sensible il faudrait, non une simple reconduction au niveau de la mi-1985, mais que leur nombre s'accroisse. Même si l'on retient l'hypothèse haute de 250 000 annoncée récemment, les créations nettes ne sont que de 65 000, au lieu de près de 200 000 en 1985.

... au détriment du chômage des plus âgés

L'embauche des moins de 25 ans se fera, au moins en partie, au détriment des plus âgés, les emplois subventionnés étant préférés aux emplois non subventionnés. De tels effets de substitution ne sont pas nouveaux. Le plan pour l'emploi des jeunes de 1977 avait permis un ralentissement de la croissance du chômage des moins de 25 ans, mais non du chômage total, alors même que les effectifs employés croissaient. Des mesures ont été prises pour atténuer ces effets. Les stages de formation pour les chômeurs de longue durée, initiés en juillet 1985, prenaient fin en mars 1986. Leur financement a été prorogé, mais réduit. Alors qu'ils concernaient environ 75 000 personnes en mars dernier, l'objectif a été ramené à 40 000 pour le reste de l'année. L'annonce de 60 000 formations supplémentaires en 1987 pour les chômeurs de longue durée porterait à 100 000 le nombre de stagiaires,

soit plus qu'en 1985-1986. Rappelons qu'en juillet 1985 il y avait 736 000 demandeurs d'emploi de plus d'un an.

Une autre mesure est envisagée : le lancement de programmes d'initiative locale (PIL) destinés aux chômeurs de longue durée ou en fin de droit, dont les activités consisteraient en gardiennage ou encadrement des TUC ; 100 000 créations de postes pourraient, espère-t-on, en résulter.

Les emplois temporaires s'étendront...

Les mesures adoptées cet été pour les emplois à durée déterminée et intérimaires (encadré 9), dont l'application est immédiate, contribueront à modifier la nature des emplois offerts. Leur impact sur le nombre des emplois offerts est plus incertain.

9. Contrats à durée déterminée et travail intérimaire

Les mesures adoptées en février 1982 ⁽¹⁾ avaient un double objectif : limiter le recours aux contrats à durée déterminée et au travail intérimaire, rapprocher la situation des salariés liés par de tels contrats de celle des salariés permanents. Le recours à des formes d'emploi fut limité à des cas spécifiques et une durée maximale fut instituée : pour les CDD six mois en cas de surcroît d'activité et un an pour l'exécution d'une tâche occasionnelle ; pour les emplois intérimaires la durée de la mission ne pouvait excéder six mois. Ces dispositions, établies pour une durée de trois ans, furent assouplies en juillet 1985 ⁽²⁾ par l'extension du nombre de cas de recours à ces emplois et par l'allongement à deux ans, sur autorisation administrative, lorsque survenait une commande exceptionnelle ou qu'un remplacement était nécessaire, alors même que des suppressions de postes étaient prévues dans l'entreprise.

Les mesures adoptées cet été ⁽³⁾ libéralisent davantage ces formes d'emploi : suppression de la référence à des cas spécifiques pour y recourir, suppression de l'autorisation administrative dans les deux cas mentionnés ci-dessus, allongement à deux ans de la durée maximale dans tous les cas pour l'intérim et les CDD. Deux renouvellements sont possibles pour les CDD, un seul pour l'intérim.

Cette ordonnance comporte également trois dispositions nouvelles : l'établissement de contrats de travail intermittents (à durée indéterminée) pour les travailleurs saisonniers ; la possibilité d'une retraite à mi-temps, en cas de licenciements, qui ne sera plus liée à l'obligation de maintien des effectifs dans l'entreprise (le salarié recevra un revenu pour son travail à mi-temps et sera indemnisé par le Fonds national pour l'emploi à titre de préretraite) ; enfin la modification du mode de calcul des effectifs d'une entreprise qui emploie des salariés à mi-temps en tenant compte des heures effectivement travaillées.

(1) Ordonnance du 6 février et décrets d'application du 27.

(2) Loi du 25 juillet 1985.

(3) Ordonnance du 1^{er} août 1986.

L'extension à deux ans de la durée des missions d'intérim et des contrats à durée déterminée aura peu d'influence, car ils sont actuellement de courte durée : 1,9 semaine en moyenne en 1985 pour l'intérim ; 12,7 semaines pour les contrats à durée déterminée (CDD), soit bien moins que les durées maximales initialement imposées. En revanche la suppression des restrictions de cas d'embauche est plus importante. On constate en effet au cours des années récentes une relation entre les législations en vigueur et le nombre d'emplois temporaires. Ainsi pour l'intérim l'ordonnance de 1982 a accéléré la baisse du nombre d'emplois équivalents-temps plein, initiée dès 1981 ; en 1985 au contraire, celui-ci s'est élevé de 21 % grâce à l'accroissement des contrats conclus, alors que la durée moyenne des missions s'est stabilisée à bas niveau.

... et concurrenceraient les emplois stables

La part des salariés dont l'emploi est temporaire parmi l'ensemble des salariés est encore faible (tableau 21). Elle s'élève cependant à partir de 1985, car le nombre des emplois à durée déterminée et intérimaires s'est accru, tandis que l'emploi total a régressé. Au cours des prochains dix-huit mois, avec la levée des contraintes réglementaires, de plus en plus d'embauches se feront sous cette forme. L'analyse des offres et des demandes d'emploi actuelles le confirme (tableau 22). L'essentiel des chômeurs recherchent un emploi à temps plein et à durée indéterminée, à peine plus de 2 % d'entre eux recherchant un emploi temporaire ; mais près de 40 % des emplois offerts le sont pour une durée déterminée. Leur nombre n'a cessé de s'élever en glissement annuel (sauf en juillet dernier, mais ceci semble exceptionnel), tandis que les demandes correspondantes reculaient. Les chômeurs acceptent des emplois temporaires faute de mieux et les fins de missions temporaires tiennent une place prépondérante dans les causes d'entrée au chômage ⁽⁵⁸⁾.

21. Emplois permanents et temporaires

En milliers d'actifs occupés

	Mars 1983	Mars 1984	Mars 1985	Mars 1986
Salariés (sauf Etat et Collectivités locales)	13 263	12 971	12 884	12 856
dont intérim	113	103	113	128
part en %	0,9 %	0,8 %	0,9 %	1 %
contrats à durée déterminée	263	256	315	389
part en %	2 %	2 %	2,4 %	3 %

Source : INSEE - Enquête emploi.

Les mesures récentes prolongeront la tendance à l'accroissement du nombre de postes temporaires offerts par les entreprises. Mais, au vu des bilans qu'on peut tirer des évolutions récentes, il n'est pas certain

(58) Voir chronique de conjoncture, Revue *Observations et diagnostics économiques*, avril 1986, p. 66 à 69.

22. Demandes et offres d'emplois à la fin de juillet 1986

	Demandes		Offres	
	Nombre	Part dans le total	Nombre	Part dans le total
A temps plein et durée indéterminée	2 316 025	91,9 %	49 629	56,5 %
A temps partiel	146 597	5,8 %	5 079	5,8 %
A durée déterminée	56 464	2,3 %	33 119	37,7 %

Source : Ministère du Travail.

que cela accroisse significativement l'offre globale d'emplois, car une partie se substituera à des emplois stables. L'effet positif sur le chômage ne pourra provenir que d'une moindre hésitation à embaucher en cas d'incertitude sur la poursuite de la croissance de la demande.

Accroître davantage les effectifs des services ?

Pour infléchir la tendance à l'accroissement du chômage que le « traitement social » ne peut totalement compenser, il reste l'action sur les effectifs. Or la suppression de l'autorisation administrative de licenciements, dont les modalités définitives ont été définies au début de l'été (encadré 10) risque d'avoir à court terme des conséquences négatives, qui ont été déjà analysées⁽⁵⁹⁾. D'où l'importance de tenter, à l'inverse, de développer certains emplois salariés. Le secteur tertiaire, déjà la seule source des créations d'emplois récentes, est le plus souvent cité. Cependant le développement des « petits bouiots », tels les emplois à domicile, suppose un financement public approprié, non

10. L'autorisation administrative de licenciements

La loi supprimant l'autorisation administrative de licenciements a été promulguée le 4 juillet. Depuis cette date l'employeur n'a plus à justifier le motif économique du licenciement auprès des pouvoirs publics. Le contrôle portera uniquement sur le respect des règles de procédure. Schématiquement celles-ci distinguent les cas de licenciement de moins de 10 salariés des autres cas, les procédures des premiers étant plus souples. La loi précise qu'au cours de la prochaine session parlementaire sera déposé un projet de loi définissant les procédures destinées à assurer le respect des règles d'information et de consultation des représentants du personnel et d'élaboration des mesures de reclassement et d'indemnisation en cas de licenciement économique. Des consultations avec les partenaires auront lieu à l'automne.

(59) Lettre de l'OFCE n° 31, janvier 1986.

encore défini. Au-delà des espoirs suscités par la créativité verbale dont témoigne leur dénomination officielle de BUT (boulot utile mais transitoire) et d'AVIS (activité valorisante d'insertion sociale) rien n'est encore expressément prévu dans ce domaine. Nous n'en avons donc pas tenu compte dans notre prévision. D'où l'hypothèse d'une croissance modérée de l'emploi tertiaire.

C'est principalement l'effort entrepris en matière de formation et travaux d'utilité collective pour les jeunes ou les plus âgés qui permettra de modérer la montée du chômage, qui nous paraît devoir atteindre 2,510 millions à la fin de 1986 et 2,650 à la fin de 1987 ⁽⁶⁰⁾.

L'excédent commercial sera restreint par les mauvaises performances industrielles en 1986...

L'excédent commercial serait cette année de 5 milliards de francs seulement (FAB/FAB). C'est le principal point sur lequel notre précédente prévision a été révisée, puisqu'en avril nous estimions l'excédent à près de 40 milliards (plus précisément 38). Un écart d'une telle ampleur mérite qu'on en recherche les causes.

Cet excédent FAB/FAB était calculé en retranchant de la valeur des importations un coût d'acheminement estimé au même taux qu'en 1985. Or l'estimation de ce coût retenue actuellement est plus faible, ce qui relève d'autant le montant effectif des importations. Cette correction entraîne une réduction du solde FAB/FAB de 6 milliards de francs ⁽⁶¹⁾. Un écart de 27 milliards de francs subsiste encore après cette correction. Il provient exclusivement de l'industrie.

Le repli du déficit énergétique que nous avons anticipé (180 milliards en 1985, 100 milliards en 1986) se vérifiera probablement, une fois intégrées aux résultats des premiers mois, les corrections dues aux contrats « net back » ; le déficit pourrait même être réduit d'environ 5 milliards de plus.

De même la baisse prévue de l'excédent agro-alimentaire, à cause d'une concurrence américaine renforcée par la baisse du dollar, se confirme et le solde pourrait être limité à 27,5 milliards de francs, comme prévu, au lieu de 31 en 1985.

C'est le solde industriel qui avait été mal anticipé (75 milliards). Il pourrait s'élever cette année à 44 milliards de francs seulement, au lieu de 89 l'an passé. Ceci suppose même un redressement en fin d'année (4 milliards par mois de septembre à décembre). C'est possible avec le regain d'activité constaté chez nos partenaires, si l'écart de conjoncture entre la France et ceux-ci se résorbe.

(60) En intégrant un retrait supplémentaire du marché du travail de 30 000 personnes en 1986 et de 100 000 personnes en 1987 grâce au traitement social du chômage. Ceci repose sur une hypothèse optimiste concernant l'embauche de jeunes (conforme au tableau 20), la montée du nombre de TUC à 200 000 et la création de 50 000 programmes d'initiative locale.

(61) Le coefficient de correction FAB/CAF appliqué aux importations s'établissait à 96,2 et s'établit désormais à 96,8. Cette correction a d'ailleurs porté le déficit FAB/FAB de 1985 de 24 à 30 milliards de francs.

La dégradation de 6,5 % du taux de couverture en valeur par rapport à 1985 viendrait surtout d'un recul du taux de couverture en volume (- 7,5 %), compensé par une très légère amélioration des termes de l'échange (+ 1 % au lieu de + 3 % en 1985). Nos prix d'exportation reculent un peu moins que les prix d'importation, alors qu'auparavant ils progressaient nettement plus.

Lors de notre précédente prévision l'évolution des termes de l'échange avait été correctement entrevue. Par contre la dégradation du taux de couverture en volume avait été sous-estimée. La prévision du commerce mondial s'est révélée trop optimiste. En fait l'attentisme du premier semestre et la forte chute de la demande de l'OPEP et des PVD font que le commerce de biens manufacturés ne progresserait que de 0,7 % en moyenne en 1986 (au lieu des 3 % prévus). Cela réduit notre excédent industriel d'environ 16 milliards. La poussée des importations, vraisemblablement encore plus forte qu'escomptée (+ 8,5 % au lieu de + 6,5 %), le réduirait encore de 12 milliards environ. Le reste, soit 3 milliards, viendrait d'une légère dégradation de nos parts de marché à l'exportation.

... et l'équilibre serait à peine atteint en 1987

Le faible excédent commercial dégagé en 1986 pourrait disparaître l'an prochain et l'équilibre ne serait même plus atteint (- 5 milliards). Car l'excédent industriel se contracterait à nouveau, pour n'atteindre que 35 milliards de francs. La croissance des importations en volume (7 %) due à la reprise conjointe de la consommation et de l'investissement serait supérieure à celle des exportations (+ 4 %). Nous avons pourtant supposé que nos ventes progresseraient au même rythme que celui des importations de nos partenaires, sans dégradation de notre compétitivité externe. C'est possible si les pertes de marchés à la grande exportation dues à la baisse du dollar sont compensées par une présence plus intense en Europe ; la montée récente du DM vis-à-vis du franc a rendu effective la dévaluation de 6 % des cours-pivots en avril dernier ; nos exportateurs devraient en tirer avantage.

Les termes de l'échange s'améliorant d'un point, comme en 1986, ne compenseraient pas la dégradation de près de 3 points du taux de couverture en volume.

Un recul de l'excédent agro-alimentaire peut aussi être craint (26 milliards). La concurrence américaine (baisse du dollar, subventions aux exportations) limitera nos ventes en volume et comprimera leurs prix, alors même que nos surplus exportables seront réduits par les mauvaises récoltes de 1986.

En revanche le déficit énergétique resterait stable (96 milliards). Une remontée des exportations compenserait la hausse des importations due principalement à celle des prix (+ 5 %) et dans une moindre mesure à celle des volumes (+ 1 %). Si toutefois le prix du baril n'augmentait pas en 1987, ou si une baisse plus accentuée du dollar compensait l'élévation du prix du pétrole, le déficit énergétique serait réduit de 7 milliards et le solde commercial s'élèverait de - 5 à + 2

milliards. Le contre choc pétrolier a certes permis une amélioration notable du solde extérieur la première année (+ 35 milliards) ; mais elle ne serait pas durable, car la hausse de la demande interne, en comprimant l'excédent industriel compenserait l'amointrissement de la facture énergétique.

L'excédent des paiements courants se contracterait

En 1986 l'excédent des paiements courants pourraient s'établir à 30 milliards de francs (après - 1,5 en 1985). L'excédent des services diminuerait légèrement ; la baisse des recettes touristiques (de l'ordre de 10 milliards) et de moindres exportations d'ingénierie compenseront le repli des charges d'intérêts de la dette extérieure. L'amélioration de 35 milliards du commerce de marchandises ne conduirait alors qu'à une hausse de 30 milliards des paiements courants. En 1987 la baisse du dollar continuera à peser sur la compétitivité de nos exportations de services, dont on ne peut escompter qu'une stabilisation en valeur, au mieux. L'excédent courant n'atteindrait alors que 20 milliards de francs.

Des mouvements de capitaux de sens opposé se produiraient : la levée du contrôle des changes permettra d'accélérer le rythme de nos investissements à l'étranger ; en revanche, la privatisation des entreprises publiques attirera en France des capitaux étrangers. Si ces flux se compensent, un désendettement net peut être entrevu l'an prochain. A la fin de 1986 la dette extérieure de l'Etat sera à nouveau réduite du fait du remboursement en novembre de 9 milliards de francs. En 1987 on peut envisager que les entreprises elles-mêmes se désendettent ; cependant le choix entre la restructuration ou le remboursement anticipé des emprunts dépendra de leurs anticipations sur les taux d'intérêt.

La croissance du PIB atteindrait près de 3 % en 1987

La croissance du produit intérieur brut s'accélérait un peu en 1987, pour atteindre 2,8 % en moyenne (graphique 33 et tableaux 23 à 29).

La demande intérieure serait soutenue par une bonne tenue de la consommation des ménages et de l'investissement des entreprises, pour qui se réaliseraient enfin conjointement une demande finale en progression et des profits en amélioration. Au cours des années récentes, de faible croissance, une forte consommation avait pour corollaire une dégradation des conditions d'exploitation des sociétés, ou bien la modification du partage de la valeur ajoutée en faveur de celles-ci déprimait les achats des ménages. Désormais, grâce à la baisse sans précédent des coûts de production, on peut espérer que cet obstacle soit levé. D'autant qu'une reprise de la demande externe est également prévisible.

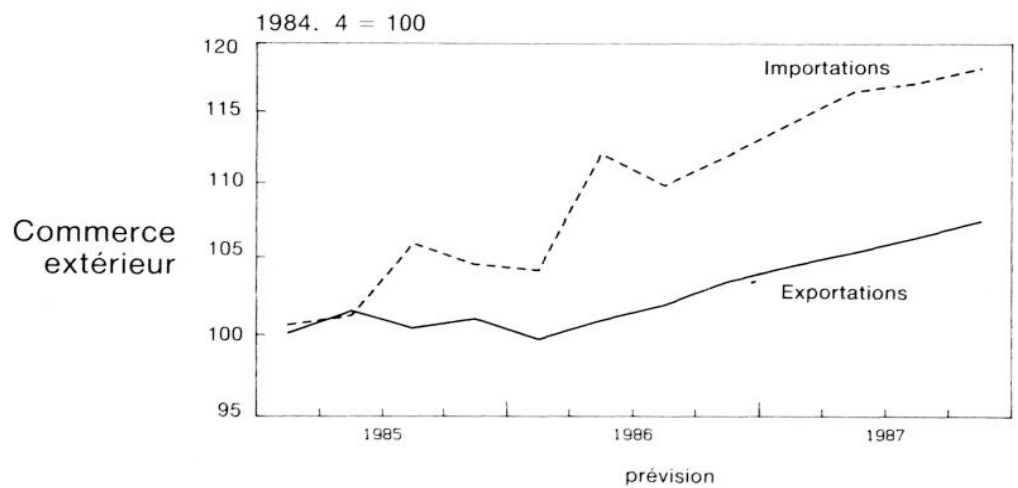
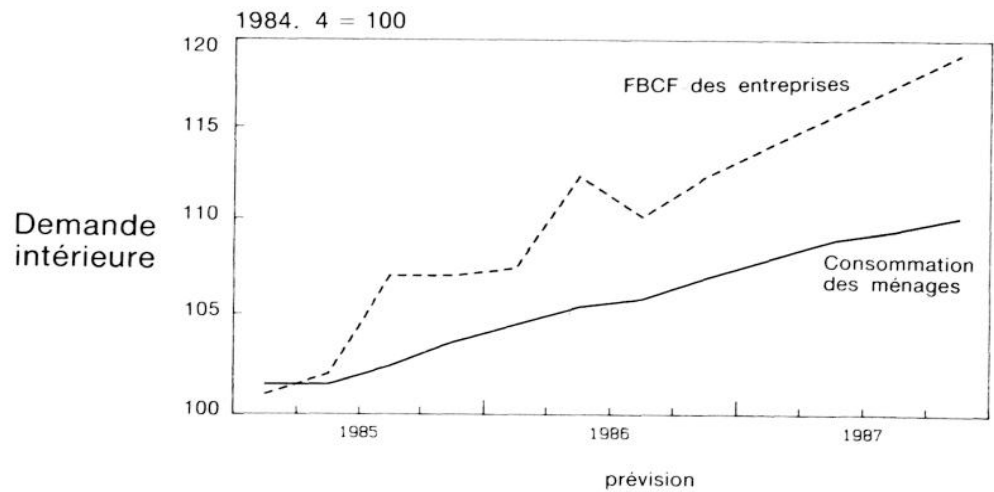
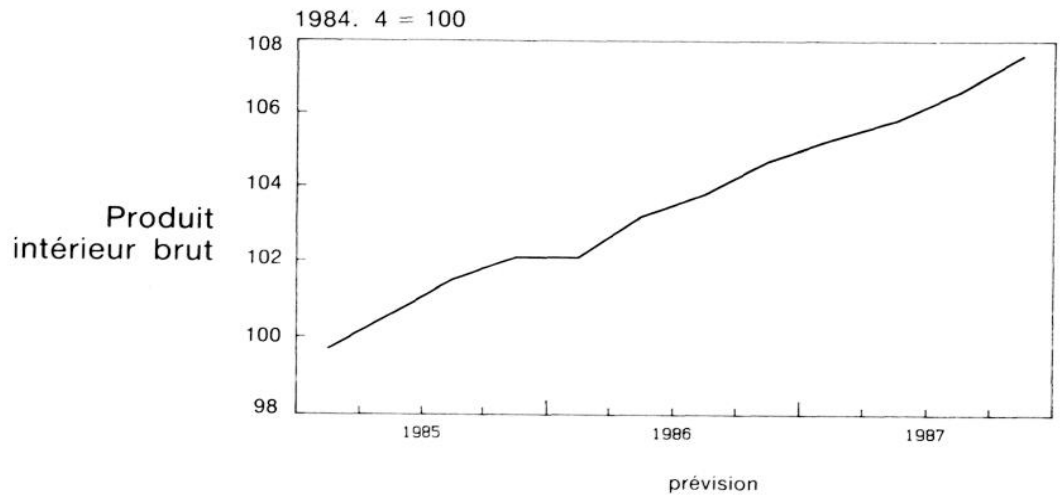
La balance des paiements courants devant rester excédentaire grâce au repli du déficit énergétique, le risque d'un processus d'endettement extérieur comme en 1982-1983 a disparu. Mais le danger d'une dégra-

dation du solde industriel subsiste, soit que la France profite insuffisamment de la reprise européenne, soit que la poussée de la demande interne se traduise par une accélération des importations, non du fait de l'insuffisance de l'appareil de production, mais à cause de son caractère inadapté, résultant des retards de sa modernisation accumulés dans le passé.

Croissance modérée du PIB et compétitivité médiocre ne doivent cependant pas conduire à noircir exagérément le diagnostic. Car le processus d'assainissement financier est en cours. On peut escompter que le taux d'épargne des ménages remontera, que les entreprises continueront à consolider leurs bilans et que l'Etat limitera son déficit. Cela empêchera à court terme une croissance plus forte de l'activité, mais il est déjà satisfaisant que le contre choc pétrolier permette à la fois que cet assainissement se concrétise et que la croissance s'établisse à près de 3 %.

Achévé de rédiger le 6 octobre 1986

33. Ressources et emplois de biens et services marchands



Sources : INSEE, prévisions OFCE.

Perspectives de l'économie française

23. Ressources et emplois de biens et services marchands, au prix de 1970

En pour-cent

	Taux de croissance trimestriels												Moyennes annuelles		
	1985				1986				1987				1985	1986	1987
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Produit intérieur brut	-0,3	0,9	0,9	0,6	0	1,1	0,6	0,8	0,6	0,5	0,8	0,9	1,4	2,5	2,8
Importations	0,6	0,6	4,6	-1,3	-0,4	7,6	-2,0	2,0	2,0	2,0	0,5	1,0	5,2	6,2	6,5
Consommation des ménages	1,5	0	0,9	1,2	0,8	0,9	0,4	1,0	0,9	1,0	0,4	0,7	2,5	3,3	3,2
Consommation des administrations	-0,1	-0,6	1,9	2,4	-0,2	1,9	0	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,6	4,0	1,6
FBCF totale	-0,5	1,8	3,1	0,5	-0,4	3,5	1,0	1,3	1,3	0,8	1,2	1,1	3,1	4,5	3,9
<i>dont</i> : sociétés ⁽¹⁾	1,0	1,0	4,9	0	0,4	4,5	-2,0	2,0	1,5	1,5	1,5	1,5	4,3	6,0	5,5
ménages	-1,2	0,6	-1,2	-0,8	-0,8	-0,8	-0,5	-0,5	-0,2	0	0,5	0,5	-2,5	-2,8	-0,7
Exportations	0,1	1,4	-1,1	0,6	-1,3	1,2	1,0	1,5	1,0	0,8	1,0	1,0	2,4	0,8	4,3
Variation des stocks en milliards de francs	-0,2	0,5	3,5	0,8	0,2	4,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,5	4,4	10,2	12,5

<

prévision

>

(1) La cohérence entre les estimations en francs 1970 et celles en francs de l'année précédente est difficile à assurer. La croissance du second trimestre 1986 nous semble trop forte ; or nous n'avons pas voulu faire apparaître un recul marqué au second semestre, puisque nous prévoyons au contraire une accélération de la reprise après l'attentisme du premier semestre ; la moyenne annuelle est de ce fait gonflée. En conséquence, la croissance de 1987 paraît ralentie. Là encore il vaut mieux se reporter aux prévisions de la page 80, exprimées en francs de l'année précédente.

24. Prix de détail et taux de salaire horaire

En pour-cent

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

< prévision >

25. Emploi, production, productivité

En pour-cent

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

26. Eléments du compte des ménages

Pouvoir d'achat ⁽¹⁾ :

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

<

prévision

>

(1) Indice de prix des 295 postes.

* Estimation de l'OFCE.

27. Taux de change

	1985				1986				1987				Moyennes		
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1985	1986	1987
	Dollar-franc	9,96	9,41	8,69	7,89	7,21	7,15	6,78	6,55	6,55	6,55	6,55	6,55	9,00	6,90

<

prévision

>

28. Taux d'intérêt

En pour-cent

	1985				1986				1987				Moyennes		
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1985	1986	1987
	A court terme ⁽¹⁾	10,6	10,3	9,7	9,1	8,7	7,6	7,2	7,4	7,1	6,8	6,4	6,0	9,9	7,8
A long terme ⁽²⁾	12,2	11,9	11,9	11,4	10,1	8,6	8,1	8,3	8,0	7,8	7,6	7,3	11,9	8,8	7,7

<

prévision

>

(1) Marché monétaire, jour le jour.

(2) Taux de rendement des emprunts publics.

ANNEXE

L'investissement par branches dans l'industrie

Variation en volume par rapport à l'année précédente

	Pondération 1985 en % du total	Réalisations 1985 ⁽¹⁾	Prévisions 1986	Prévisions 1987
U02 - Industries agro-alimentaires	14,2	- 5	- 5	6
T05 - Raffinage du pétrole	6,3	22	7	- 2
U04 - Biens intermédiaires	31,9	18	2	2
dont : T07 - Minerais et métaux ferreux ..	3,1	- 3	- 15	0
T08 - Minerais et métaux non ferreux	6,1	28	- 1	- 3
T09 - Matériaux de construction ...	3,8	16	6	0
T10 - Verre	1,0	- 11	- 5	2
T11 - Chimie de base	5,9	20	13	5
T13 - Fonderie-travail des métaux ..	5,1	14	2	5
T21 - Papier-carton	3,6	32	0	3
T23 - Caoutchouc - matières plasti- ques	3,3	24	5	2
U05 A - Biens d'équipement professionnel	21,3	11	15	10
dont : T14 - Mécanique	6,0	14	12	8
T15A - Matériels électriques et équipements professionnels	13,1	10	17	11
T17 - Construction navale et aéro- nautique	2,2	9	15	8
U05C - Automobile et transport terrestre ..	10,8	22	- 3	7
U06 + U05B - Biens de consommation ...	15,5	5	4	5
dont : T12 - Parachimie - pharmacie	3,0	16	15	10
T15B - Biens d'équipement ménager	1,1	12	- 5	7
T18 - Textile - habillement	3,5	7	- 5	0
T19 - Cuir-chaussures	0,6	6	- 2	8
T20 - Bois - meubles - industries diverses	5,8	4	2	3
T22 - Presse - imprimerie - édition	1,5	- 17	20	5
Total Industrie	100	11	4	5

Sources : Comptes de la Nation, prévisions OFCE.

(1) Les chiffres ayant été arrondis les totaux ne correspondent pas exactement aux calculs des résultats par secteurs.