

Chronique de conjoncture

Le sursis

Département des diagnostics de l'OFCE (*)

Après les bouleversements qui avaient marqué l'année 1986, une série de pauses ou de remises en ordre se sont effectuées en 1987. Le dollar a cessé de se déprécier. Le prix du pétrole, revenu à 18 dollars le baril, s'est stabilisé à ce niveau. La croissance économique s'est poursuivie à un rythme lent dans les économies dominantes. Les importations mondiales de produits manufacturés ont continué à progresser modérément, tandis que les parts de marché se rééquilibraient un peu entre les grands pays industrialisés. Le climat des affaires s'en trouve amélioré depuis quelques mois.

Mais tout cela ressemble plus à un sursis qu'à la première phase d'une croissance économique mondiale stable. Les équilibres observés récemment sont fragiles. Le risque majeur est celui de l'amorce d'une dépréciation incontrôlée du dollar suscitant une réaction restrictive de la politique monétaire américaine. En effet les préoccupations inflationnistes sont grandes bien que la réalité ne soit pas pour le moment alarmante. Même si une telle éventualité était évitée, l'économie américaine risque de s'engager dans une phase de récession au cours de l'année 1988. Le Japon et la RFA ne seront guère dynamiques. Le Royaume-Uni et l'Italie, actuellement à contre-courant, verront leur croissance se ralentir. La légère remontée des cours des matières premières, énergétiques et autres, alimentera un peu les importations des zones en développement. Mais au total le commerce mondial ira en se ralentissant.

En France une reprise de l'activité est probable au cours des mois à venir. Mais elle serait de faible ampleur, le PIB progressant de 1,4 % en 1987 et 1,8 % en 1988. La consommation des ménages n'est désormais plus soutenue par des salaires réels en hausse. Seule subsiste la croissance des revenus non salariaux, complétée par des baisses d'impôts. Mais la nécessité de comprimer les déficits des régimes sociaux impose de limiter les revenus indirects ou d'élever les cotisations. Le résultat est

(*) 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 Alain Gubian et Véronique Przedborski.

identique pour le revenu des ménages : une faible croissance. Le crédit à la consommation prend le relais et atténue pour les achats les fluctuations trimestrielles du revenu, permettant une croissance de l'ordre de 2 % de la consommation.

L'investissement des entreprises a pu et pourra encore progresser davantage que l'activité grâce à l'assainissement financier qui a résulté de la politique salariale, puis de la baisse du prix du pétrole. Les restructurations se développent, mais, en l'absence d'une demande en forte croissance, on imagine mal comment l'effort d'équipement pourrait s'intensifier à l'avenir. Les révisions en baisse des projets des entreprises pour 1987, opérées entre la fin de 1986 et le printemps 1987, illustrent en France comme ailleurs cet obstacle.

A l'exportation les performances resteront médiocres. Des pertes de parts de marché sont encore certaines même si elles sont atténuées par la légère reprise de la demande des pays en développement et le succès de secteurs tels l'aéronautique civile et l'automobile. Et la croissance de la demande intérieure, pourtant faible, ne se transmettra que partiellement à la production du fait d'importations élevées. C'est le coût du handicap de la faible compétitivité externe : un creusement du déficit commercial peut aller de pair avec une faible croissance. Un peu plus de 3 % de hausse de l'investissement en 1987 et en 1988 suffisent à dégrader le solde extérieur, mais pas à remettre les produits nationaux au niveau des produits concurrents. Le contre-choc pétrolier n'aura ainsi permis qu'une année d'excédent des paiements courants, 1986. On s'éloigne désormais de l'équilibre, alors que le déficit énergétique est réduit et que la demande en France risque d'être plutôt inférieure à celle de ses partenaires.

Dernière minute

Lundi 19 octobre les valeurs boursières ont chuté sur toutes les places financières. La baisse de Wall-Street (- 22 %) est un record historique. Cette perte de confiance des épargnants montre les limites de ce que nous avons appelé la croissance hypothéquée des Etats-Unis. Il n'est plus concevable de financer, sans limites apparentes, les déficits américains dès lors que l'inflation menace de ressurgir. Dans ce contexte toute absence de redressement budgétaire ou extérieur est ressentie comme un accroissement du risque sur les fonds placés, car il recule l'horizon de l'assainissement. La tension des taux d'intérêt à long terme en découle.

L'activité internationale s'en ressentira à coup sûr. L'effet de richesse joue maintenant à l'encontre de la consommation dans les pays où les actions sont largement réparties. Le report des placements sur les actifs réels n'est pas acquis d'avance. On attendra beaucoup des politiques économiques en période de grande incertitude. Celles-ci devront éviter de transformer la récession en route aux Etats-Unis en dépression. Plus que jamais une coopération monétaire souple s'imposera, accompagnée dans tous les pays d'objectifs budgétaires plausibles.

L'environnement international

De nombreux ajustements se sont opérés en 1987 dans le calme

L'année 1986 avait été marquée par une série de bouleversements : baisse du prix du pétrole accentuant les processus de désinflation dans les pays de l'OCDE, dépréciation du dollar face aux monnaies européennes et japonaise, effondrement des importations de nombreux pays en développement, gains de parts de marché des Nouveaux pays industrialisés. Les trois premiers trimestres de 1987 se sont caractérisés, après cela, par une série de pauses ou de remises en ordre, aussi bien dans le domaine des volumes que dans celui des prix ; cette modération n'était pas toujours attendue en début d'année.

Le dollar a cessé de se déprécier

Au moment de sa signature (le 22 février 1987) l'accord du Louvre pouvait être considéré de plusieurs manières, allant de la confiance totale au scepticisme absolu. Une position intermédiaire avait été adoptée dans la précédente chronique de conjoncture ⁽¹⁾ : la stabilisation des taux de change nous semblait probable jusqu'à l'automne, mais non au-delà. Deux séries de raisons fondaient cette analyse. D'une part la stabilité semblait possible à brève échéance du fait que l'accord était intervenu au moment où les taux de change du dollar avaient à peu près rejoint leur tendance de moyen terme ⁽²⁾, soit 1,80 DM et 150 yen. Mais d'autre part cette stabilité ne semblait pas susceptible de se prolonger jusqu'à la fin de l'année, car elle ne permettrait pas de réduire rapidement le déficit commercial américain. Dans les faits le dollar s'est, en moyenne, stabilisé légèrement au-dessus de 1,80 DM et 145 yen (cf. le cahier de graphiques à la fin de la revue). Cette stabilité moyenne a été obtenue à travers des fluctuations qui ont appelé des interventions des banques centrales. Le dollar s'était nettement apprécié à la fin de juillet et au début d'août sous l'effet des tensions

(1) « Chronique de conjoncture. La croissance confisquée ». Département des diagnostics, *Revue de l'OFCE* n° 19, avril 1987.

(2) Cf. « Chronique de conjoncture. L'onde de contre-choc ». Département des diagnostics, *Revue de l'OFCE* n° 15, avril 1986.

militaires dans le Golfe. Lorsque l'ajustement s'est ensuite amorcé, il a été jugé trop rapide et susceptible de devenir cumulatif. En dix jours le taux est tombé de 1,90 à 1,79 DM et de 150 à 142 yen. C'est pourquoi le taux d'escompte américain a été relevé de 0,5 point le 4 septembre, mesure qui aurait été insuffisante si elle avait eu un objectif direct et non pas symbolique. Destinée en fait à annoncer aux marchés que les niveaux de change définis lors de l'accord du Louvre étaient toujours en vigueur, elle a été efficace.

Malgré donc l'absence de mouvements durablement marqués vis-à-vis des monnaies des pays industrialisés depuis le début de l'année, la dépréciation du dollar a été importante d'une année sur l'autre vis-à-vis de ces monnaies (tableau 1) et a produit des effets sensibles, tant sur les prix des importations des pays autres que les Etats-Unis (en particulier pour le pétrole) que sur la compétitivité.

1. Variation des taux de change du dollar en %

		$\frac{T1\ 1987}{T1\ 1986}$	$\frac{T2\ 1987}{T2\ 1986}$	$\frac{T3\ 1987}{T3\ 1986}$	$\frac{T1\ à\ T3\ 1987}{T1\ à\ T3\ 1986}$
Vis-à-vis	du DM	- 22	- 20	- 12	- 18
	du yen	- 18	- 16	- 7	- 14

Source : Cotation officielle sur le marché de Paris.

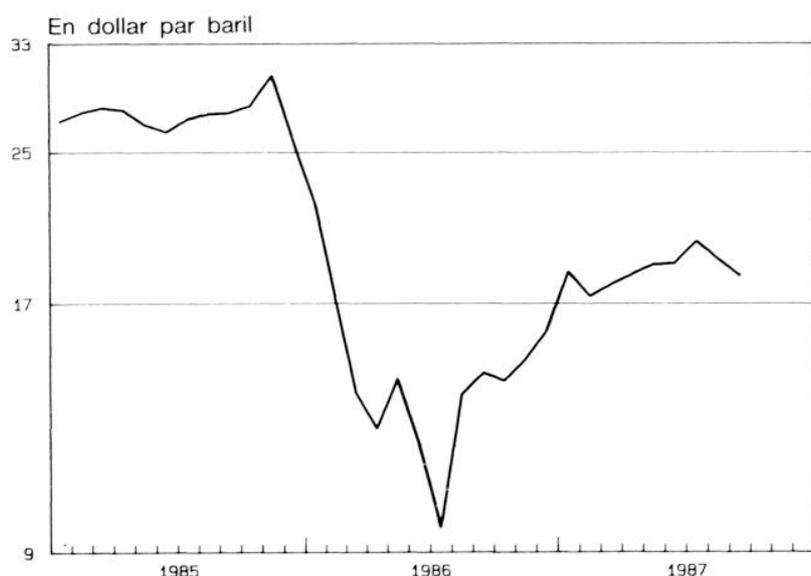
Par ailleurs à l'égard des Nouveaux pays industrialisés la dépréciation nominale de la monnaie américaine a été sensible : 18 % vis-à-vis du dollar de Taiwan entre le deuxième trimestre 1986 et le deuxième trimestre 1987 et 7 % vis-à-vis du won coréen.

Le prix du pétrole est resté stable aux environs de 18 dollars le baril

A la fin du premier trimestre nombreux étaient ceux qui doutaient de la capacité des pays de l'OPEP à respecter les quotas fixés lors de l'accord du 20 décembre 1986 et qui envisageaient, en conséquence, que le prix du baril retomberait vers 15 dollars. Nous faisons pour notre part l'analyse que les mutations intervenues sur le marché pétrolier international en 1986 créaient les conditions d'une reprise en main de ce marché par l'Arabie Saoudite et d'une stabilisation en 1987 et 1988 du prix du pétrole autour de 18 dollars le baril. La reprise de la consommation de pétrole du monde non communiste d'une part, la réduction sensible de l'offre de pétrole de l'OCDE d'autre part augmentaient en effet la marge de manœuvre de l'Arabie et de ses alliés du Golfe dans leur stratégie de reconquête à long terme des parts du marché pétrolier. Par ailleurs la convergence d'intérêts semblait certaine entre ce groupe de pays et les grandes compagnies pétrolières autour

d'une stabilisation du prix à son niveau présumé d'équilibre à moyen terme (18 à 20 dollars le baril) ⁽³⁾.

Dans les faits, au-delà de soubresauts à court terme imputables aux événements politiques dans la région du Golfe, le prix du pétrole s'est effectivement situé en moyenne au-dessus de 18 dollars (graphique 1). L'accroissement de l'offre de pétrole OPEP aux deuxième et troisième trimestres 1987 n'a fait que répondre à une forte demande spéculative anticipant le mouvement de restockage qui était attendu pour la fin de l'année.



1. Prix du baril de pétrole (brent)

Source : Cotation du Brent à Londres.

Cette fermeté des cours depuis le début de l'année a fait que la hausse a été forte d'une année sur l'autre, mais en partie atténuée en Europe et au Japon par les mouvements de change (tableau 2).

2. Variations du prix du pétrole en %

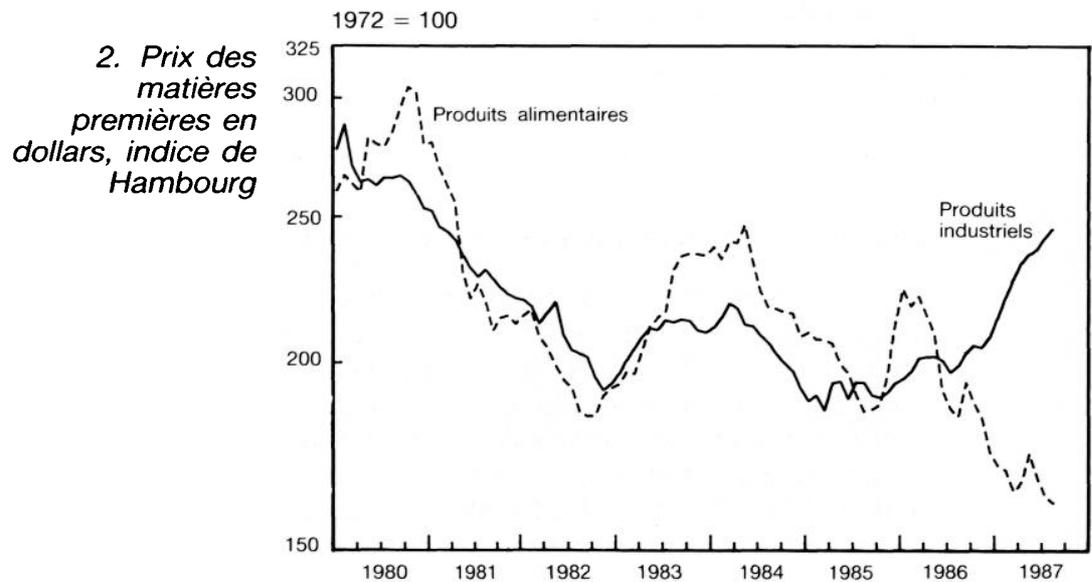
	$\frac{T1\ 1987}{T1\ 1986}$	$\frac{T2\ 1987}{T2\ 1986}$	$\frac{T3\ 1987}{T3\ 1986}$	$\frac{T1\ à\ T3\ 1987}{T1\ à\ T3\ 1986}$
En dollar	+ 2	+ 45	+ 50	+ 30
En yen	- 15	+ 22	+ 43	+ 11
En DM	- 20	+ 17	+ 35	+ 6

Source : Cotation du Brent à Londres.

(3) Sur les prévisions concernant le prix du pétrole et les matières premières, cf. J. Adda « La baisse du prix du pétrole. Quelles perspectives pour l'OPEP et quelles retombées pour le Tiers Monde ? », *Revue de l'OFCE* n° 16, juillet 1986 et J-M. Jeanneney « Quels lendemains à une conjoncture extérieure sans précédent ? Des références historiques au service d'une prospective », *Revue de l'OFCE* n° 16, juillet 1986. « Les prix récents des matières premières et du pétrole », *Revue de l'OFCE* n° 17, octobre 1986.

Le prix des matières premières non énergétiques a continué à se redresser

Le cours des matières premières hors énergie tel que le synthétise l'indice de Hambourg, c'est-à-dire à partir de la situation d'approvisionnement des pays industrialisés, est depuis la fin de 1985 la résultante de deux évolutions divergentes... Le cours des matières industrielles se redresse, tandis que celui des produits alimentaires s'effondre (graphique 2).



Source : HWWA.

La précédente chronique de conjoncture tablait sur une atténuation de ces deux évolutions. Cela a été effectivement le cas pour les matières premières alimentaires, mais non pour les industrielles, dont le redressement s'est poursuivi, entraînant celui de l'indice général. Des raisons ponctuelles, spécifiques, sont souvent avancées par les observateurs de chaque matière première industrielle pour expliquer ce phénomène. Mais celui-ci semble être quasi général et dû à trois séries principales de raisons. Côté demande l'activité économique dans l'OCDE a poursuivi sa croissance à un rythme non négligeable. Côté offre la dépression des cours des premières années quatre-vingt avait conduit à la fermeture de nombreuses unités de production qui n'ont pas été réouvertes depuis. Côté prix la réaction traditionnelle aux mouvements du dollar, qui n'avait pas été observée à la fin de 1985 ni en 1986, pourrait avoir commencé à jouer en 1987, avec donc un décalage inhabituel et une ampleur moindre.

Au total, pour les pays consommateurs les coûts ont augmenté en dollar, mais diminué en DM et en yen (tableau 3).

Pour les pays en développement l'évolution du pouvoir d'achat des exportations en produits manufacturés dépend de la nature des produits. Lorsque ceux-ci sont principalement agricoles, ce qui est notamment le cas de nombreux pays d'Afrique, ce pouvoir d'achat a continué à se dégrader.

3. Variations des cours des matières premières non énergétiques, en %

		$\frac{T1\ 1987}{T1\ 1986}$	$\frac{T2\ 1987}{T2\ 1986}$	$\frac{T3\ 1987}{T3\ 1986}$	$\frac{T1\ \text{à}\ T3\ 1987}{T1\ \text{à}\ T3\ 1986}$
En dollar	Agricoles	- 24	- 17,5	- 14	- 17
	Industrielles	+ 11	+ 17	+ 22	+ 17
	Total	- 3,5	+ 3	+ 8	+ 2,5
Total	En yen	- 20	- 13	+ 3	- 12,5
	En DM	- 24	- 17	- 3	- 16

Sources : HWWA, estimations OFCE.

La croissance économique s'est poursuivie aux Etats-Unis...

Les comptes nationaux des Etats-Unis, comme ceux de tous les autres pays, ne sont connus de manière définitive qu'avec plusieurs années de retard. Les révisions publiées au printemps 1987 fournissent une lecture du passé un peu différente de celle qui était disponible en début d'année. La croissance économique aurait été un peu plus rapide au cours des trois dernières années. L'épargne des ménages aurait été plus faible en 1985 et plus élevée en 1986. Les principales modifications sont retracées dans le tableau n° 4.

4. Principales modifications ayant affecté les comptes nationaux américains après révision du printemps 1987

Variations année/année précédente à prix constants, en %

		1984	1985	1986
Consommation des ménages	Ancienne version	+ 4,7	+ 3,5	+ 4,1
	Nouvelle version	+ 4,8	+ 4,6	+ 4,2
FBCF productive	Ancienne version	+ 16,9	+ 9,3	- 1,0
	Nouvelle version	+ 17,7	+ 6,8	- 2,3
PNB	Ancienne version	+ 6,4	+ 2,7	+ 2,5
	Nouvelle version	+ 6,8	+ 3,0	+ 2,9
Taux d'épargne des ménages	Ancienne version	6,3	5,1	3,8
	Nouvelle version	6,1	4,5	4,3

Source : Department of Commerce.

Le profil de l'année 1986 est affecté par ces révisions : au quatrième trimestre, il semble à présent que la consommation des ménages ait faiblement augmenté et non pas légèrement diminué. Une source additionnelle de difficultés pour l'analyse conjoncturelle résulte, dans le cas

des Etats-Unis, de la qualité des séries de commerce extérieur, dont la signification est cruciale pour l'interprétation de la situation présente ⁽⁴⁾. La prudence s'impose donc pour formuler un diagnostic quant à l'évolution récente et, partant, pour envisager les prochains trimestres. Elle s'impose d'autant plus que les comptes nationaux fournissent une image ambiguë de l'activité économique. Au-delà des oscillations de court terme, le PNB s'est accru de 1,6 % au premier semestre 1987 relativement au semestre précédent, soit un rythme annuel de 3,2 %, supérieur à celui de la fin de 1986. Mais ce chiffre global masque une diminution de la demande intérieure finale, car la faible progression de la consommation des ménages a été insuffisante pour compenser la stagnation des dépenses publiques et la baisse de l'investissement privé. Cette diminution est plus que contrebalancée par l'évolution du commerce extérieur : pour la première fois depuis le second semestre 1980, l'évolution respective des exportations et des importations a été telle que le solde a contribué à accroître le PNB, non à le réduire. Sur le 1,6 point de croissance du PNB 0,6 est attribuable à ces échanges extérieurs de biens et services. Le commerce de produits manufacturés n'évolue pas de manière tout à fait aussi favorable ; une part du redressement est due aux exportations de produits primaires et de services.

Par ailleurs, et surtout, l'essentiel de la croissance économique au premier semestre 1987 est imputable au gonflement des stocks, qui a procuré 1,3 point de croissance du PNB. L'interprétation de ce mouvement est malaisée ⁽⁵⁾. Il ne semble pas qu'il se soit agi au cours de cette période d'un mouvement de reconstitution volontaire qui aurait été motivé par l'amorce de la remontée des prix des matières premières industrielles et des produits intermédiaires. Au premier trimestre la majeure partie du mouvement de stockage porte sur des biens durables dans les commerces de détail, ce qui traduit vraisemblablement des méventes résultant de l'atonie mal anticipée de la demande finale. Au deuxième trimestre plus de la moitié du gonflement des stocks porte sur des produits agricoles.

Les indicateurs disponibles pour le troisième trimestre ne semblent pas prélude, contrairement à ce qui était prévu dans la précédente chronique, à l'entrée dans une phase de récession dès le quatrième trimestre 1987. La production industrielle, après avoir enregistré en juillet une accélération éphémère, est revenue en août sur le rythme de croissance annuel de 3 % qui la caractérise depuis la fin de 1986. Le taux de chômage s'est stabilisé en août à 6 %, après avoir de nouveau légèrement diminué en juillet. L'offre se sera donc vraisemblablement accrue au troisième trimestre. La croissance correspondante de la demande aura sans doute été fournie en partie par la consommation des ménages (les ventes au détail sont en nette progression en juillet et août) et en partie par le commerce extérieur. Les données relatives au

(4) Le Department of Commerce a cessé de publier depuis janvier 1986 des séries en valeur désaisonnalisées, et le partage entre volumes et prix des séries brutes qu'il fournit n'est disponible qu'avec plusieurs mois de retard.

(5) Cf. Ph. Sigogne « Recherche stocks désespérement », *Lettre de l'OFCE* n° 47, 23 septembre 1987.

commerce de marchandises font toutefois état d'un très important déficit commercial.

Ces différents mouvements sont d'autant plus difficiles à interpréter que de forts à-coups ont été provoqués par la réforme fiscale. Le déficit de l'année budgétaire en cours (octobre 1986-septembre 1987) semble ne devoir être que de 160 milliards de dollars. Celui de l'année fiscale suivante, calculé par les organismes officiels américains qui anticipent une poursuite de la croissance économique à un rythme compris entre 2,5 et 3 %, serait aux environs de 180 milliards. Cela ne signifie pourtant pas que la politique budgétaire n'aurait que momentanément adopté une orientation restrictive. Des éléments ponctuels expliquent la majeure partie de la contraction du déficit actuel : décalages dans le paiement de certains traitements de la fonction publique (notamment aux militaires) ; ventes d'actifs publics ; et surtout recettes fiscales temporairement gonflées (afin d'éviter le taux d'imposition plus élevé sur les plus-values, de nombreux détenteurs de titres ont procédé dès le début de l'année à des ventes qui, sinon, auraient eu lieu ultérieurement).

...et de manière inégale dans les deux autres économies dominantes

L'activité économique dans les deux autres économies dominantes apparaît actuellement un peu différente de ce qui était envisagé dans la précédente chronique : la croissance de l'activité a été plus soutenue au Japon et moins forte en RFA. Mais c'est le second de ces pays qui a joué un rôle directement moteur dans le commerce mondial par la progression de ses importations. Le Japon, de manière plus indirecte, a autorisé le redressement des cours des matières premières en commençant à reconstituer ses stocks, mouvement qui aura sans doute marqué le troisième trimestre (mais qui ne se voit encore guère dans les seuls chiffres disponibles, c'est-à-dire ceux du deuxième trimestre).

Une remarque préalable doit être faite avant de développer ces points. L'interprétation des comptes nationaux est rendue malaisée en RFA par deux éléments. En premier lieu, la révision depuis 1984 des comptes publiée à la fin de l'été laisse quasiment inchangés les chiffres concernant les composantes de la demande finale hors stocks. Mais pour l'année 1985 la révision à la hausse des séries de coûts et prix utilisées pour déflater les valeurs observées a pour conséquence la révision à la baisse du PNB en volume. Celui-ci ne se serait accru que de 2,0 % et non de 2,5 %. La contrepartie est une réduction du poste « formation de stocks et ajustements statistiques » qui, contrairement à ce que l'on pensait jusqu'alors, a diminué en 1985. En second lieu, les évolutions de court terme ont été très heurtées, de sorte que les tendances ne se dégagent pas toujours très clairement et que le passé récent peut être lu de différentes manières. L'observation de variations semestrielles permet certes de lisser les à-coups, mais doit être menée avec circonspection dans la mesure où le creux prononcé de l'hiver jette sur la moyenne du premier semestre un éclairage sans doute exagérément pessimiste.

Au premier semestre 1987, relativement au semestre précédent, le PNB a diminué en RFA, alors que sa croissance s'est accélérée au Japon. La raison première en est le comportement différent de la demande intérieure finale : augmentation au Japon, baisse en RFA, (tableau 5). Cette baisse est imputable à une nouvelle chute de l'activité en bâtiment et à une stagnation des dépenses publiques au moment où la consommation des ménages ne progressait qu'à un rythme annuel de 1,2 %. Seul l'investissement en équipements a fait montre d'un certain dynamisme, traduisant en fait un réajustement après la chute du semestre précédent. La raison seconde est que le commerce extérieur a cessé au Japon de peser sur le PNB, alors qu'en RFA il a continué, comme au cours des deux semestres précédents, à « coûter » 0,7 point de PNB. Si ce dernier ne diminue que de 0,4 %, c'est que la variation de stocks aurait été très fortement positive.

5. Eléments de comparaison des comptes nationaux en RFA et au Japon

A prix constants, semestres, en %

			1986.I	1986.II	1987.I
Variations semestre/ semestre précédent	PNB	Japon RFA	+ 0,6 + 0,4	+ 1,6 + 1,9	+ 1,6 - 0,4
	Demande intérieure finale	Japon RFA	+ 1,7 + 1,1	+ 3,0 + 2,1	+ 1,8 - 0,1
	Exportations de biens et services	Japon RFA	- 3,4 - 0,6	- 0,5 0	- 0,1 - 1,1
	Importations de biens et services	Japon RFA	+ 3,1 + 1,8	+ 4,2 + 1,8	- 0,3 + 1,2
Contributions à la variation du PNB	Demande intérieure finale	Japon RFA	+ 1,6 + 1,0	+ 2,9 + 2,0	+ 1,8 - 0,3
	Commerce extérieur de biens et services	Japon RFA	- 1,1 - 0,7	- 0,7 - 0,6	0 - 0,7
	Variations des stocks	Japon RFA	+ 0,1 + 0,1	- 0,6 + 0,5	- 0,2 + 0,6

Source : Comptes nationaux.

Malgré l'évolution médiocre des volumes du commerce extérieur la RFA n'a subi qu'une légère diminution de son excédent commercial, en raison de la différence des masses auxquelles les taux s'appliquent (les exportations en valeur sont supérieures d'un tiers aux importations) et d'une légère appréciation des termes de l'échange (toujours en moyenne semestre/semestre précédent). Dans ces conditions l'excédent de la balance courante atteint encore 40 milliards de DM au premier semestre 1987, après 45 au second semestre 1986. Exprimé en dollar cet excédent est stable à 21 milliards. Celui du Japon, deux fois plus élevé, est en légère diminution (45 milliards de dollars, après 50 milliards). La somme des deux, 70 milliards de dollars au premier semestre 1987, après 75 au second semestre 1986, est d'un ordre de grandeur comparable au déficit des Etats-Unis.

L'observation d'indicateurs mensuels fournit une version de la situation allemande un peu plus optimiste, en raison à la fois du profil des premiers mois de l'année et des indications concernant le troisième trimestre. Les exportations et la production industrielle avaient fléchi au dernier trimestre 1986, puis au premier de 1987, tandis que la consommation des ménages avait stagné, puis décliné. Le redressement opéré depuis le début du deuxième trimestre semble s'être poursuivi durant l'été, si l'on en juge notamment par les enquêtes réalisées en juin et juillet auprès des producteurs et des consommateurs, et par les entrées en commandes. L'hypothèse d'un mouvement cumulatif de reprise de l'activité serait étayée si au cours des prochains mois se poursuivait la croissance retrouvée depuis le printemps dans les biens intermédiaires. Cet optimisme relatif devra toutefois attendre quelques mois avant d'être confirmé, car des mouvements exceptionnels ont perturbé le déroulement de l'activité et sa transcription statistique. Le déplacement des congés en juin-juillet, anticipé par les producteurs, est sans doute pour partie responsable de la croissance de la production industrielle en avril-mai, puis de sa chute en juin-juillet (chiffre cvs), des stocks ayant en contrepartie été constitués puis écoulés.

Les importations mondiales de produits manufacturés ont continué à augmenter

La quantification du commerce mondial de produits manufacturés soulève de nombreuses difficultés (cf. encadré). Les chiffres annuels tels que les élaborent les organisations internationales accusent une divergence particulièrement importante en 1985 et 1986, les importations (en volume) ayant apparemment progressé plus rapidement que les exportations de plus de 1 point au cours de chacune de ces années.

L'analyse conjoncturelle se doit donc d'être particulièrement prudente dans l'interprétation des chiffres trimestriels. Elle est en outre tributaire des révisions de séries qui peuvent conduire à lire un peu différemment le passé et, par conséquent, à envisager autrement le futur proche. Celles qui ont concerné le second semestre 1986 ont de fait été substantielles, en ce qui concerne tant les pays industrialisés que les pays en développement, ce qui a conduit à une révision à la hausse des chiffres décrivant l'année 1986 (tableau 6).

1. Quelques éléments méthodologiques concernant le commerce mondial de produits manufacturés

Problèmes généraux de définition du champ

Des données annuelles décrivant le commerce mondial de produits manufacturés sont publiées avec un certain détail pays/produits par des organismes internationaux, le GATT et l'ONU. La cohérence apparente des séries, en dépit de difficultés dont quelques-unes sont mentionnées ci-dessous, fournit une lecture schématisée de la réalité en présentant des exportations égales aux importations. Ces séries sont établies à partir de données nationales, rectifiées par ces organismes, et d'estimations qu'ils élaborent eux-mêmes. Ainsi les commerces entre pays de l'Est, entre pays en développement et entre ces deux zones sont plus souvent calculés qu'observés. Des estimations doivent par ailleurs être élaborées du fait qu'entre pays de l'Est et pays en développement d'une part, pays industrialisés de l'autre, le commerce de troc qui tend à se développer rapidement depuis quelques années doit faire l'objet d'une valorisation spécifique. Il faut ajouter à cela des considérations d'ordre politique, qui faussent l'appréciation du commerce, de manière marginale au niveau mondial, mais significative dans un détail fin. Ainsi la RFA considère son commerce avec la RDA comme transaction intérieure et non pas internationale, de sorte que le commerce entre la RFA et les pays du COMECON n'inclut jamais ce flux, que l'on sait pourtant, par ailleurs, être le plus important de ce groupe ; le commerce mondial est-ouest se trouve minoré d'autant.

Problèmes généraux concernant le chiffrage

Les difficultés statistiques sont nombreuses, même lorsqu'il s'agit du commerce extérieur de pays dotés d'appareils statistiques solides. Citons-en quelques exemples : les importations réexportées ; les nomenclatures (le degré de transformation à partir duquel un produit cesse d'être considéré comme matière première pour être considéré comme manufacturé varie d'un pays à l'autre, par exemple pour les dérivés des hydrocarbures, ce qui conduit à des différences d'appréciation du commerce de pays européens tels que les Pays-Bas) ; délais d'acheminement des produits (un pays peut exporter en décembre d'une année ce que l'autre importera en janvier de l'année suivante, ou encore un pays enregistre le commerce extérieur au moment de l'échange des produits, un autre au moment du paiement) ; nature de la transaction (par exemple, lorsque la France exporte des Airbus par l'intermédiaire d'une société de *leasing*, l'un des deux pays peut considérer cela comme commerce de produits manufacturés et l'autre comme commerce de services. En outre la valorisation des échanges intra-firmes est délicate ; ainsi les Etats-Unis viennent-ils de diminuer de 10 milliards de dollars leur déficit commercial annuel avec le Canada en évaluant autrement leurs échanges avec ce pays).

Telles sont quelques-unes des sources d'incertitude quant au niveau du commerce mondial, dont la quantification précise n'a, au demeurant, guère d'importance, mais aussi quant à sa variation, ce qui est plus fâcheux pour la compréhension des évolutions en cours et pour la prévision. En outre ces données sont fournies en valeur (en dollars), mais non en volume. Une indication des prix des exportations est

fournie au niveau global par le GATT ; mais le volume d'exportations globales (ou plus exactement sa variation) qui en découle est parfois difficile à réconcilier avec les indications concernant les principales composantes des importations telles que permettent de les évaluer les données nationales des pays de l'OCDE.

Indications concernant la méthode de calcul OFCE

L'analyse conjoncturelle dispose donc de points de repère annuels qui sont des ordres de grandeur et non des chiffres précis, qui constituent des garde-fous. Elle se fonde généralement sur l'observation des importations et non des exportations pour des raisons de disponibilité statistique : on connaît par exemple les importations des pays industrialisés en provenance des pays en développement beaucoup mieux que les exportations des pays en développement vers les pays industrialisés.

Les principaux fondements de la méthode utilisée par le département des diagnostics de l'OFCE pour calculer un indicateur trimestriel d'importations mondiales de produits manufacturés sont les suivants :

1- Le champ retenu est plus restreint que la totalité des échanges mondiaux

Faute de données, on ne prend en compte ni le commerce entre pays du COMECON (Est-Est), ni le commerce entre pays en développement (Sud-Sud), ni le commerce entre pays du COMECON et pays en développement (Est-Sud). En 1986 la fraction ainsi négligée représentait 12 % du commerce mondial de produits manufacturés tel que le GATT le décrit (contre 11 % en 1970). Cette fraction ne s'accroît que très lentement et très régulièrement en dépit du gonflement vraisemblable des échanges Sud-Sud ; cela traduit probablement plus des difficultés de quantification que la réalité.

2- Certaines importations sont directement observées, d'autres sont calculées

a) Les importations observées sont issues des données fournies par les appareils statistiques nationaux. Huit pays sont ainsi suivis : les Etats-Unis, le Japon, la France, la RFA, le Royaume-Uni, l'Italie, les Pays-Bas et la Belgique. Il s'agit de données fiables, mais évidemment soumises à des révisions.

b) Les importations calculées concernent tous les autres pays regroupés en zones, soit par nécessité (données manquantes) soit par choix (données existantes pour des pays de l'OCDE tels que le Canada qui sont des marchés peu importants pour la France). Elles sont obtenues en divisant des valeurs observées en dollars par des prix estimés. Là réside une source d'incertitude majeure, car l'estimation des prix se fonde nécessairement sur des hypothèses simplificatrices. Le principe général est le suivant. Pour chaque zone l'indice de prix utilisé pour déflater les importations est une moyenne géométrique du prix des exportations en dollar des huit grands pays industrialisés. Les pondérations retracent pour chaque zone la structure géographique de ses fournisseurs. Par exemple le prix à l'exportation des Etats-Unis est affecté d'un coefficient élevé pour le calcul du prix des importations de l'Amérique latine, alors que celui du Japon est prépondérant pour les importations de l'Extrême-Orient.

Les zones sont les suivantes : pays de la CEE autres que les six grands ; autres pays industrialisés (incluant l'Afrique du Sud et Israël) ; Amérique latine hors OPEP ; Afrique hors OPEP (et hors Afrique du Sud) ; Moyen-Orient hors OPEP (et hors Israël) ; Extrême-Orient hors OPEP ; OPEP ; COMECON en Europe.

La source principale des données en valeurs est constituée par les séries de l'OCDE. Les cheminements issus des séries A sont calés sur les données annuelles des séries C lorsque les premières fournissent des chiffres tous produits sans ventilation entre produits manufacturés et autres.

c) Lorsque cela est nécessaire, pour certaines séries observées et pour toutes les séries calculées, les données brutes sont désaisonnalisées.

3- Les importations mondiales sont calculées, sous forme d'indices de volume, dans différentes « optiques »

Celles-ci sont des moyennes géométriques, qui diffèrent par la pondération appliquée à chacune des 16 séries d'importations (8 grands pays et 8 zones). Ainsi pour la France l'Afrique pèse d'un poids plus lourd que l'Extrême-Orient et la CEE est affectée d'un coefficient plus élevé que les Etats-Unis ; c'est le contraire pour la « demande adressée au Japon ». L'« optique monde » reflète simplement la part de chaque zone importatrice dans les importations mondiales. Ces parts sont retracées dans le tableau ci-après.

Part des différentes zones dans les importations mondiales de produits manufacturés

En %

Etats-Unis	21,0	Afrique hors OPEP	2,0
Japon	3,5	Amérique latine hors OPEP .	4,0
France	6,5	Extrême-Orient hors OPEP ..	8,5
RFA	9,5	Moyen-Orient hors OPEP	0,5
Royaume-Uni	6,5	OPEP	4,5
Italie	4,5	Sous-total PED	19,5
Pays-Bas	3,5	COMECON en Europe	2,5
Belgique	3,5		
Autres CEE	4,0		
<i>Sous-total CEE</i>	<i>38,0</i>		
Autres pays industrialisés ...	15,5		
<i>Sous-total pays industrialisés</i>	<i>78,0</i>		

Les informations disponibles au moment de la rédaction de la présente chronique ⁽⁶⁾ indiquent que les importations mondiales de produits manufacturés en volume se sont inscrites au cours des trimestres récents sur la tendance qui les caractérise depuis le début de l'année 1985, au delà des à-coups de court terme. Cette tendance, un rythme annuel de progression de 3,5 %, est en nette inflexion relativement à la vive croissance qui avait marqué les années 1984 et 1985 (rythme annuel de 10 %) qui avait lui-même succédé à la stagnation des années 1980 à 1982 (graphique 3).

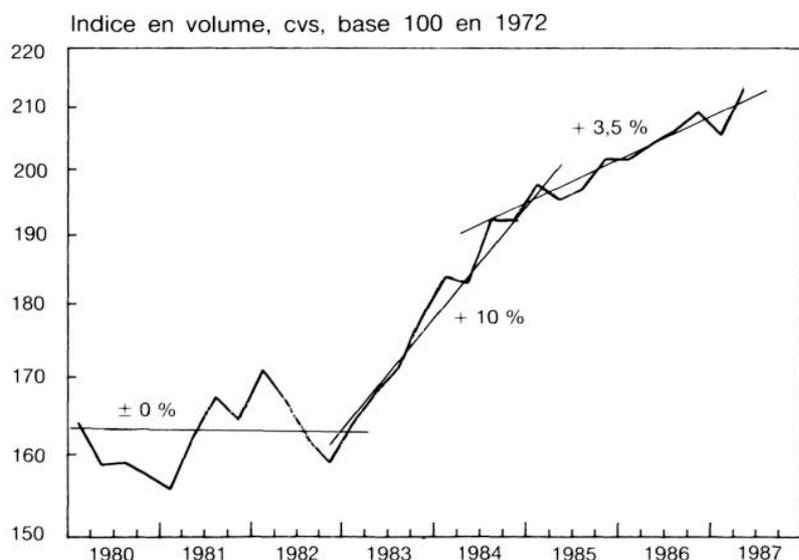
(6) Le premier trimestre est connu, aux révisions près, pour toutes les composantes. Pour le deuxième trimestre en revanche il s'agit le plus souvent d'estimations, seuls quelques pays européens et le Japon étant connus.

**6. Les importations de produits manufacturés.
Éléments ayant subi les plus fortes révisions
depuis la précédente chronique de conjoncture**

Variations en volume 1986/1985, à prix constants, en %

	Estimations précédentes (a)	Estimations actuelles (b)	Différence (b) – (a)
Etats-Unis	+ 7,0	+ 10,0	+ 3,0
Italie	+ 7,4	+ 3,7	- 3,7
Pays industrialisés autres que les Etats-Unis, le Japon et la CEE ...	0	+ 2,8	+ 2,8
Sous-total : pays industrialisés ..	+ 6,9	+ 8,1	+ 1,2
Amérique latine hors OPEP	- 10,5	- 4,0	+ 6,5
Extrême-Orient hors OPEP	- 6,6	- 4,1	+ 2,5
Sous-total : pays en développement	- 14,2	- 11,5	+ 2,7
Total monde (optique monde) ...	+ 2,3	+ 3,7	+ 1,4

Sources : Sources nationales, OCDE, estimations OFCE.



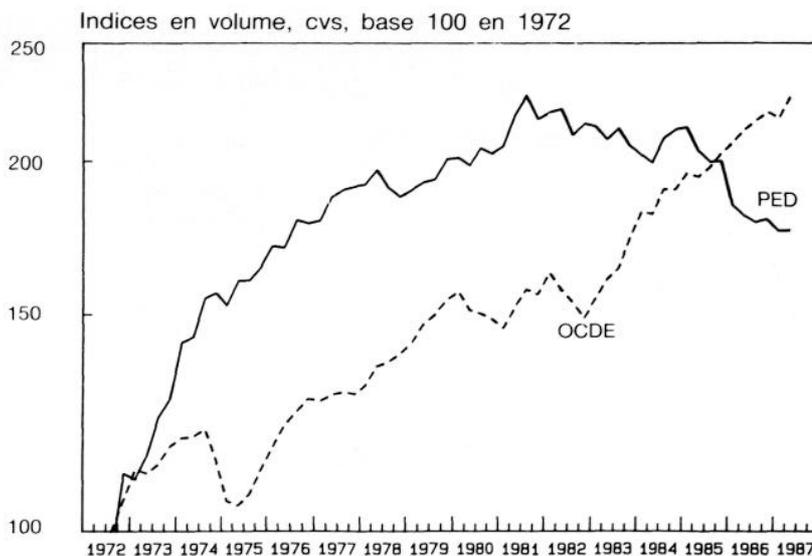
3. Importations mondiales de produits manufacturés

Sources : Données nationales, OCDE, estimations OFCE.

Cette tendance est la résultante de deux évolutions opposées : croissance pour les pays industrialisés, déclin pour les pays en développement (graphique 4). Le COMECON pour sa part a décliné légèrement, mais son poids dans les importations mondiales est faible.

A l'intérieur du groupe des pays industrialisés les deux principaux importateurs sont la CEE et les Etats-Unis. C'est la première qui est, depuis le début de 1986, l'élément dynamique, le taux de croissance de ses importations s'étant légèrement accéléré alors que celui des Etats-Unis s'est fortement ralenti (tableau 7 et graphique 5).

4. Importations de produits manufacturés des pays industrialisés et pays en développement



Sources : Données nationales, OCDE, estimations OFCE.

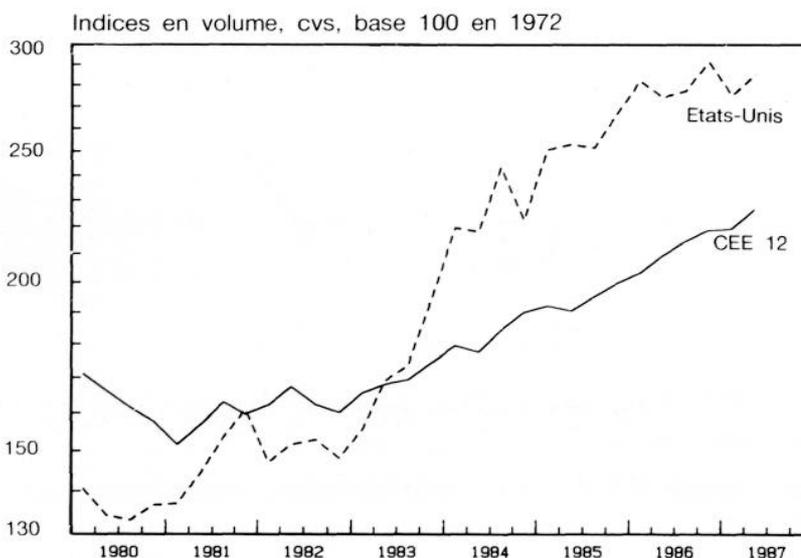
7. Variation des importations de produits manufacturés

en volume, en %, semestres

	1984.I/1983.I	1985.I/1984.I	1986.I/1985.I	1987.I/1986.I
Etats-Unis	+ 35	+ 15	+ 10	+ 0,5
CEE	+ 7	+ 7	+ 7,5	+ 8

Sources : Données nationales, OCDE, estimations OFCE.

5. Importations de produits manufacturés de la CEE et des Etats-Unis



Sources : Données nationales, OCDE, estimations OFCE.

Une grande dispersion affecte les importations des pays membres de la CEE, la moyenne récente de 8 % recouvrant à une extrême des stagnations, à l'autre extrême une croissance de 35 % en Espagne. Celle-ci, comme celle observée au Portugal, traduit les ajustements consécutifs à l'entrée de ces pays dans la CEE (tableau 8).

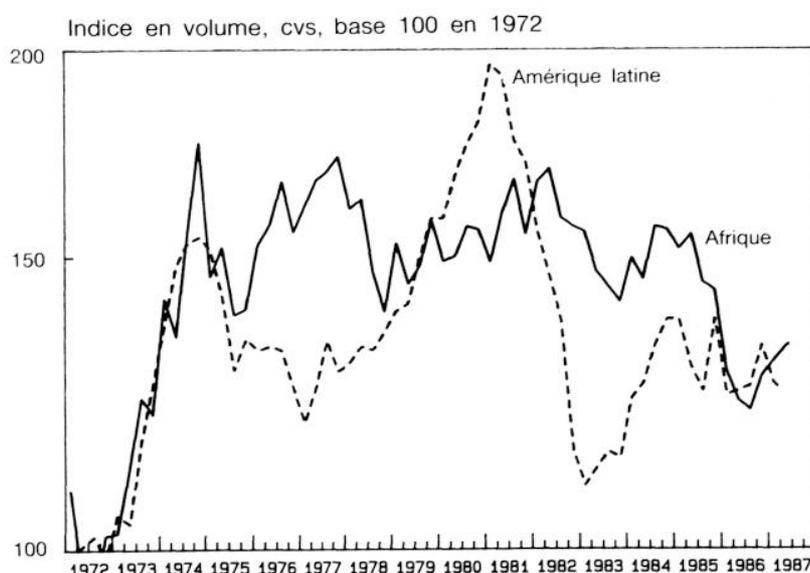
8. Variation des importations de produits manufacturés en volume entre le 1^{er} semestre 1986 et le 1^{er} semestre 1987

En %

Espagne	+ 35	Pays-Bas	+ 7
Portugal	+ 15	Royaume-Uni	+ 6
Grèce	+ 10	Italie	+ 6
RFA	+ 8,5	UEBL	+ 5
France	+ 8	Danemark	0
		Irlande	0
Moyenne : + 8			

Sources : Données nationales, OCDE, estimations OFCE.

A l'intérieur du groupe des pays en développement le contraste est plus grand encore. Les importations de l'Afrique (hors OPEP) se redressent légèrement depuis la mi-1986, mais à partir d'un bas niveau. Ce bas niveau caractérise également les pays d'Amérique latine (hors OPEP) où la tendance qui se dégage à travers de fortes oscillations est encore celle d'une légère baisse.

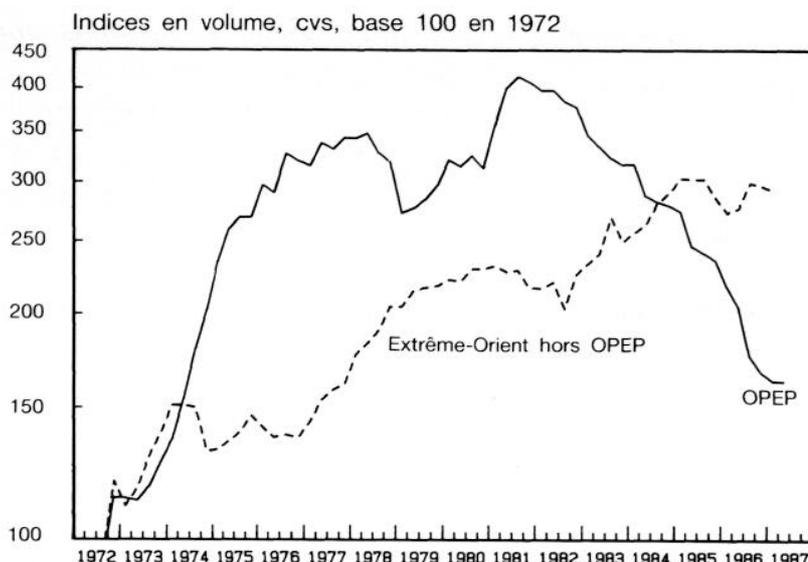


6. Importations de produits manufacturés de l'Afrique et de l'Amérique latine, hors OPEP

Sources : OCDE, estimations OFCE.

C'est aussi une stabilisation qui caractérise l'Extrême-Orient (hors OPEP), mais à un tout autre niveau, puisqu'il est depuis le début de 1985 trois fois supérieur à ce qu'il était en 1972. Cette stabilité moyenne récente résulte d'évolutions divergentes : croissance des Nouveaux pays industrialisés et plus modérément de l'Inde, forte diminution de la Chine et des autres pays. Les importations de l'OPEP semblent avoir cessé de diminuer au début de 1987 (graphique 7).

7. Importations de produits manufacturés de l'Extrême-Orient hors OPEP et de l'OPEP

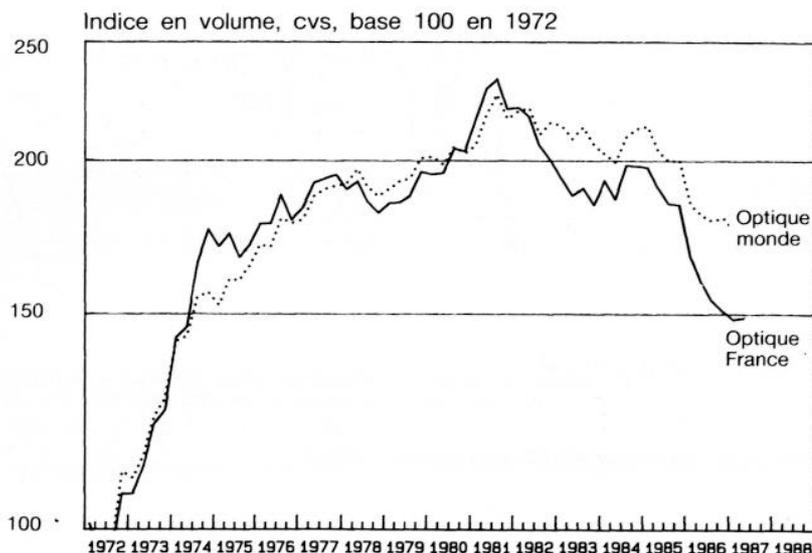


Sources : OCDE, estimations OFCE.

Les parts de marché se sont un peu rééquilibrées entre les grands pays industrialisés

Ces évolutions très divergentes des importations des zones en voie de développement se sont répercutées sur les exportations potentielles des grands pays industrialisés. La France, très tournée vers l'Afrique et l'OPEP, a vu la demande qui lui est adressée baisser plus fortement depuis 1982, et surtout en 1985-1986, que celle adressée à un pays tel que la RFA ou surtout le Japon. Cette situation toutefois s'améliore au début de 1987 (graphique 8).

8. Importations de produits manufacturés de l'ensemble des pays en développement, OPEP inclus



Sources : OCDE, estimations OFCE.

En outre au cours des trimestres récents le fait que la France (et plus encore un pays tel que la Belgique) soit beaucoup plus orienté vers la CEE que vers les Etats-Unis a accentué l'amélioration des potentialités françaises. Le marché potentiel du Japon, en revanche, diminue (tableau 9).

9. Les « demandes adressées » à quelques grands pays industrialisés

Variations en volume, en rythme annuel, en %

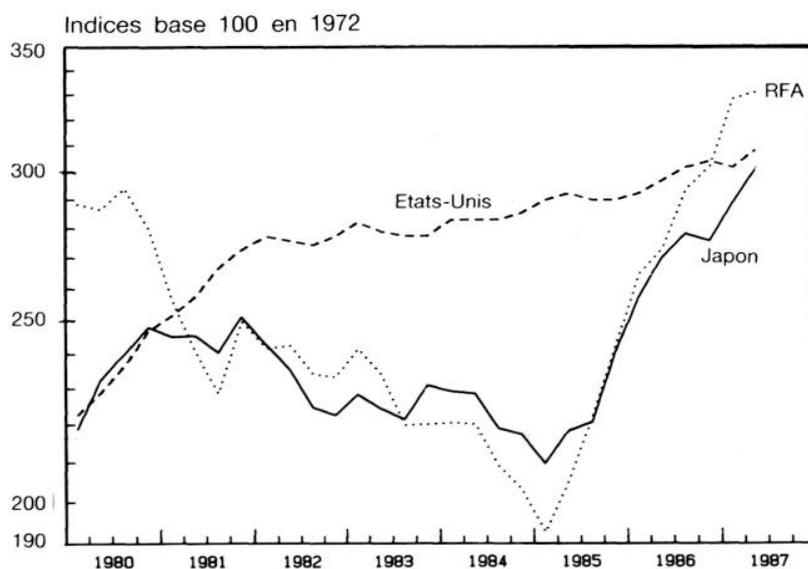
	1985/1984	1986/1985	1 ^{er} semestre 1987/ 2 ^e semestre 1986
Belgique	+ 5,8	+ 5,8	+ 4,0
France	+ 4,9	+ 2,9	+ 3,0
Royaume-Uni	+ 4,6	+ 2,8	+ 3,0
Etats-Unis	+ 3,1	+ 2,5	+ 1,2
Japon	+ 6,1	- 0,4	- 1,5

Sources : Données nationales, OCDE, estimations OFCE.

Les divergences caractérisant l'évolution des marchés potentiels expliquent en partie celles qui ont marqué les exportations des grands pays industrialisés. Elles ne s'y identifient toutefois pas, car les parts de marché se sont à nouveau déformées, quoique de manière lente. La compétition peut être appréhendée à deux niveaux.

En premier lieu les pays industrialisés dans leur ensemble ont continué à perdre des parts du marché mondial. Leurs exportations agrégées se sont accrues un peu moins vite que la demande qui leur est adressée, la différence s'expliquant par la poussée ininterrompue des NPI asiatiques. Les exportations de ceux-ci ont continué, au premier semestre 1987, comme au second 1986, à progresser à un rythme annuel un peu supérieur à 20 % (en volume).

En second lieu la compétitivité de court terme des pays industrialisés les uns relativement aux autres est en partie fonction de leur prix. Ceux-ci ont continué à se déformer au cours des premiers trimestres de 1987 à l'avantage des Etats-Unis (graphique 9). Les exportateurs allemands et japonais n'ont pas pu compenser l'intégralité de l'appréciation de leurs monnaies vis-à-vis du dollar (tableau 10).



9. Prix à l'exportation des produits manufacturés en dollar

Sources : Données nationales, estimations OFCE.

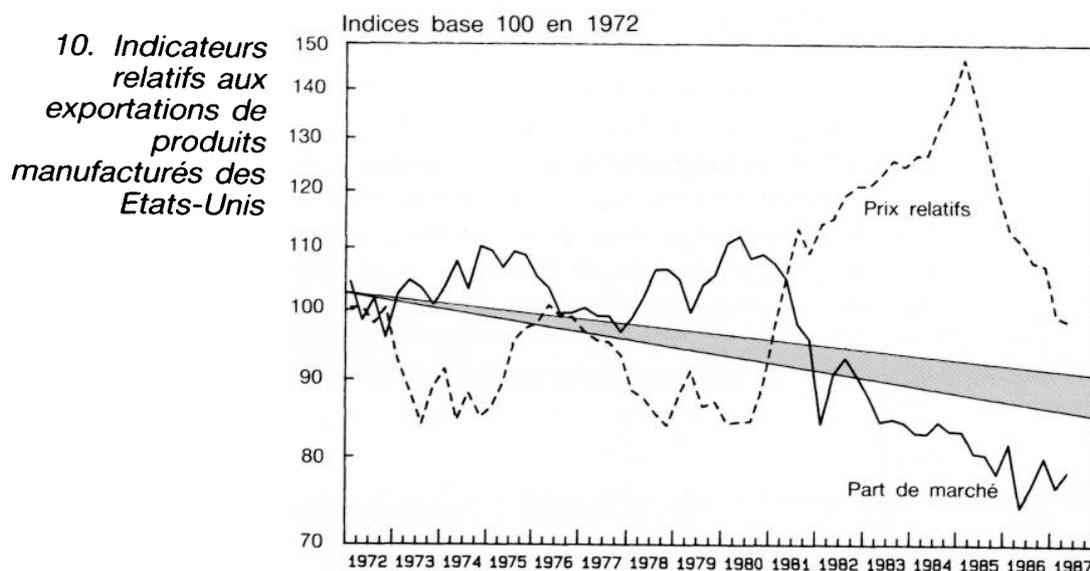
10. Variation des prix à l'exportation de produits manufacturés

Trimestre/trimestre précédent, en %

		En monnaies nationales		En dollars		
		RFA	Japon	Etats-Unis	RFA	Japon
1986	I	- 0,6	- 3,8	+ 0,8	+ 9,2	+ 7,0
	II	- 1,2	- 4,1	+ 1,6	+ 3,2	+ 5,0
	III	- 0,6	- 5,6	+ 1,6	+ 7,6	+ 2,9
	IV	- 0,6	+ 1,7	+ 0,8	+ 2,9	- 0,9
1987	I	- 0,6	+ 0,3	- 0,8	+ 8,6	+ 4,9
	II	- 0,8	- 3,2	+ 2,3	+ 0,9	+ 4,3

Sources : Données nationales, estimation OFCE.

Cette évolution relative des prix n'a pas provoqué un redressement sensible de la part de marché en volume des Etats-Unis (graphique 10). Cette part a certes cessé de se dégrader, et on peut même lire l'évolution des trimestres récents comme l'amorce d'un redressement ; mais le mouvement est ténu. Symétriquement le Japon et surtout la RFA enregistrent des baisses de leurs parts de marché, mais celles-ci demeurent modérées (tableau 11).



Sources : Données nationales, estimations OFCE.

Comment expliquer l'absence de redressement américain, alors que les variations de la part de marché et du prix relatif semblaient évoluer de pair jusqu'en 1983 ?

Le prix relatif tout d'abord ⁽⁷⁾ doit être examiné en niveau et non pas seulement en variation. L'année 1972 semble à cet égard constituer une

(7) Rappelons qu'il s'agit du rapport : prix des Etats-Unis/prix moyen des sept autres grands pays industrialisés, en dollar, à l'exportation de produits manufacturés.

11. Parts de marché à l'exportation de produits manufacturés

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

	1985.I	1986.I	1987.I
Etats-Unis	82,0	78,0	77,5
RFA	96,5	94,5	91,0
Japon	125,0	126,0	123,0

Source : estimations OFCE.

bonne référence pour les coûts unitaires de main-d'œuvre, les taux de change équilibrant (sauf pour le Japon) les conditions de la concurrence. Or c'est seulement à la mi-1987 que ce niveau d'équilibre a été rejoint. Comme un décalage d'environ six trimestres s'observe par le passé entre le moment où une telle situation se reproduit et le moment où la part de marché rejoint sa propre tendance, il n'est pas étonnant que le redressement n'ait pas encore eu lieu.

Comment peut-on expliquer, avec une telle grille de lecture, le fait que la part de marché américaine n'ait pas continué à se dégrader en 1986 et 1987, alors même que le prix relatif était supérieur à son niveau d'équilibre au cours des trimestres précédents ? Le point à considérer ici est la nature des biens faisant l'objet d'une exportation. Certains ne sont pas concurrencés par des produits étrangers, quel qu'en soit le prix, parce qu'ils bénéficient soit d'une technologie unique, soit de marchés captifs (pour des raisons techniques, telles que les chaînes de produits, ou pour des raisons géo-politiques de « chasse-gardée »). Les biens non substituables qui constituent le noyau dur des exportations sont du reste ceux dont les prix peuvent s'accroître le plus fortement, la seule contrainte à laquelle ils se heurtent étant l'élasticité de la demande. C'est pourquoi on assiste depuis 1984 à un ralentissement, puis à un arrêt des pertes de part de marché en volume malgré l'évolution, puis le niveau défavorable du prix relatif au cours des trimestres qui précèdent.

Le redressement de la part de marché ne se joue pas sur ces biens-là, mais sur ceux qui font l'objet d'une compétitivité par les prix immédiate, c'est-à-dire des biens « banals » ou à tout le moins des substituts proches des biens fabriqués par le Japon et les pays européens⁽⁸⁾. Les conditions du redressement, c'est-à-dire du retour à la tendance de moyen terme de la part de marché américaine, n'ont été réunies que tout récemment.

Cette tendance de moyen terme, quelle est-elle ? On a tracé sur le graphique n° 10 une plage de variation indiquant où elle nous semble se situer, c'est-à-dire à un niveau déclinant relativement à celui de 1972. En effet il ne s'agit pas d'un jeu à somme nulle entre les pays de l'OCDE. Alors que le prix relatif traduit la position des Etats-Unis relativement à celle des autres pays industrialisés traditionnels, la part

(8) Sur les liens entre taux de change et compétitivité, cf. notamment J. Le Cacheux et F. Lecointe : « Changes réels et compétitivité de la France, la RFA et l'Italie », *Revue de l'OFCE* n° 20, juillet 1987.

du marché résulte d'une confrontation avec l'ensemble des producteurs mondiaux⁽⁹⁾. Or les Nouveaux pays industrialisés asiatiques (NPIA) accroissent de manière accélérée leur part de ce marché mondial au détriment des pays traditionnels. La plage de variation borne ce phénomène de deux manières. La ligne haute retrace la perte de part de marché que subissent en moyenne les pays de l'OCDE du fait de la concurrence des NPIA. La ligne basse traduit le fait que les Etats-Unis sont sans doute plus directement concurrencés par les NPIA sur leurs marchés extérieurs que ne le sont les pays européens, de sorte que leur tendance à la perte sur le marché mondial est plus importante que celle qui affecte la moyenne de l'OCDE.

Ces considérations font que l'on peut lire l'évolution de la part de marché américaine au cours des deux premiers trimestres 1987 comme l'amorce d'un redressement et non comme une simple stabilisation à bas niveau.

L'année 1988 ne sera pas pour autant le début d'une période de croissance mondiale stable

Le passé récent tel qu'il vient d'être décrit prélude-t-il à une croissance économique mondiale stable après les chocs et contre-chocs qui l'ont affectée depuis une quinzaine d'années ? C'est peu probable, car les distorsions accumulées au cours de cette période ne sont pas résorbées. S'en tenir aux variations et aux flux de l'économie « réelle » sans se préoccuper des niveaux, des stocks (notamment en matière financière) et des processus cumulatifs à l'œuvre risquerait de masquer le caractère instable des équilibres apparemment observés depuis le début de l'année. Des ruptures de tendance interviendront tôt ou tard ; l'incertitude pèse sur leur datation, non sur leur éventualité. Elles ne se traduiront pas par des bouleversements, ni même des variations d'amplitude majeure ; mais leur signification est importante, car, à court-moyen terme, l'activité a plus de raisons de se ralentir que de s'accélérer, du fait notamment que les pays qui consomment ne sont pas les mêmes que ceux qui investissent.

Le prix du pétrole et des matières premières non énergétiques pourrait augmenter légèrement en dollar...

L'analyse de la détermination du prix du pétrole qui sous-tend notre diagnostic conjoncturel depuis plusieurs semestres ne paraît pas devoir être remise en cause. Au delà de variations de court terme, nous attendons donc une légère remontée de ce prix qui se situerait aux

(9) Rappelons qu'il s'agit du rapport : exportations des Etats-Unis/demande mondiale adressée aux Etats-Unis, en produits manufacturés.

environs de 19,5 dollars par baril à la fin de 1988 et de 19 en moyenne au cours de l'année (après 18,5 en moyenne au cours de l'année 1987).

Le cours des matières premières agricoles cessera sans doute de diminuer dès la fin de 1987, certains niveaux planchers étant sur le point d'être atteints. S'il se stabilisait là, la moyenne de l'année serait légèrement inférieure à celle de 1987.

La progression du cours des matières premières industrielles en revanche cesserait à l'été 1988 en raison du ralentissement de la demande des pays industrialisés. En moyenne le niveau de l'année 1988 serait alors supérieur de 6 % à celui de l'année 1987.

Au total l'indice des matières premières non énergétiques exprimé en dollar augmenterait en moyenne annuelle de 3 %, soit autant que le prix du pétrole.

...et le dollar se déprécier modérément vis-à-vis du yen et du DM

Le déficit courant américain sera probablement en 1987 au moins égal à celui de 1986. Une amélioration ne commencera à se dessiner que durant les derniers mois de l'année en cours, et le déficit risque d'atteindre encore 120 milliards en 1988. Cela est-il de nature à provoquer une nouvelle et forte dépréciation du dollar ? Nous ne le pensons pas, car les autorités économiques des pays concernés ne le souhaitent pas et nous semblent en mesure de faire respecter leur souhait.

Pourquoi ne le souhaitent-elles pas ? Certes, une dépréciation du dollar amoindrirait pour les pays autres que les Etats-Unis le coût des matières premières ; mais celui-ci est faible relativement aux coûts salariaux. Or les coûts salariaux unitaires exprimés en monnaie nationale ne peuvent diverger au cours des prochains trimestres que de quelques points au plus relativement aux niveaux actuels. Comme les marges à l'exportation ne sont plus susceptibles d'être comprimées par les entreprises japonaises et européennes, les taux de change seront le déterminant principal des prix relatifs. Une dépréciation du dollar amoindrirait donc la compétitivité des autres pays qui, déjà, commencent à perdre des parts de marché et qui anticipent l'amplification de ce phénomène par le seul effet du maintien des prix relatifs aux niveaux actuels en raison des délais en jeu. Le Japon et la RFA (ainsi que les autres pays européens) ont donc intérêt à une appréciation du dollar.

Quant aux Etats-Unis les effets bénéfiques de moyen terme sur les parts de marché (à l'importation comme à l'exportation) qu'ils pourraient attendre d'une dépréciation additionnelle de leur taux de change semblent très inférieurs à l'effet néfaste de court terme qui ne manquerait pas de s'ensuivre : une accélération de l'inflation. Si une telle accélération n'a pas eu lieu en 1985 et 1986, c'est grâce au jeu de deux phénomènes qui ne sont pas susceptibles de se reproduire dans l'avenir proche : la baisse du prix du pétrole et la compression des marges des exportateurs étrangers.

Pourquoi une accélération de l'inflation serait-elle dangereuse pour l'économie américaine ? A court terme principalement pour des consi-

dérations de contraintes extérieures. Au delà de l'effet pervers de la courbe en J (une dépréciation a pour effet de creuser le déficit commercial dans un premier temps), la question fondamentale est celle du financement des déficits extérieur et, partant, budgétaire. Les détenteurs de titres étrangers ont assurément le souci de diversifier leur portefeuille. S'ils le pouvaient, ils préféreraient ne pas gonfler — contrairement à ce qui se passe actuellement — la part des titres américains. Mais que peuvent-ils faire d'autre ? Peu de choses facilement, et c'est pourquoi, tant que le fait de détenir des titres américains ne leur fait pas courir de risque majeur, ils continuent à acquérir de tels titres. Mais, précisément, le risque majeur apparaîtrait si la valeur des actifs américains menaçait de se déprécier, c'est-à-dire si l'inflation s'accélérait. C'est alors que se matérialiserait le danger de fuite des capitaux, danger qui appellerait de la part des autorités monétaires américaines une réaction brutale de leur politique comportant une hausse des taux d'intérêt propre à retenir les capitaux étrangers. Dans ces conditions la dépréciation du dollar serait de nature à précipiter l'entrée de l'économie américaine dans la récession. Au reste la nervosité dont font preuve les marchés des changes à l'annonce d'indicateurs conjoncturels a changé d'objet au cours des mois récents : les mauvais indicateurs de prix la déclenchent tout autant que les mauvais indicateurs de commerce extérieur.

La dépréciation du dollar est devenue, malgré les inconvénients qu'elle présenterait pour le Japon, une arme à double tranchant dans le débat qui oppose ce pays aux Etats-Unis. Depuis le début de l'année, à chaque fois que les menaces protectionnistes se sont faites plus pressantes à l'encontre de ce pays, des retraits de capitaux japonais pendant quelques jours ont créé des pressions sur le dollar et ont été suivis d'un allègement de la menace. Les investisseurs japonais ne consistent pas en une myriade de particuliers qui spéculeraient de manière isolée, mais en quelques institutions puissantes qui prennent en compte les objectifs macroéconomiques de leur pays. De tels mouvements de court terme pourraient-ils se transformer en un réel retrait des capitaux japonais si l'inflation américaine s'accélérait ? La question se pose en fait à deux horizons temporels. S'il s'agissait seulement de faire pression sur les autorités monétaires américaines pour qu'elles provoquent une hausse des taux d'intérêt, les capitaux japonais peuvent assurément se retirer des titres américains pendant quelques semaines pour être conservés au Japon sous forme quasi liquide, c'est-à-dire sans rémunération. Si en revanche la politique monétaire américaine acceptait de laisser l'inflation se développer, alors les capitaux japonais seraient contraints de trouver d'autres placements, et c'est sans doute la demande intérieure japonaise qui en bénéficierait à moyen terme.

Paradoxalement l'un des moyens dont les autorités économiques américaines disposent pour s'opposer aux pressions protectionnistes dont elles sont l'objet de la part de *lobbies* intérieurs est de montrer une volonté d'agir en dépréciant le taux de change : consentir à une petite dépréciation maîtrisée pour en éviter une plus importante qui appellerait une restriction monétaire. C'est pourquoi l'hypothèse retenue ici est qu'une dépréciation concertée, ordonnée et modérée aura lieu durant l'hiver. Le taux de change du dollar se stabiliserait ensuite

jusqu'à la fin de 1988 aux environs de 130 yen et 1,70 DM. Les tensions qui s'ensuivraient au sein du SME se résoudraient par un réaménagement des parités au cours du printemps.

L'économie des Etats-Unis entrera probablement en récession

1988 est une année d'élections présidentielles aux Etats-Unis. Cela suffira-t-il à l'empêcher d'être une année de récession, c'est-à-dire une année où le PNB à prix constants cessera d'augmenter ? Poser ainsi la question implique une affirmation : l'économie des Etats-Unis devra subir tôt ou tard une récession.

Pour réfuter ce point, il faut :

- Soit considérer que l'on ne peut pas l'explicitier dans un exercice prévisionnel. Une telle contrainte pèse assurément sur certaines instances, notamment les organisations internationales qui ne peuvent à l'évidence pas, pour des raisons politiques et économiques, annoncer une évolution qu'elles risqueraient par là même d'engendrer ou de précipiter. Dans une prévision de moyen terme par ailleurs, il serait hasardeux de dater avec précision un tel phénomène. En revanche, un institut de conjoncture formulant une prévision à court terme se doit d'annoncer un tel mouvement s'il le juge probable.

- Soit nier l'éventualité d'une récession. Or elle nous semble certaine pour deux raisons. D'une part les déséquilibres macroéconomiques accumulés depuis quelques années, notamment dans les domaines budgétaire et extérieur, appellent des ajustements et ne permettent pas d'attendre la poursuite de la croissance économique pendant encore plusieurs années. D'autre part l'économie américaine demeure une économie au cheminement cyclique. Rien ne semble indiquer que cette caractéristique, qui est ancienne, ait récemment disparu. La question peut être schématisée ainsi : les phases de récession sont-elles déclenchées maintenant, et/ou autrefois, par la politique économique ?

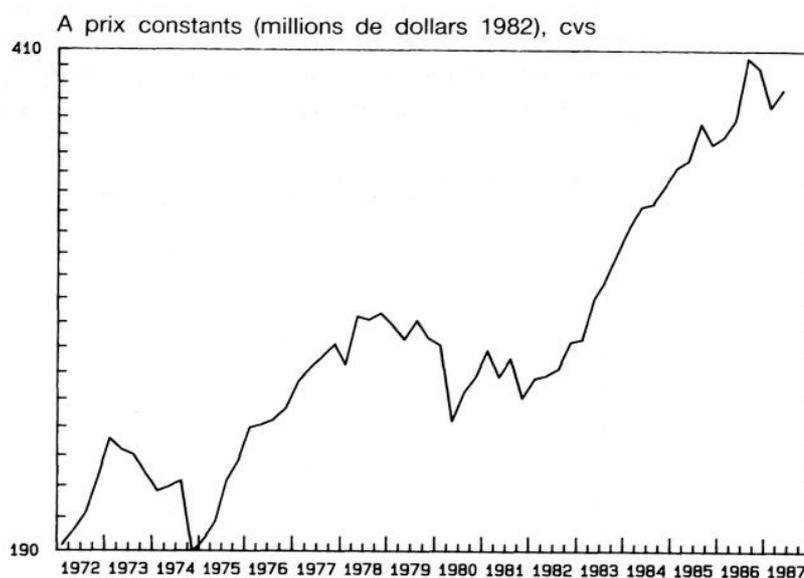
Sans prétendre évidemment traiter un aussi vaste sujet dans le cadre d'une chronique de conjoncture, on peut, pour le point qui nous concerne ici, envisager plusieurs lectures possibles.

- Première lecture. Les phases de récession sont enclenchées par la politique monétaire. Celle de 1970 avait été provoquée par le « crédit crunch » en 1969, celle de 1981 l'a été par la montée des taux d'intérêt qui a suivi les décisions d'octobre 1979 du FED. Dans l'un et l'autre cas il s'agissait de lutter contre l'inflation. Tel pourrait être prochainement le cas. Mais, si les tensions inflationnistes étaient contenues en 1988, la politique monétaire n'aurait pas besoin d'être restrictive et donc la récession ne serait pas imminente.

- Deuxième lecture. La politique monétaire peut précipiter de quelques mois ou amplifier l'événement, mais ce n'est pas elle qui le crée. Les récessions sont provoquées par des mécanismes endogènes de demande, les cycles de ses composantes étant décalés dans le temps et d'ampleur inégale : la consommation de biens non durables et de services fait preuve d'une relative inertie, mais celle des biens durables et surtout l'investissement (logement des ménages, investissement des

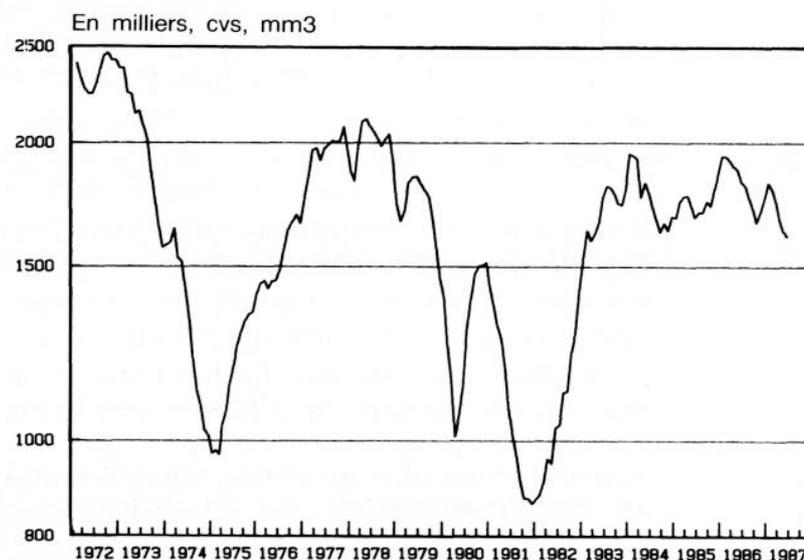
entreprises, variations de stocks) ont en revanche un comportement très accentué. L'ampleur et la durée des phases de croissance et de récession sont largement déterminées par les conditions de l'offre. Sans remonter aux années d'avant-guerre, où le mode de croissance était très différent, ni même à la récession de 1946-1947, qui consistait en un vaste réajustement de l'économie au temps de paix, les baisses du PNB de 1954 et 1958 ne peuvent pas s'expliquer par des préoccupations anti-inflationnistes pour la bonne raison que les hausses de prix étaient à l'époque très modérées. Quant à la récession de 1974-1975, elle n'a pas été déclenchée par un choc extérieur, puisque c'est dès le début de l'année 1973 que ses prémices apparaissent (notamment le fléchissement prononcé de la consommation de biens durables (graphique 11) et des mises en chantier de logements (graphique 12)). Avec une telle grille de lecture la récession apparaît aujourd'hui imminente, car la plupart des composantes de la demande intérieure à comportement cyclique sont déjà entrées dans une phase de diminution.

11. La consommation de biens durables aux Etats-Unis



Source : Department of Commerce.

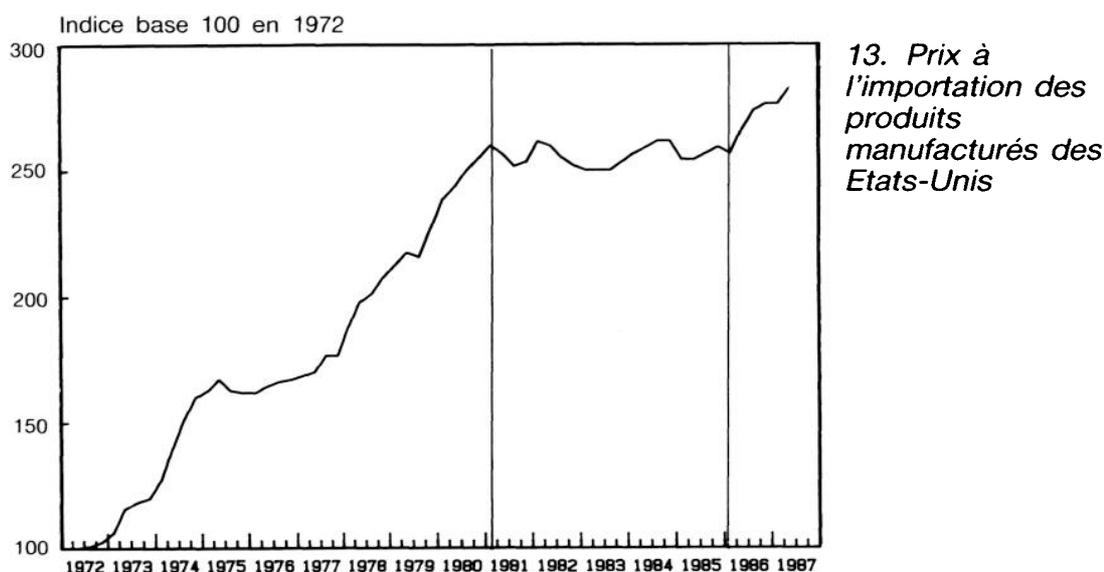
12. Les mises en chantier de logements aux Etats-Unis



Source : Department of Commerce.

• Troisième lecture. On peut réconcilier les deux précédentes en considérant la politique budgétaire comme toile de fond. Lorsque cette politique est neutre, voire franchement restrictive, alors il suffit du jeu endogène des composantes de la demande pour faire basculer cumulativement l'économie dans la récession. Tel était typiquement le cas des années cinquante. Mais lorsque cette politique est expansive, les mécanismes cycliques endogènes de demande sont atténués, de sorte que la récession ne s'enclenche qu'en cas de déterminant additionnel (la politique monétaire restrictive) et sinon ne s'enclenche pas. C'est le cas de la non-récession de 1967, où le caractère expansif de la politique budgétaire s'était traduit par un simple ralentissement de la croissance du PNB. Si l'on retient cette vision des choses, il faut envisager à la fois les risques inflationnistes, la politique budgétaire, les mécanismes endogènes cycliques... et le rôle du commerce extérieur, assurément très différent aujourd'hui de ce qu'il était au cours des décennies précédentes.

Qu'en est-il de l'inflation ? Des hausses du prix des importations des produits manufacturés se manifestent depuis plus d'un an après la longue stabilité qu'avait autorisée l'appréciation du taux de change, puis les efforts de marge des exportateurs étrangers (graphique 13).



Sources : OCDE, estimations OFCE.

En outre les Etats-Unis sont particulièrement affectés par la remontée du prix du pétrole, puisque celle-ci n'est pas atténuée par le taux de change, contrairement aux autres pays industrialisés. Il en va de même du prix des matières premières non énergétiques qui continuera à enregistrer une hausse, certes légère, mais contrastant avec la baisse qui avait constitué un élément anti-inflationniste jusqu'à la mi-1986.

La hausse des salaires, elle aussi, s'accélérera, sans toutefois que les chiffres en cause soient très élevés. Certes on peut se demander si des tensions ne risquent pas d'apparaître en ce domaine, mais les éléments allant dans ce sens semblent limités. Les importantes créa-

tions d'emplois des mois récents sont imputables aux services, à la fonction publique, et à l'emploi non salarié. Cela ne suggère guère des goulots d'étranglement dus à une pénurie de main-d'œuvre qualifiée. Par ailleurs les taux de chômage sont assurément dispersés d'une région à l'autre ; mais d'une part cela n'est pas nouveau (le taux « historiquement bas » du Massachussets parfois évoqué n'est inférieur que de 0,2 point à ce qu'il était il y a un an) et d'autre part d'éventuelles pénuries locales de main-d'œuvre, dans un pays à forte mobilité, ne semblent guère susceptibles de provoquer une inflation salariale nationale. Il est vrai que les rémunérations des salariés non syndiqués progressent plus vite que celles des syndiqués ; mais l'écart ne va pas du simple au double, et les conventions collectives se concluent actuellement à des taux compris entre 2 et 3 %. En définitive les salaires nominaux semblent susceptibles de s'accroître au maximum de 5 % l'an prochain. Les capacités productives ne sont par ailleurs pas saturées. Leur taux d'utilisation dans l'industrie manufacturière, qui avait plafonné à 86,5 % lors du précédent cycle, n'atteint actuellement que 81 %.

Dans ces conditions le plus vraisemblable est que l'inflation va continuer à s'accélérer un peu pour avoisiner au second semestre 1988 un rythme annuel de 5,5 à 6 % (il a été de 4,2 au premier semestre 1987). En conséquence, et sous la contrainte extérieure précédemment évoquée, la politique monétaire pourrait devenir un peu plus restrictive durant l'hiver 1987-1988, puis se stabilisera.

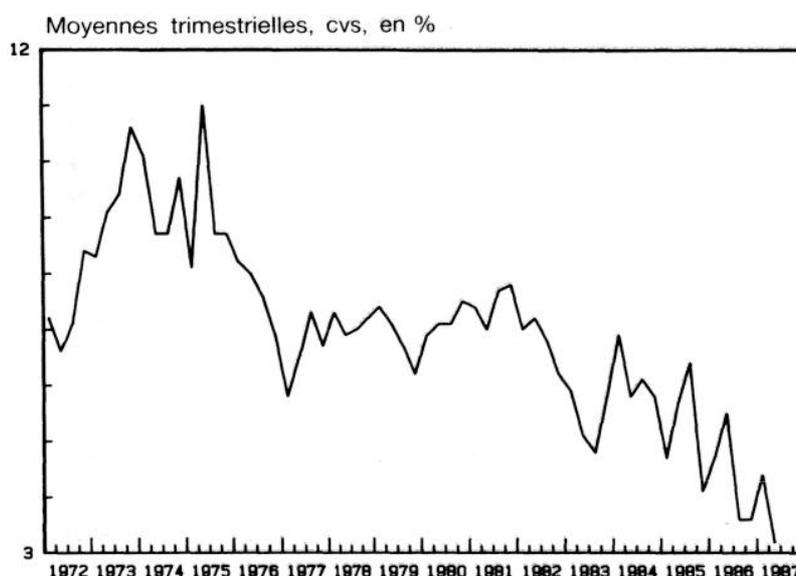
Le budget fédéral qui couvrira la période octobre 1987-septembre 1988 paraît devoir être globalement neutre. Son déficit sera sans doute supérieur à 180 milliards de dollars, soit 20 milliards de plus qu'au cours de l'année fiscale précédente ; mais cela tient à des décalages de courte durée, et fondamentalement la tendance sera inchangée. Les effets de la réforme fiscale, censée être sans effet au total sur les recettes fédérales (sous l'hypothèse d'une croissance du PNB de 2,7 %), sont complexes. L'abaissement des taux moyens d'imposition, compensé par la suppression de la plupart des déductions et avantages spécifiques qui avaient proliféré au cours des décennies, sera, une fois achevé, plus favorable aux ménages qu'aux entreprises considérées dans leur ensemble. Au sein des entreprises certaines verront leurs impôts réduits, mais d'autres, notamment les plus grandes qui parvenaient à payer peu d'impôts, vont voir cette charge s'alourdir substantiellement. Pour les ménages les taux de l'impôt sur le revenu sont abaissés, mais les intérêts versés sur les crédits à la consommation cessent progressivement d'être déductibles du revenu imposable. Cela est de nature à décourager, au moins dans un premier temps, le recours au crédit et donc à favoriser une remontée du taux d'épargne. Or la réduction de l'impôt sur le revenu devant prendre effet au début de 1988 sera d'une ampleur moitié moindre de celle intervenue au début de 1987.

Le budget suivant ne prendra effet qu'au dernier trimestre-1988, mais peut avoir un impact sur l'activité économique dès le deuxième trimestre par les anticipations qu'il suscitera lors de sa discussion (de février à août, comme de coutume). Dans un contexte pré-électoral toutefois, et au moment où la réforme fiscale est progressivement mise

en place, il est peu probable que le système d'imposition soit modifié (sauf, éventuellement, en ce qui concerne la taxation des importations). C'est essentiellement sur les dépenses que le débat portera ; peu de modifications sont à attendre, là encore pour des raisons politiques. C'est donc la neutralité budgétaire qui semble la plus probable.

Quelle est, dans ces conditions, l'évolution envisageable pour les éléments de la demande intérieure ? (tableau 12).

La consommation des ménages semble susceptible de commencer à décliner dans le courant du premier semestre 1988. Le revenu disponible réel des ménages continuera à voir sa progression se ralentir, alors qu'elle n'atteint déjà plus qu'un rythme annuel de 1 % au premier semestre 1987. En effet les salaires nominaux progresseront à un rythme inférieur à celui des prix à la consommation, tandis que la croissance de l'emploi ne s'accélérera pas. La ponction fiscale ne s'allègera que peu. Or le taux d'épargne semble devoir remonter, à la fois pour les raisons fiscales précitées et parce qu'il a atteint un niveau très bas (graphique 14).



14. Taux d'épargne des ménages aux Etats-Unis

Source : Department of Commerce.

L'investissement en logements des ménages, au comportement lui aussi très cyclique, est déjà entré dans sa phase descendante depuis le début de l'année. Celle-ci risque à présent de s'amplifier, surtout si les taux d'intérêt remontent. Il en va de même pour l'investissement productif des entreprises qui, au-delà des fluctuations trimestrielles, décline depuis la mi-1985 à un rythme annuel de 5 %. Il n'a aucune raison de se redresser face à la contraction des profits induite par la réforme fiscale et la médiocrité des perspectives de demande.

Malgré une hypothèse de croissance des dépenses publiques au rythme annuel de 2 %, il n'en reste pas moins que la demande intérieure finale serait dans ces conditions stable au premier semestre 1988 et déclinerait ensuite.

Le commerce extérieur peut-il faire plus que compenser ce mouvement de la demande intérieure finale ?

Côté exportations le marché potentiel de produits manufacturés nous semble susceptible d'enregistrer une croissance de 3,5 à 4 % en 1988 (dans l'optique de la demande adressée aux Etats-Unis). L'analyse précédemment présentée concernant le jeu des prix relatifs autorise à attendre une augmentation maximum de 10 points de la part de marché américaine entre la mi-1987 et la fin 1988, soit une augmentation de 6 % en moyenne pour l'année 1988 relativement à l'année 1987 ⁽¹⁰⁾. En conséquence, et sous l'hypothèse que les exportations de produits agricoles et de services continueront à augmenter notablement mais moins que celles de produits manufacturés, les exportations pourraient progresser fortement (mais moins qu'en 1987).

Côté importations c'est une franche baisse que nous anticipons dès la fin 1987, en raison à la fois du jeu de la compétitivité-prix et du renforcement des mesures protectionnistes vis-à-vis des Nouveaux pays industrialisés (secondairement de l'Europe).

C'est pourquoi le commerce extérieur exercerait effectivement un impact positif sur le PNB, lui procurant 1,2 point de croissance en rythme annuel en chacun des semestres de 1988. Mais ce chiffre est comparable à l'effet négatif de la demande intérieure finale au premier semestre et lui est inférieur au second.

La datation et l'ampleur de la récession se joueront dès lors sur les variations de stocks. Il est peu probable que ceux-ci continuent à se gonfler autant qu'au premier semestre 1987, en dépit d'une reconstitution des stocks de matières premières et produits intermédiaires. Une fois passés d'éventuels stockages subis au cours de l'hiver 1987-1988 sous l'effet de méventes non anticipées, ils risquent même d'accuser une baisse.

C'est pourquoi on fait au total l'hypothèse que le PNB américain stagnera au premier semestre 1988, puis déclinera. Compte tenu de l'acquis de la fin 1987 cela se traduirait, en moyenne, pour l'année 1988 relativement à l'année 1987 par une croissance zéro. Un tel diagnostic est assez éloigné de celui généralement formulé en ce début d'automne par la plupart des observateurs, qui attendent plutôt une croissance de l'ordre de 2,5 %. Il nous paraît important de souligner le risque pour l'économie mondiale que constituerait une récession américaine, quand bien même cette prévision n'est pas (comme du reste toute prévision) assortie d'une probabilité de 100 %.

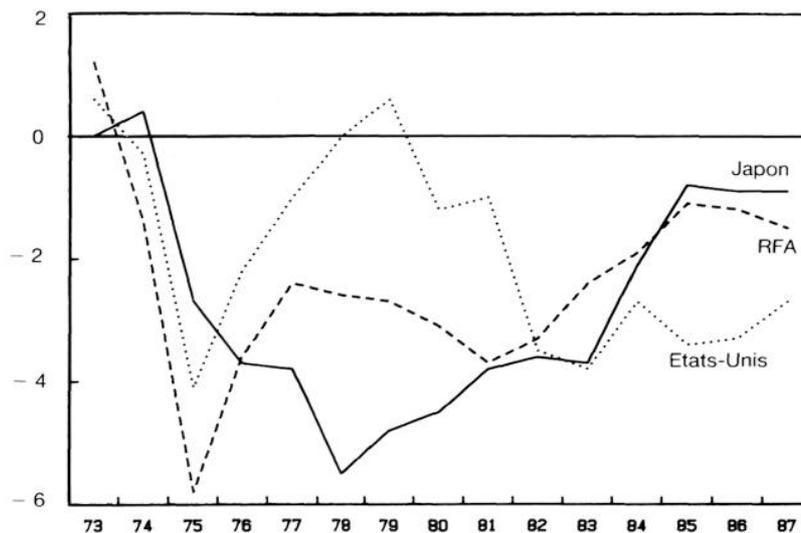
Les deux autres économies dominantes ne seront guère dynamiques

La question du rôle moteur dans l'économie mondiale que pourraient jouer la RFA et le Japon, prenant en cela le relais des Etats-Unis, ne s'identifie pas à la rapidité de la croissance de leur PNB ; peut-être bien au contraire. Alors que les Etats-Unis avaient au cours des années 1983 à 1985 massivement augmenté leurs importations parce que leur crois-

(10) Dans ses « perspectives économiques » de juillet 1987 l'OCDE prévoit un gain de part de marché double de celui-là sur un marché mondial en croissance de 5,7 %, de sorte que les exportations progresseraient de 18,5 %.

sance économique était rapide (et parce que leur compétitivité se dégradait), on pourrait envisager le cas du PNB allemand et japonais n'augmentant que lentement parce que la demande intérieure serait d'avantage couverte par l'offre étrangère et parce que les exportations seraient limitées. Tel était assurément le souhait des Etats-Unis (et d'autres pays, à la fois européens et en développement) lorsqu'il était demandé à ces deux pays de mettre en œuvre des politiques de relance de leur demande intérieure. De tels souhaits sont exprimés avec un peu moins d'insistance à présent, quoiqu'aucun de ces deux pays n'ait pour le moment mis en œuvre des mesures répondant à cette attente.

Le refus n'a pas exactement les mêmes origines dans la mesure où la crainte — réelle ou non — de tensions inflationnistes est plus importante en RFA qu'au Japon. Dans le premier de ces pays, où la croissance de la masse monétaire dépasse déjà l'objectif maximum fixé par la Bundesbank, cette crainte s'oppose à une relance par la voie monétaire. Au Japon, où les taux d'intérêt nominaux sont actuellement bas, il semble peu opportun aux autorités de les abaisser plus encore. Reste donc la politique budgétaire.



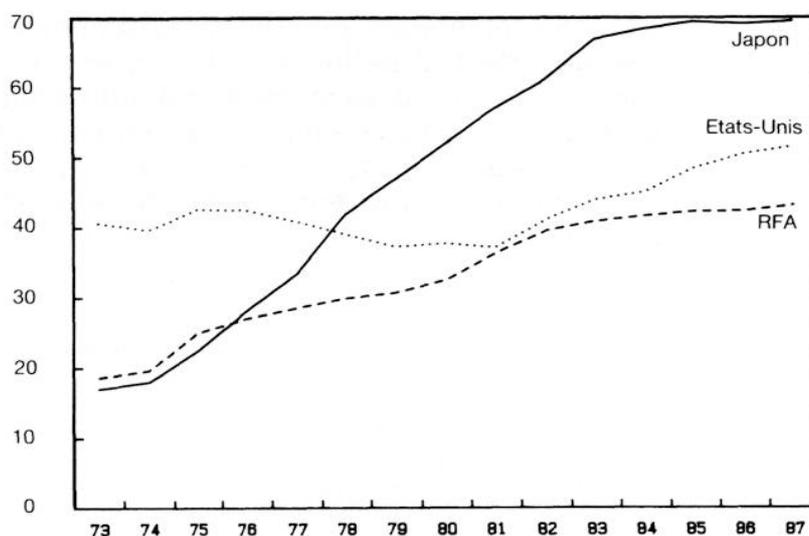
15. Les flux : capacité ou besoin de financement des administrations publiques en % du PNB

Sources : Données nationales, OCDE.

Or celle-ci est contrainte par la dette publique. Le déficit budgétaire fédéral américain pose assurément de graves problèmes internes et mondiaux en termes de flux, tandis que celui des deux autres pays est actuellement faible (graphique 15). Mais, d'une part, les Etats et collectivités locales sont globalement excédentaires aux Etats-Unis, de sorte que le besoin de financement des administrations publiques dans leur ensemble est inférieur à celui de l'Etat fédéral. D'autre part, à la suite du premier choc pétrolier, la RFA et le Japon avaient enregistré pendant de nombreuses années (de manière à la fois subie et délibérée) des déficits beaucoup plus importants que les Etats-Unis. En conséquence le stock de la dette consolidé au niveau des administrations publiques est aussi préoccupant dans ces deux pays, voire plus dans le cas du Japon. Celui-ci, comme la RFA, répugne à rendre caducs les efforts

consentis depuis le début des années quatre-vingt pour maîtriser cette composante fondamentale des grands équilibres macroéconomiques (graphique 16).

16. Les stocks :
stock de la dette
publique brute
en % du PIB



Source : OCDE.

Les mesures envisagées par ces deux pays pour les semestres à venir ne sont pas de même nature. Elles auraient effectivement un léger caractère de soutien en RFA, mais non au Japon. Dans le premier cas les allègements fiscaux prévus de longue date seront, conformément aux engagements pris lors de l'accord du Louvre, en partie augmentés en janvier 1988 d'une fraction des mesures qui ne devaient prendre effet qu'en 1990. L'OCDE chiffre à 0,4 % du PNB la variation délibérée du solde budgétaire qui interviendrait alors l'an prochain.

Au Japon, en revanche, les engagements pris lors de l'accord du Louvre ne sont que partiellement honorés et les mesures actuellement envisagées conduisent à attendre une nouvelle réduction, délibérée, du déficit public (l'OCDE la chiffre à 1,3 % du PNB, ce qui semble du reste constituer un maximum).

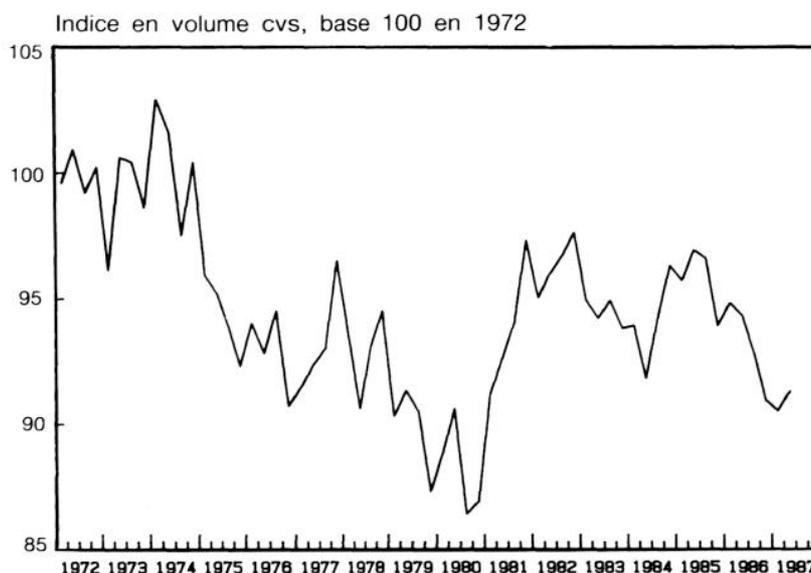
Dans ces conditions la demande intérieure ne sera guère dynamique. Elle continuera en outre à avoir un faible contenu en importations⁽¹¹⁾ et la seule contribution, bien involontaire, du Japon à la croissance économique mondiale consistera en la faiblesse relative de ses exportations motivée par l'atonie de ses principaux débouchés. Le PNB s'accroîtrait alors en 1988, comme en 1987, de 3 %.

Pour la RFA la prévision retenue dans cette chronique est, en 1988 comme en 1987, un taux de croissance du PNB stable et deux fois plus faible que celui du Japon (1,5 %, cf. tableau 13). Des fluctuations intra-annuelles marquent l'année en cours, car le second semestre ira vraisemblablement au-delà d'un simple rattrapage après la baisse du premier semestre. L'an prochain, au contraire, c'est un profil plat qui est

(11) Les importations de produits manufacturés japonais atteignent à peine le 1/3 de celles de la RFA et le 1/7 de celles des Etats-Unis. Elles consistent pour une large part en échanges intra-firmes liés aux délocalisations de certains segments de production dans les autres pays asiatiques.

attendu. L'impact négatif du commerce extérieur sur la croissance économique ne serait, pas plus l'an prochain que cette année, largement excédé par l'impact positif de la demande intérieure finale.

Le commerce extérieur continuera à peser sur la croissance, quoique de manière un peu moins prononcée qu'en 1987 (elle coûterait un peu plus de 1/2 point de PNB, après plus d'un point en 1987). L'appréciation du DM depuis le printemps 1985 a en effet porté les coûts salariaux allemands exprimés en dollars à un niveau supérieur d'environ 30 % à ceux des Etats-Unis. Malgré les réductions de marge consenties à l'exportation, les prix relatifs allemands se détériorent et il s'ensuit des pertes de parts de marché sur les produits manufacturés qui constituent l'essentiel des exportations allemandes (graphique 17).



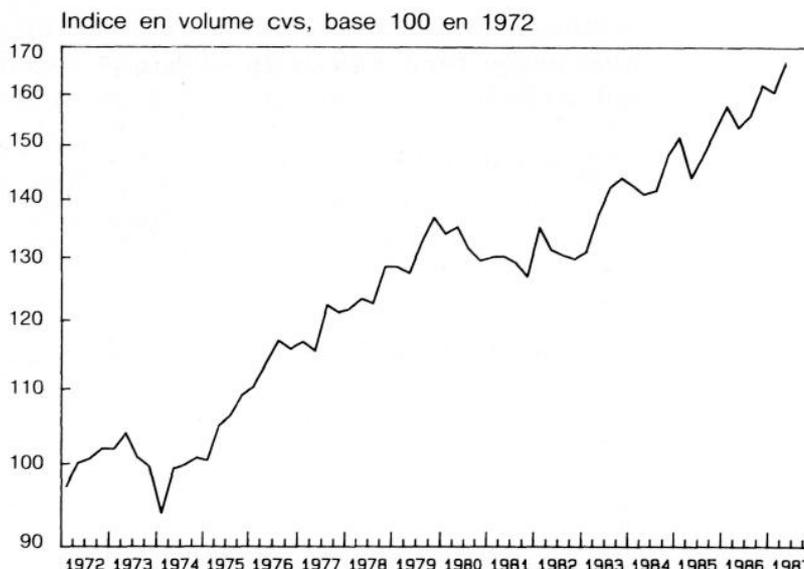
17. Indicateur de part de marché à l'exportation des produits manufacturés de la RFA

Sources : Bundesbank, données nationales, OCDE, estimations OFCE.

Les exportations de biens et services semblent dans ces conditions pouvoir s'accroître au mieux de 1,5 % en 1988, ce qui constituerait au demeurant un progrès après leur baisse de 1986, puis de 1987. Les importations augmenteraient un peu plus rapidement qu'en 1987, du fait de la poussée accrue des exportateurs étrangers à la recherche de débouchés : producteurs américains et asiatiques se tourneront plus encore vers l'Europe au moment où les importations américaines se contracteront. Le marché allemand continuera à s'ouvrir rapidement aux produits étrangers : la croissance du taux de pénétration a tendance à s'accélérer depuis le début de l'appréciation du DM (graphique 18).

La demande intérieure ne sera guère dynamique : son taux de croissance se ralentira un peu relativement à celui, déjà modéré, de l'année 1987. Les mesures fiscales prévues de longue date pour intervenir début 1988 ne sont pas modifiées et leur ampleur est limitée. Elles allègeront marginalement la charge d'imposition pesant sur les ménages, alors que la croissance du pouvoir d'achat salarial se ralentira sous l'effet combiné d'une légère accélération de la hausse des prix et d'une moindre progression des salaires nominaux négociés lors du renouvellement des conventions collectives. Il est peu vraisemblable

18. Indicateur de
taux de
pénétration du
marché allemand
en produits
manufacturés



Sources : Bundesbank, estimations OFCE.

que les ménages allemands tentent de compenser l'inflexion de leur revenu disponible réel par une baisse de leur taux d'épargne⁽¹²⁾.

Les entreprises allemandes ne sont guère optimistes quant à l'évolution de leurs débouchés et ne se heurtent pas, sauf exceptions localisées, à des goulots d'étranglement. Elles doivent affronter une concurrence internationale de plus en plus aiguë. Les enquêtes sur l'investissement indiquent que le motif d'extension des capacités ne domine plus depuis le début de l'année 1987. Le souci de rationaliser les capacités, notamment en abaissant les coûts salariaux, s'accompagne de l'anticipation d'un ralentissement prononcé de l'augmentation de la valeur totale de l'investissement ; c'est même une baisse qui est pour le moment attendue en cours d'année 1988 dans le secteur manufacturier. L'investissement en logements, cependant, continue à décliner (en partie pour des raisons démographiques).

La consommation publique, aux termes de la politique en cours, progressera à un rythme annuel maximum de 2 %.

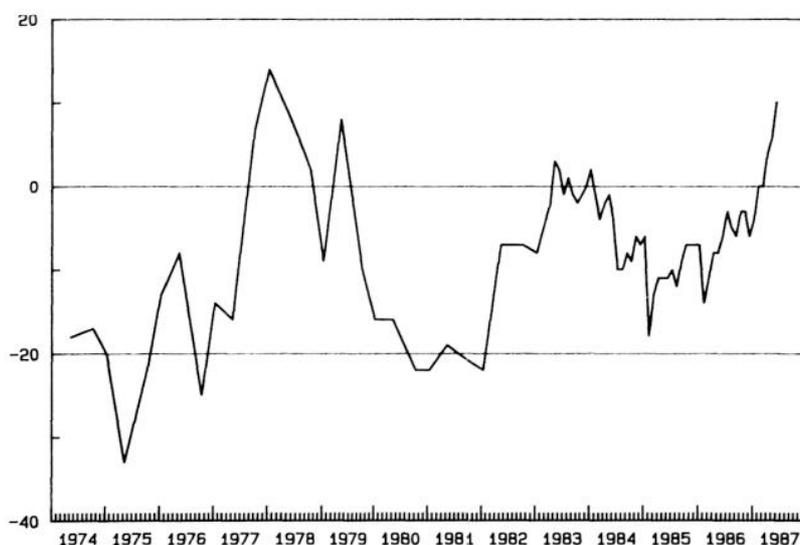
Restent les stocks, qui pourraient au cours des prochains trimestres faire l'objet d'une consolidation dès lors que le prix des matières premières et produits intermédiaires recommence à augmenter. Depuis le printemps les prix à la production sont à nouveau orientés à la hausse.

(12) Les considérations d'ordre démographique incitent à comparer avec circonspection les rythmes de croissance de la consommation des ménages d'un pays à l'autre. En RFA, où la population diminue depuis le début de la décennie quatre-vingt au rythme annuel de 0,3 % (sauf en 1986 où elle se serait stabilisée), le rythme de 2,3 % envisagé pour 1988 signifie une croissance de la consommation moyenne par tête de 2,6 %. Dans un pays tel que les Etats-Unis en revanche, où la population s'accroît au rythme annuel de 1 %, il faut que la consommation des ménages s'accroisse de 3,6 % pour que le niveau de vie moyen s'améliore de manière identique.

...et la croissance risque de se ralentir dans plusieurs pays européens

La plupart des économies européennes seront affectées par le comportement de non-locomotive joué par la RFA, en premier lieu les Pays-Bas et la Belgique. Un infléchissement risque par ailleurs de marquer les deux pays qui sont en 1987 nettement à contre-courant : le Royaume-Uni et l'Italie, où une certaine surchauffe accompagne une croissance soutenue.

Au Royaume-Uni, après l'attentisme pré-électoral des premiers mois de 1987, l'activité a redémarré rapidement. L'indicateur de confiance des consommateurs est en progression rapide (graphique 9), ce que justifie du reste la forte croissance des salaires réels.



19. Indicateur de confiance des consommateurs au Royaume-Uni

Source : CEE.

En Italie aussi les salaires réels progressent vivement, notamment du fait que les négociations triennales qui devaient avoir lieu en 1986 avaient été repoussées et donnent actuellement lieu à d'importants ajustements. Dans l'un et l'autre pays l'emploi s'accroît. Il ne s'agit pas d'emplois industriels, mais d'une part d'emplois salariés dans les services et d'autre part, assez massivement, d'emplois indépendants (à la signification du reste ambiguë : cela traduit à la fois un dynamisme économique et des petits emplois de fortune dans des micro-commerces).

Dans l'un et l'autre cas les entreprises ont, au cours des trimestres récents, gonflé leurs profits grâce à la bonne tenue de la demande qui leur est adressée et l'évolution favorable des coûts autorisée par celle des intrants autres que le travail. En Italie particulièrement les entreprises ont été les premières bénéficiaires du contre-choc pétrolier (le second bénéficiaire ayant été l'Etat). Ces entreprises sont confrontées à de vives tensions sur leurs capacités de production, et sont en conséquence engagées dans une forte croissance de l'investissement.

Mais dans ces deux pays tout cela s'accompagne d'une accélération de l'inflation et d'une dégradation des échanges extérieurs. Les déficits

courants se creusent rapidement. La politique économique restera neutre au Royaume-Uni, du moins dans sa composante budgétaire ; la politique monétaire pourrait être conduite à se durcir si le soutien de la livre sterling le rendait nécessaire. En tout état de cause le rythme de croissance de la demande intérieure semble devoir s'infléchir spontanément. En Italie, par contre, des mesures restrictives ont été prises en août (augmentation de la TVA sur certains biens durables ; augmentation du prix des carburants ; avancement du paiement des impôts pour certaines grandes entreprises ; élévation des taux d'intérêt) puis en septembre (encadrement du crédit et contrôle des changes). C'est pourquoi le rythme de croissance de l'activité économique va se ralentir dans ces deux pays en 1988, mais restera supérieur à celui de la RFA (tableau 14).

Au total le commerce mondial ira en se ralentissant

Dans un tel contexte la capacité d'importation des pays en développement restera fortement liée à l'évolution des apports nets de capitaux dont ils pourront bénéficier. En l'absence de reprise des financements bancaires ou d'allègement significatif de leurs charges d'intérêt, certains grands débiteurs tels que le Brésil, auront bien du mal à éviter une récession ⁽¹³⁾. Malgré la reprise des cours de matières premières industrielles, les pays fortement exportateurs de produits de base demeureront pénalisés par l'augmentation des prix en dollar de leurs importations de produits manufacturés. La marge de progression du volume des importations de l'Amérique latine et de l'Afrique hors OPEP restera donc limitée. La stabilisation du prix du pétrole entre 18 et 20 dollars le baril permettra en revanche un redressement des importations de l'OPEP à partir d'un niveau très bas. Les importations de l'Extrême-Orient continueront à croître à un rythme relativement rapide au premier semestre 1988. Par la suite, le ralentissement de la croissance économique des Nouveaux pays industrialisés et la poursuite des programmes d'ajustement en Chine et dans certains pays de l'ASEAN entraîneront un plafonnement, puis une réduction des importations de cette zone.

En conséquence la croissance des marchés potentiels de la France se ralentira, passant (en rythme annuel) de 5,5 % au second semestre 1987 à 3,7 % au premier semestre 1988 et 2,5 % au second.

(13) Cf. « Brésil : la quadrature du cercle », J. Adda, dans ce numéro de la revue.

12. Etats-Unis

Equilibre des biens et services en volume (aux prix de 1982)	Niveaux en 1986	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent ⁽¹⁾									
	Unité : milliards dollars 1982	1986		1987		1988		1985	1986	1987	1988
		S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages . .	2 450,4	1,8	2,4	0,1	1,1	0,4	- 0,8	4,6	4,2	1,8	0,5
Dépenses publiques	754,5	- 0,2	2,7	- 0,1	1,5	0,6	0,9	7,3	3,8	2,0	1,8
FBCF totale privée	640,1	0,2	0,6	- 2,1	0,6	- 2,6	- 2,9	5,5	1,8	- 1,6	- 3,8
— résidentielle	196,4	7,8	5,5	- 2,0	- 1,7	- 3,5	- 3,8	2,2	12,5	- 0,2	- 6,1
— non résidentielle	443,7	- 2,7	- 1,5	- 2,2	1,6	- 2,2	- 2,5	6,8	- 2,3	- 2,2	- 2,7
Exportations	377,4	2,0	3,5	5,1	3,9	2,0	1,3	- 1,7	3,3	9,0	4,6
Importations	523,2	4,1	6,9	- 0,5	- 1,0	- 2,5	- 2,5	3,9	10,5	2,3	- 4,3
Variations de stocks	+ 13,8	+ 31,7	- 4,2	+ 42,7	+ 15,0	- 5,0	- 25,0	+ 7,3	+ 13,8	+ 28,9	- 15
PNB	3 713,2	+ 1,8	+ 0,6	1,6	0,9	0	- 0,8	3,0	2,9	2,3	0
Prix à la consommation		+ 0,6	+ 0,9	+ 2,2	+ 2,0	+ 2,6	+ 2,7	3,6	+ 1,9	+ 3,7	+ 5,1
Solde courant en % du PNB		- 2,8	- 3,0	- 3,5	- 3,0	- 2,8	- 2,5	- 2,9	- 3,3	- 3,3	- 2,6

Sources : Department of Commerce, prévisions OFCE.

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

13. RFA

Equilibre des biens et services en volume (aux prix de 1980)	Niveaux en 1986	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent									
	Unité : milliards de DM 1980	1986		1987		1988		1985	1986	1987	1988
		S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages . .	867,5	2,1	1,8	0,6	2,3	0,8	0,7	1,8	4,3	2,7	2,3
Consommation publique	315,2	0,1	1,9	- 0,1	2,2	0,6	0,6	2,1	2,3	2,0	2,0
FBCF totale dont :	315,1	- 0,7	3,1	- 2,7	3,3	1,0	1,3	0,1	3,1	0,5	3,3
— Equipement	130,5	3,0	- 1,8	5,3	0,8	1,5	2,5	9,4	4,1	5,0	3,2
— Bâtiment	184,6	- 3,3	6,8	- 8,3	5,3	0,5	0,5	- 5,6	2,4	- 2,8	3,3
Exportations de biens et services	548,0	- 0,5	- 0,1	- 1,1	0,6	0,5	0,6	7,2	- 0,2	- 0,9	1,1
Importations de biens et services	465,6	1,8	1,8	1,2	1,1	1,8	1,8	4,8	3,5	2,7	3,2
Variations des stocks en milliards de DM en 1980	- 1,2	- 1,8	2,5	7,1	3,0	3,5	4,5	- 1,2	0,7	10,1	8,0
PNB	1 579,0	0,4	1,9	- 0,4	1,8	0,5	0,6	2,0	2,5	1,5	1,6
Prix à la consommation		- 0,3	- 0,5	0,3	0,7	0,7	0,7	2,2	- 0,3	0,5	1,6
Solde courant en % du PNB		3,8	4,5	4,0	3,8	3,4	2,9	2,5	4,2	3,9	3,1

Sources : Bundesbank, prévisions OFCE.

14. Royaume-Uni

Equilibre des biens et services en volume (aux prix de 1980)	Niveaux en 1986	Variations par rapport à la période précédente en pourcent									
	Unité : millions de livres 1980	1986		1987		1988		1985	1986	1987	1988
		S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages ..	159 715	2,6	2,3	1,3	2,2	1,5	1,3	3,6	5,1	3,6	3,3
Consommation publique	51 538	0,4	1,0	0,1	0,9	0,6	0,6	0,4	0,8	1,1	1,4
FBCF total dont :	46 871	1,4	0,6	1,1	4,3	2,2	0,9	1,9	1,2	3,5	4,8
— Logement	9 383	7,1	6,7	1,5	2,3	1,3	0,5	— 5,2	11,6	6,0	2,7
— Productive	37 488	0,1	— 0,9	0,9	4,8	2,5	1,0	3,6	— 1,1	2,9	5,4
Exportations de biens et services	75 330	0,7	5,3	1,2	— 0,6	1,8	2,0	5,8	3,0	3,5	2,5
Importations de biens et services	74 766	1,0	8,4	— 1,8	4,4	2,2	1,1	3,1	5,8	4,4	4,9
Variation de stocks en milliards de livres en 1980	635	338	297	626	300	400	200	503	635	926	600
PNB	259 323	2,1	0,9	2,2	0,8	1,4	1,2	3,6	2,7	3,0	2,3
Prix à la consommation		1,6	1,4	2,7	1,6	2,7	2,6	6,1	3,4	4,3	4,9
Solde courant en % du PNB		0,7	— 0,7	0,1	— 1,0	— 1,2	— 1,2	1,0	0,0	— 0,4	— 1,2

Sources : CSO, prévisions OFCE.

La conjoncture française

Au cours de l'été l'opinion des acteurs économiques s'est révélée globalement optimiste alors que les résultats connus en cette rentrée incitent plutôt à la prudence.

Les industriels ont perçu une hausse de la demande étrangère, dont la poursuite leur semble probable, et la compétitivité des prix de vente sur les marchés extérieurs a été jugée plus favorable. La hausse de la demande anticipée a entraîné celle des perspectives de production. Les prévisions d'activité des commerçants, malgré un fléchissement, sont restées élevées.

Pourtant, la production industrielle n'a retrouvé en mai-juin que son niveau de l'été 1986, malgré une croissance de 2 % en glissement depuis janvier (planche I) ⁽¹⁴⁾. La croissance du PIB au deuxième trimestre a fait suite à un tassement au premier. Et il semble qu'elle ait reposé sur la constitution de stocks industriels davantage que sur la demande. Le recul de la consommation des ménages en produits industriels a entraîné celle de la consommation totale. La croissance de l'investissement se lit bien dans les comptes nationaux, mais les industriels ont révisé à la baisse leurs prévisions de l'année. Et les exportations récentes ne semblent pas avoir progressé autant que les exportateurs l'ont affirmé.

De ce décalage naît naturellement la question : qui a raison ? La difficulté de trouver les stocks apparus en Comptabilité nationale ⁽¹⁵⁾ inciterait plutôt à adhérer à l'optimisme relatif des industriels. Et à traquer les quelques signes encourageants.

En juillet et août les ventes du commerce de détail se sont accrues de 2 % par rapport à juin et les immatriculations de 25 %. La consommation de produits industriels du troisième trimestre pourrait ainsi s'établir en assez forte croissance, probablement supérieure à 2 % même en escomptant un mauvais mois de septembre.

Le recul du chômage (- 1 % de mars à août), après une hausse régulière depuis le début de 1985, semble n'être que partiellement expliqué par la multiplication des stages. La radiation des fichiers de l'ANPE des chômeurs âgés de plus de 55 ans y a sûrement contribué.

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

(15) Cf. « Recherche stocks désespérément », Philippe Sigogne, *Lettre de l'OFCE* n° 47, septembre 1987.

Mais on peut y lire aussi une légère reprise de l'emploi ; selon l'UNEDIC, les effectifs se seraient accrus de 0,5 % au premier semestre. Le développement des contrats d'intérim, surtout dans les services, fonde cette évolution, qui pourrait s'être prolongée au troisième trimestre. Les industriels ont affirmé supprimer moins d'emplois, les entrepreneurs du bâtiment et des commerces ont prévu d'embaucher à nouveau. Mais cette croissance des effectifs employés, de 0,1 à 0,2 % par trimestre, est encore bien limitée.

En août le déficit du commerce extérieur s'est réduit à 1,1 milliard grâce, enfin, à un excédent du solde industriel. Une croissance des exportations en valeur semble se dessiner, mais l'industrie civile est restée déficitaire.

Les résultats encourageants sont donc encore ténus.

A l'inverse des inquiétudes majeures demeurent. Le chômage atteint 10,7 % de la population active et nos échanges extérieurs, août excepté, ont été encore plus négatifs que nous l'anticipions. Les importations se sont très fortement accrues, y compris en biens de consommation, alors que les achats des ménages reculaient. Et nos performances à l'exportation ont été médiocres. De janvier à août le déficit s'est élevé à 23,3 milliards de francs (planche VIII), dont 5,5 milliards pour l'industrie et 9,4 milliards pour les seuls matériels civils. Les causes de cette dégradation sans précédent ont été analysées dans la précédente chronique de conjoncture. Elles ont simplement davantage pesé. Le handicap structurel d'une offre peu compétitive se manifeste par l'érosion des parts de marché à l'exportation, la mauvaise orientation géographique des ventes, un accroissement plus rapide de la pénétration des importations sur le marché intérieur que celle qui découlerait uniquement de l'interpénétration croissante des marchés. Ce handicap ne sera pas levé à court terme, d'autant que l'effort d'investissement n'est pas plus soutenu en France que chez nos concurrents européens.

L'accent sera mis davantage, dans ce bilan, sur le comportement des agents, ménages et entreprises. Le développement du crédit à la consommation a compensé les faibles revenus des ménages et soutenu les achats et les placements financiers. A l'inverse l'amélioration de l'excédent d'exploitation des entreprises a davantage gonflé l'épargne que les dépenses d'investissement.

1987 : Moins d'épargne des ménages et davantage dans les entreprises

La consommation et les placements financiers ont été soutenus...

La consommation des ménages est restée soutenue jusqu'au début de 1987, puis s'est stabilisée au deuxième trimestre (- 0,2 %) alors qu'il y a un an certains craignaient un repli dès le second semestre 1986. Dans le même temps le succès des privatisations a pu surprendre. Plus de quatre millions de ménages (un sur quatre) auront acheté des titres en 1987 et dépensé environ 37 milliards de francs ⁽¹⁶⁾, soit environ 9 000 francs par ménage. Pour chaque entreprise privatisée les demandes ont été supérieures aux offres. 60 % des fonds semblent provenir d'argent disponible sur compte chèques, 20 % de retraits sur livrets d'épargne et 20 % de ventes de valeurs mobilières.

Ce simple rapprochement pourrait faire croire à une situation financière florissante, contraire au pessimisme des ménages sur l'évolution de leur niveau de vie. Il conduit à s'interroger sur l'évolution effective des revenus et les choix entre consommation et épargne.

Le revenu disponible réel a peu progressé au premier semestre, à cause d'un recul de près de 1 % au premier trimestre ; forte croissance des prix et prélèvement fiscal supplémentaire en faveur de la Sécurité sociale en début d'année se sont alors combinés. Le relèvement du SMIC au premier mars (+ 2,4 %) a entraîné celui du taux de salaire, mais la modération des traitements des fonctionnaires a limité la hausse des revenus salariaux nominaux. Au troisième trimestre la faible augmentation du SMIC (1 % au premier juillet) et le relèvement des cotisations sociales ont encore comprimé les revenus, alors que les prix ont continué à s'élever au rythme de 3 % l'an après le dérapage du début d'année ; des hausses encore fortes dans les services privés et la libération des loyers ont atténué l'effet de la modération des hausses des autres produits.

On peut cependant s'interroger sur une possible sous-estimation du revenu. Les salaires bruts auraient crû plus faiblement que les prix au cours des trois premiers trimestres ; or ils sont appréciés à partir du salaire horaire et on sait la place croissante des primes individuelles. Depuis 1985 les révisions en hausse des recettes de l'impôt sur le revenu (7 à 8 milliards chaque année) confirment cette impression. Mais même si on suppose que l'individualisation des revenus contribue à accroître de 0,5 % la masse des salaires bruts, celle-ci serait majorée d'à peine 10 milliards en 1987, soit 0,3 % de la consommation seulement.

(16) Enquête du Centre de recherche économique sur l'épargne réalisée en avril 1987 sur les achats effectués à cette date et les intentions en cours d'année. Il semble que les sommes investies puissent être plus élevées encore, au vu des derniers résultats.

Les plus-values d'actions ont aussi pu accroître les revenus des ménages, en particulier grâce aux privatisations. La prise en compte par les ménages des plus-values potentielles sur titres boursiers dans leur arbitrage consommation-épargne reste encore mal appréciée. L'existence de telles plus-values pourrait expliquer en partie des taux d'épargne bas puisque le patrimoine s'accroît « de lui-même ». Lorsque les titres sont effectivement revendus et qu'ainsi les plus-values sont réalisées les ménages disposent d'un revenu supplémentaire. Avec le programme de privatisations, le nombre des ménages actionnaires passera de 1,5 million à 4,3 à la fin de 1987 ; le comportement patrimonial sera ainsi sensiblement modifié du fait d'une plus grande hétérogénéité des détenteurs de titres. Mais une évaluation rapide montre que la réalisation des plus-values n'a pu soutenir que marginalement la consommation (voir encadré).

2. Plus-values réalisées par les ménages

A titre d'exemple, deux ménages ayant voulu souscrire dix actions l'un ou cent actions l'autre à chaque opération de privatisation, soit respectivement 28 840 F et 288 400 F compte tenu du prix de vente des actions, n'ont pu souscrire effectivement que 20 050 F et 36 561 F soit 70 % des titres demandés pour le premier ménage et moins de 13 % pour le second. Dans ces deux cas déjà extrêmes les plus-values maximum (vente le jour où le cours de chaque action était le plus haut) auraient été de 24 et 27 % ; si la revente était immédiate (au cours du premier jour) la plus-value était de 13 et 10 % ; et si la revente était à la fin août, de 14 à 20 %. Le gain maximum pour le premier ménage aurait été de moins de 5 000 F et pour le second de moins de 10 000 F. Les frais de gestion diminuent encore ces gains.

Globalement les ventes d'actions aux ménages ont atteint environ 35 milliards pour les opérations de décembre à juillet, compte non tenu de celles vendues aux membres du personnel. L'enquête du CREP indique que 45 % des ménages actionnaires détiendront leurs actions au moins dix-huit mois pour bénéficier de l'action gratuite, 20 % les revendront dans les six mois, le reste ne se prononçant pas. Aussi si 30 % des ménages avaient vendu rapidement leurs actions en réalisant 25 % de plus-values, le montant de celles-ci n'atteindrait même pas 3 milliards de francs, un montant négligeable par rapport au total de la consommation (moins de 0,1 %). Les résultats, publiés en septembre, du sondage effectué par la SOFRES pour le ministère de l'Economie indiquent que 40 % des actionnaires visaient à réaliser une plus-value à court terme ; des conclusions identiques peuvent donc en être tirées.

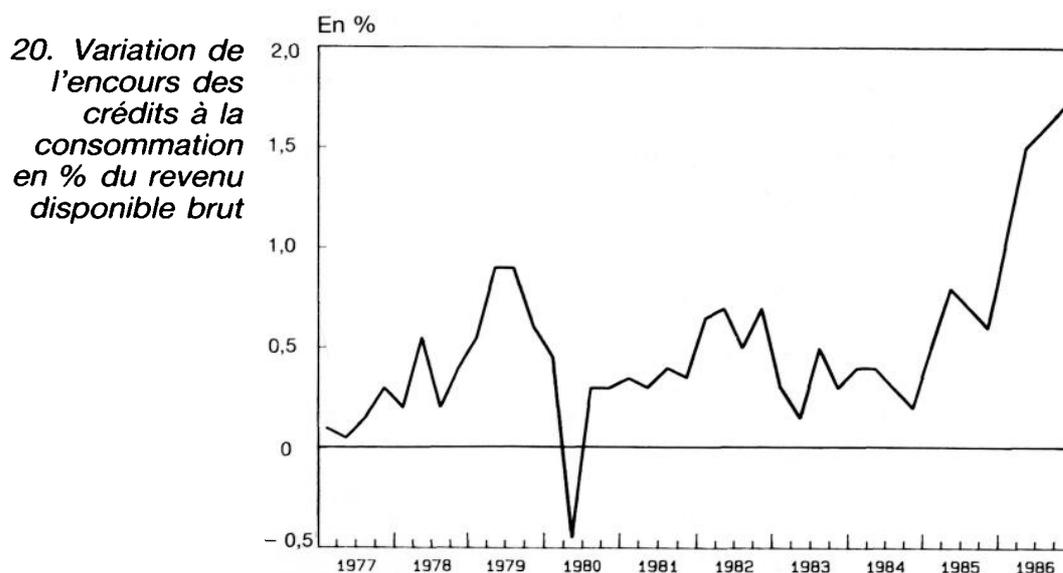
La prise en compte de l'ensemble des titres et pas seulement de ceux des entreprises privatisées majorerait un peu les plus-values réalisées, mais il faudrait un climat boursier beaucoup plus favorable, une

offre et une demande de titres encore plus considérables pour que les effets puissent être sensibles.

Le sentiment de détenir des richesses supplémentaires a probablement plus d'influence que le calcul des gains immédiats.

... par le développement du crédit à la consommation...

Le développement exceptionnel du crédit à la consommation a davantage soutenu la consommation et paradoxalement les placements financiers. A la fin de 1986 l'encours de ce type de crédits était de 183 milliards de francs (en progression de 43,4 % en un an), soit 5,2 % du revenu disponible des ménages. Auparavant la progression avait été très lente ; de 2,7 % du revenu en 1977, il avait atteint 3,9 % en 1985. La variation de l'encours, en général proche de 0,3 à 0,5 % du revenu, sauf en 1979 (0,8 %) et 1982 (0,7 %), a atteint 1,7 % en 1986, après 0,6 % en 1985 (graphique 20). Les tendances récentes laissent penser que la demande de crédit est restée forte au cours des trois premiers trimestres de 1987.



Sources : INSEE, Banque de France.

Cette progression des crédits à la consommation a concerné les différentes formules proposées : financement des ventes à tempérament (crédit accordé pour un bien donné), autorisation de découverts et crédits permanents accessibles avec la carte de crédit, et surtout prêts personnels dont l'utilisation est libre. Elle s'explique principalement par un effet d'offre. La réduction sensible des besoins de financement des entreprises et leur recours massif à des financements non intermédiés (obligations, augmentations de capital, billets de trésorerie) a conduit les établissements financiers à se reporter sur les ménages. La suppression de l'encadrement du crédit et le calcul des réserves obligatoires sur les seuls dépôts ne peuvent que favoriser ce type de crédit pour lesquels auparavant le dépassement des normes d'encadrement augmentait fortement les coûts. La concurrence est devenue importante entre établissements financiers et la part des banques, grâce aux prêts personnels, a augmenté sensiblement aux dépens de celle des établis-

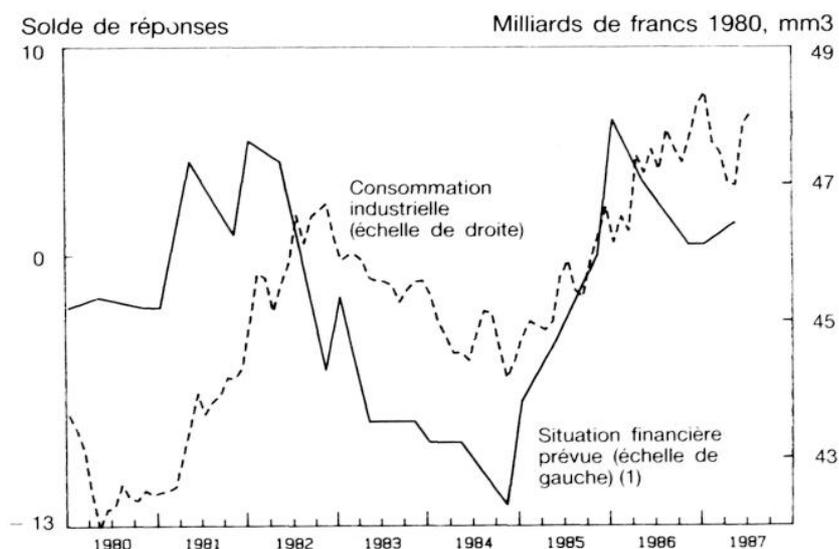
sements spécialisés (qui distribuent principalement des financements de ventes à tempérament). Elle l'est d'autant plus qu'en France l'encours de crédit à la consommation rapporté au revenu est faible au regard de ce que l'on observe au Royaume-Uni (8 % environ en 1985), en RFA (13 %), aux Etats-Unis (16 %) ; il existe encore un développement potentiel considérable.

Les taux d'intérêt ont été réduits (planche VI). En 1986, les conditions minimales sont passées de 17,5 % à 13,8 % pour les prêts personnels, de 18,9 % à 14,5 % pour les achats et ventes à tempérament. Au premier semestre 1987 leur niveau n'a pas été sensiblement modifié (13,8 % et 14 %). En pratique les taux ont même pu être beaucoup plus bas ; l'exemple de l'automobile, où des taux de 0 % ont parfois été proposés pour les échéances à douze mois met en évidence l'originalité de cette évolution ; faibles taux lorsque l'échéance est très courte — les mensualités étant alors très élevées — et forte progressivité des taux avec la durée.

Ceux qui auraient ainsi le plus profité du crédit à la consommation, attirés par des offres exceptionnelles, sont ceux qui auraient pour l'essentiel pu payer comptant. Si cela a peu favorisé les ventes (par exemple les intentions d'achat d'automobiles étaient élevées tout au long de 1986) l'échelonnement des paiements aurait permis de dégager des disponibilités pour la consommation d'autres produits ; voire même pour des placements financiers en une période où l'attrait des titres boursiers était grand.

...quand le revenu s'est affaibli

La croissance de la consommation des ménages a été modérée au premier semestre 1987, mais les achats de produits industriels, plus sensibles aux fluctuations du revenu, se sont contractés dès le début de cette année. Comme à l'habitude, ils se sont adaptés avec retard à la dégradation depuis le début de 1986 de la situation financière prévue par les ménages car ils ont continué à progresser pendant environ un an (graphique 21).



21. Consommation industrielle et anticipations de revenus par les ménages

Source : INSEE.

(1) Appréciation des ménages sur leur situation financière au cours des mois qui viennent.

Le crédit à la consommation permet de tels décalages, le temps que les ménages s'habituent à leur nouvelle situation. Il s'est ainsi développé en 1979, 1982 et fortement en 1986. Sa progression, plus limitée au premier semestre 1987, semble-t-il, pourrait signifier que les ménages se conforment désormais davantage à leur situation financière prévue.

Il se peut aussi que les banques soient plus exigeantes sur les garanties demandées ; les crédits à la consommation de courte durée et de faibles montants, mais de coûts de gestion élevés, comportent des risques importants et les incidents de paiement sont nombreux.

La croissance des investissements ne s'est pas accélérée malgré l'assainissement de la situation financière des entreprises

Les intentions d'investir déclarées par les industriels à la fin de l'année dernière, particulièrement élevées dans les petites entreprises, laissaient supposer, compte tenu de la forte croissance des dépenses d'équipement attendue dans le tertiaire, une accélération de la reprise des investissements en 1987. Depuis le printemps les chefs d'entreprises industrielles ont révisé en baisse leurs projets d'équipement ; ils ne prévoyaient plus en mars 1987 qu'une croissance en volume de 3 % de leurs dépenses d'équipement, au lieu de 6 % en novembre 1986. Cette révision fut essentiellement le fait des PMI, et notamment des plus petites d'entre elles, qui ont toutefois continué de formuler les perspectives les plus élevées.

L'assainissement de la situation financière des entreprises aurait pu permettre une croissance plus soutenue. Le taux de marge ⁽¹⁷⁾ s'est établi à 30,6 % au premier trimestre 1987, au lieu de 24,6 % au troisième trimestre 1982, niveau comparable à ceux observés au début des années soixante-dix. Les données qualitatives sur les trésoreries d'entreprises nous permettent d'apprécier, faute de données chiffrées au delà du premier trimestre, l'évolution de la situation financière des entreprises. Dans l'industrie le nombre d'entreprises déclarant éprouver des difficultés de trésorerie s'est stabilisé, depuis la fin de 1986, à un niveau très bas (21%), jamais atteint depuis les années soixante. La détente s'est poursuivie jusqu'en septembre dans le commerce de gros tandis que chez les détaillants les trésoreries, encore larges à la fin du mois de juin, se sont un peu resserrées au cours de l'été tout en restant satisfaisantes. Le maintien d'une politique salariale rigoureuse, la baisse du prix en francs des matières premières industrielles jusqu'en mars et la libération des prix ont ainsi amélioré en 1987 des trésoreries déjà aisées.

On a déjà évoqué le frein que constituait le maintien de taux d'intérêt élevés, les entreprises préférant souvent les placements financiers aux investissements physiques. En 1986, les prises de participations et les achats d'actions ou d'obligations ont progressé de 36,5 % et atteint près de 41 % des dépenses d'investissement pour l'ensemble

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

des entreprises, au lieu de 23,5 % en 1983 lorsque les profits ont commencé à progresser. Dans l'industrie ⁽¹⁸⁾ les participations se sont accrues de 57 % et les placements en valeurs mobilières de 44,5 %. Les grandes entreprises ont été les plus actives (+ 61,5 % et + 47 %) ; leurs seules prises de participations ont constitué le tiers environ des investissements physiques. En 1987 ce mouvement s'est prolongé, mais ne constituant pas un élément nouveau, il ne peut justifier à soi-seul la révision en baisse des projets d'équipement dans l'industrie.

Il semble en fait que les chefs d'entreprise, et plus particulièrement les responsables de PMI ⁽¹⁹⁾, rendus optimistes par le climat ambiant de forte consommation, aient à la fin de 1986 surestimé la demande qui leur était adressée. Les effets attendus du contre-choc pétrolier ayant été moins satisfaisants qu'initialement prévus, il leur a fallu mettre en harmonie leurs projets d'équipement avec des perspectives de demande plus raisonnables.

Il faudra cette fois un redressement sensible de l'activité avant que les industriels n'accélèrent leurs dépenses d'équipement en élevant la part des investissements destinés à l'accroissement de capacité.

Le retard de la France s'est amplifié dans l'industrie

La France n'est pas le seul pays où les industriels ont révisé en baisse leurs projets pour 1987, après avoir pris conscience de la surestimation des effets bénéfiques sur l'activité de la chute des cours du pétrole.

La révision n'a été que de 1 % en RFA, mais elle a atteint 4 % en Italie, au lieu de 3 % en France. La croissance en volume attendue en 1987 est encore de 4 % pour la RFA, de 15 % pour l'Italie, au lieu de 3 % pour la France.

Les avantages ou les handicaps de la compétitivité future viendront des efforts actuels d'investissement. Certes ceux-ci ne résoudront pas toutes les difficultés. Encore faut-il produire les biens effectivement demandés. Mais c'est une condition nécessaire. Pour la France le retour à des excédents commerciaux de produits industriels et la levée de la contrainte extérieure en est l'enjeu. C'est pourquoi il nous a paru utile de comparer à nouveau les investissements réalisés en Europe, d'autant que les nouvelles estimations des comptes nationaux italiens et français modifient sensiblement les niveaux relatifs ⁽²⁰⁾.

L'investissement des entreprises industrielles est resté en masse constamment supérieur en Allemagne fédérale à ce qu'il était en France. La révision des comptes nationaux français a contribué à élargir cet

(18) La situation du système productif en 1986. Banque de France, septembre 1987.

(19) Voir *Lettre de l'OFCE* n° 47, septembre 1987, « Investissement et dynamisme des PMI », Véronique Przedborski.

(20) Voir *Revue de l'OFCE* n° 17, octobre 1986, *Chronique de conjoncture*, pages 51 à 54.

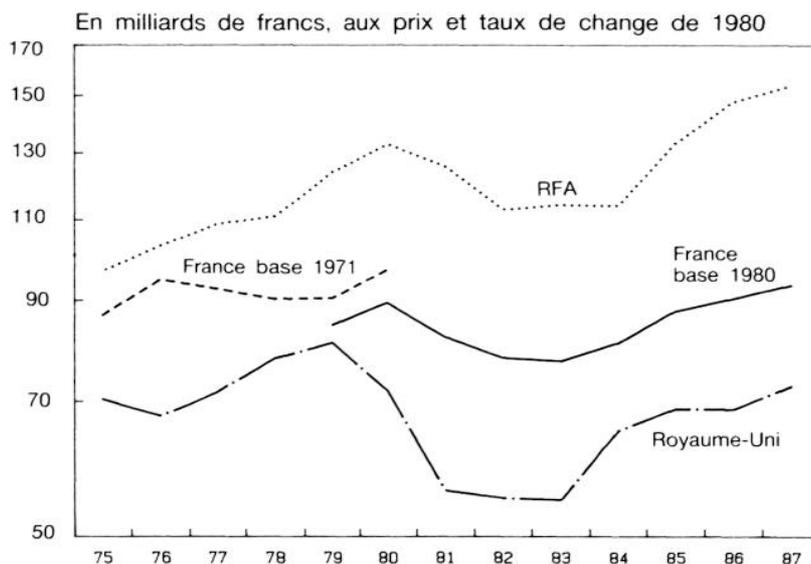
écart (graphique 22). La chute du volume des dépenses d'équipement a été d'égale ampleur des deux côtés du Rhin (14 % de 1980 à 1983), mais la reprise, bien que plus tardive, a été plus vigoureuse en RFA (30 % au lieu de 12 % en France de 1984 à 1986). La différence entre les niveaux d'investissement s'en est donc trouvée accrue. En 1987 elle devrait augmenter encore. La RFA dispose d'équipements plus nombreux et plus récents donc en moyenne plus modernes.

Le taux d'investissement français est, dans la nouvelle base, à peine inférieur à ce qu'il était avant la révision des comptes ; l'effort réalisé en matière d'équipement paraît rester globalement plus intense en France qu'en Allemagne fédérale (graphique 23). Mais sa stabilisation au niveau atteint en 1985, alors que le taux allemand continue de s'élever, réduit l'avance de la France.

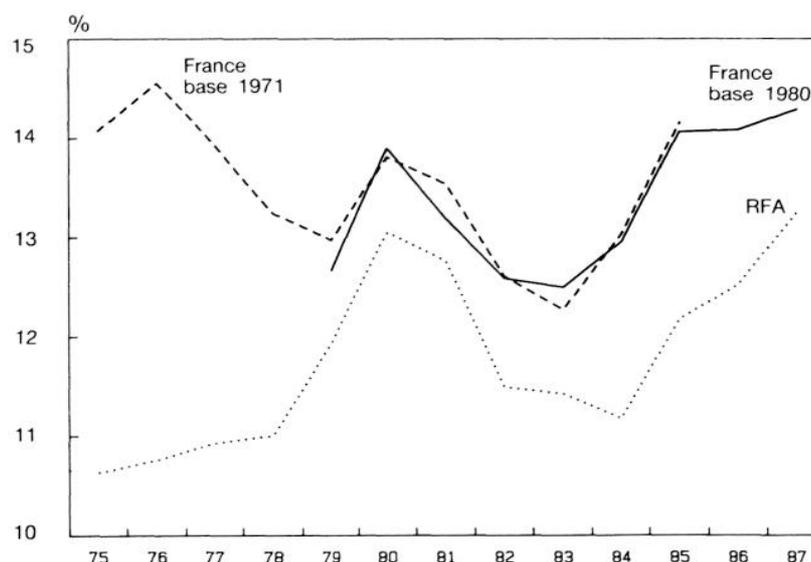
L'orientation sectorielle est aussi significative que le volume global des dépenses. Une précédente étude avait souligné qu'au cours de la décennie passée l'hégémonie allemande s'était affaiblie dans le secteur des biens d'équipement, tandis que la France perdait du terrain dans le secteur des biens de consommation. Les nouvelles statistiques pour la France conduisent à tempérer ce jugement. La révision en baisse de l'effort d'équipement du secteur de la construction électrique et électronique réduit, voire annule, l'avance qui apparaissait pour la France. A l'inverse la révision est peu sensible dans le secteur de la construction mécanique, où l'hégémonie allemande était la plus manifeste. Dans les secteurs de biens de consommation, les conclusions antérieures subsistent.

Au Royaume-Uni l'investissement industriel est demeuré de 1975 à 1987 inférieur à ce qu'il est en France, en niveau et en taux, sauf en 1978 et 1979. Mais l'écart s'est réduit par l'incorporation des dépenses de crédit-bail aux dépenses d'équipement britanniques (pour les rendre comparables aux statistiques actuelles de la France). Importantes au cours des années récentes, elles ont contribué à élever la croissance des investissements et réduire l'écart en niveau qui s'était creusé de 1979 à 1983 (graphiques 22 et 23). Le retard du Royaume-Uni est cependant encore grand vis-à-vis de la France et de l'Allemagne.

L'Italie n'a pas été retenue dans cette comparaison, car la réévaluation des séries de formation brute de capital fixe est apparue excessive dans ce pays. Ces données, encore provisoires, font en effet apparaître des taux d'investissement de l'ordre de 20 %, ce qui paraît sans rapport avec l'évolution des capacités de production manufacturière déclarées aux enquêtes de conjoncture.

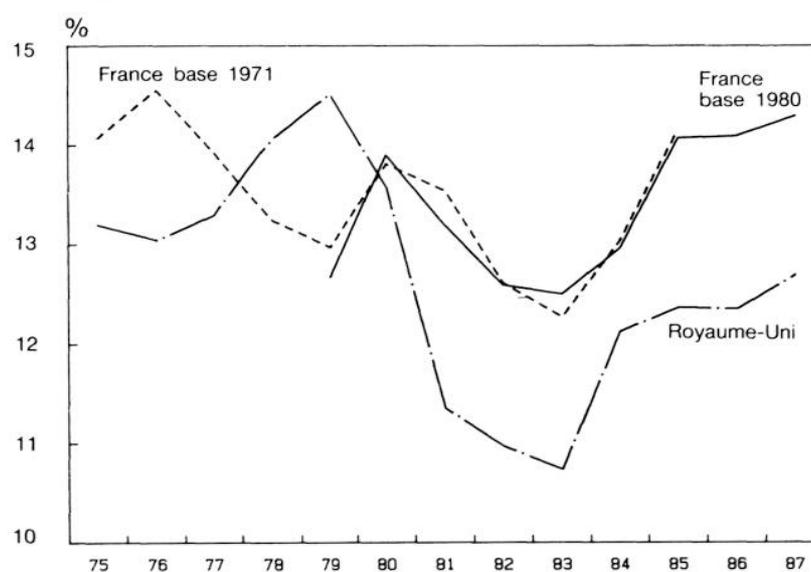


22. Volume d'investissement dans l'industrie



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

En France et en RFA



En France 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.

1988 : Le handicap d'une mauvaise compétitivité externe

Le budget de 1988 sera légèrement expansionniste

Le projet de budget pour 1988 poursuit les objectifs de celui de 1987 ⁽²¹⁾. Le déficit sera à nouveau réduit ; il s'inscrira à 115 milliards (2,1 % du PIB prévu pour le budget). Les nouvelles réductions d'impôt s'élèvent à 32 milliards (tableau 15) ; 10 milliards concernent les ménages, qui bénéficient principalement de la réduction du taux de barème des tranches (4 % sauf pour les deux tranches les plus élevées où elle n'est que de 2 %) ; 15 milliards concernent les entreprises, qui verront notamment leurs coûts de téléphone réduits grâce à l'introduction de la TVA sur les communications téléphoniques avec maintien du prix TTC (au total 6,8 milliards en année pleine). Elles bénéficient aussi de la baisse du taux d'imposition des bénéficiaires (45 à 42 %), déjà décidée au printemps, mais l'effet budgétaire en 1988 sera nul, car les entreprises ont obtenu en cours d'année 1987 une avance de trésorerie de montant équivalent, l'acompte d'août ayant été réduit de 6 milliards et son paiement effectué lors du règlement du solde en début d'année 1988. Des réductions de TVA ont été en outre décidées, qui vont dans le sens de l'harmonisation européenne recommandée par la Commission d'ici à 1992 (7 milliards). La réduction principale concerne l'automobile (depuis le 17 septembre) et coûtera 6,2 milliards en année pleine. Après réductions d'impôts le montant des recettes nettes s'accroîtra de 2,8 % en 1988 par rapport aux recettes de 1987 fortement révisées, en raison de plus-values importantes (+ 10 milliards sur l'impôt sur le revenu notamment). Sans réductions d'impôts l'évolution spontanée des recettes aurait été d'environ 4 %.

Ces chiffres s'entendent à champ constant, c'est dire avant opérations de rebudgétisation. Les dépenses augmentent de 2,8 % et à champ constant de 2,0 %. Cette faible progression s'explique principalement par les effets de mesures prises antérieurement et par les faibles évolutions de pouvoir d'achat. Les réductions volontaristes des dépenses (subventions aux entreprises, investissement, effectifs) sont compensées par l'augmentation des crédits militaires et des mesures de soutien à l'emploi.

Au total l'impact macroéconomique du budget est légèrement expansionniste. L'activité serait soutenue (+ 0,3 % du PIB, + 0,5 en 1989) par la consommation (+ 0,35 % en 1988, 0,55 en 1989) et l'investissement (+ 0,45 % et 1 %). De plus les réductions de TVA et l'allègement des charges des entreprises modèrent la croissance des prix (- 0,3 %, - 0,55 %). Cet effet positif est une fois de plus à mettre en face, du point de vue conjoncturel, de l'évolution des budgets sociaux que le rééquilibrage en cours d'année devrait atténuer sensiblement.

(21) Lettre de l'OFCE n° 48, octobre 1987 : « le budget de 1988 : la continuité a-t-elle un avenir ? ».

15. Bilan des réductions d'impôt des budgets 1987/1988

Milliards de francs

	1987	1988	Total
Ménages : total	16,8	10,3	27,1
dont : - imposition sur le revenu	(11,7)	(9,7)	(21,4)
- impôt sur les grandes fortunes	(4,0)	—	(4,0)
- divers	(1,2) ^(a)	(0,6) ^(a)	(1,8)
Entreprises : total	18,9	14,6	33,5
dont : - impôt sur les sociétés	(9,8)		(9,8)
- TVA télécommunication	(0,9) ^(*)	(5,9)	(6,8)
- taxe professionnelle	(5,0)	(2,0)	(7,0)
- divers	(3,2) ^(b)	6,7 ^(b)	(9,9)
TVA	1,6 ^(*)	6,9	8,5
Total	37,3	31,8	69,1

Sources : Loi de finances pour 1987, projet de loi de finances pour 1988.

(*) Effets des mesures nouvelles dès 1987.

(a) Réduction de la redevance sur les magnétoscopes et la télévision en 1987, suppression de la retenue à la source en 1988.

(b) Dont taxe sur les frais généraux (0,7 milliard en 1987 ; 1,2 en 1988), taxe intérieure sur les produits pétroliers sur le fuel et le gaz (1,1 en 1987 ; 0,4 en 1988), provisions pour congés payés (1 en 1987), retenue à la source (1 en 1988), déductibilité sur TVA (0,6 en 1988)...

La prévision des recettes de privatisation dans le budget 1988 est de 50 milliards de francs, affectées pour 70 % à la réduction de la dette et au financement de l'indemnisation des nationalisations (35 milliards), le reste aux dotations en capital (15 milliards), notamment à Renault et à la sidérurgie dont les opérations de restructuration doivent être terminées en 1988. Des dotations seront aussi versées à la SNCF et à d'autres entreprises publiques. Rappelons qu'à la fin juillet les recettes de privatisation atteignaient 51,5 milliards (30 milliards seulement avaient été inscrits au budget). Compte tenu des nouvelles opérations de l'automne (Suez en octobre, Matra, une opération partielle sur Air France et l'UAP en décembre), ce montant devrait dépasser 80 milliards. Selon la règle de partage (70/30) de nouvelles dotations en capital seront attribuées (5 milliards ont déjà été accordés au printemps à la SNCF et aux autoroutes). En 1988 les privatisations doivent être effectuées avant la fin mars et après l'été. La première opération sera celle des AGF (janvier), la suivante pouvant être celle de la BNP. Des techniques de paiement différé seraient mises en place pour favoriser l'absorption massive de titres que le remboursement de l'emprunt 7 % 1973 favorisera cependant fortement.

Une hausse des cotisations sociales est inéluctable

La dégradation structurelle des soldes de la Sécurité sociale a conduit le gouvernement à prendre de nouvelles mesures en mai 1987. Après celles prises en juin 1986 et le plan de rationalisation des

dépenses de santé de décembre 1986 ⁽²²⁾, ce nouveau plan d'urgence permet d'économiser 17,3 milliards. Les hausses des cotisations et le prélèvement sur les revenus du capital ont été adoptées officiellement pour un an. De nouvelles mesures devraient être prises après les Etats Généraux de la Sécurité sociale. Le déficit de 1987 serait proche de 14 milliards de francs et les réserves de trésorerie, encore positives de 9 milliards à la fin de 1986, deviendraient négatives de 5 milliards à la fin de 1987 (tableau 16). Le déficit pour 1988, prévu à 33,6 milliards, serait réduit d'environ 7 milliards si les mesures provisoires devenaient permanentes. Il serait encore indispensable d'augmenter sensiblement les prélèvements pour contenir un déficit de 27 milliards environ, d'autant plus que le déficit de l'UNEDIC est estimé à 13 milliards en 1988. Nous avons retenu que 6 milliards seraient prélevés par des cotisations supplémentaires au second semestre, sous forme d'un prélèvement de 0,5 % (non plafonné) en faveur du régime vieillesse à partir du 1^{er} juillet. Pour la Sécurité sociale l'impasse ne sera que très partiellement comblée. Pour les ménages les charges seraient accrues de 13 milliards au second semestre par rapport aux règles actuelles.

16. L'équilibre du régime général de Sécurité sociale

Milliards de francs

	1986	1987	1988
Solde à législation de début 1986	- 22,4	- 40,7	- 62,7
— Mesures de juin 1986 ⁽¹⁾	2,5	13,0	13,4
— Plan de rationalisation des dépenses de santé ⁽²⁾		4,5	8,0
— Plan famille décembre 1986 ⁽²⁾			- 0,2
— Mesures de mai 1987 ⁽³⁾		9,4	7,9
Solde réalisé ou estimé	- 19,9	- 13,8	- 33,6
dont :			
— branche maladie	- 7,5	- 4,9	- 15,6
— accident du travail	2,5	2,6	3,4
— branches vieillesse	- 15,6	- 11,3	- 19,8
— branche famille	0,8	- 0,2	- 1,6

Sources : Ministères des Affaires sociales et de l'emploi, Commission des Comptes de la Sécurité sociale de juillet 1987.

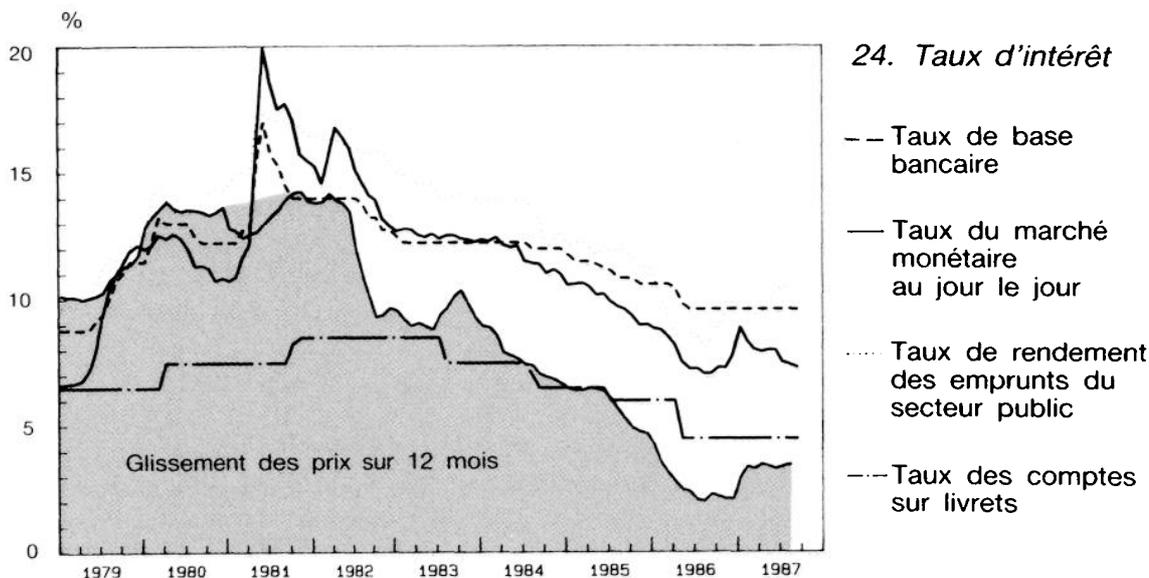
(1) Relèvement de 0,7 % de la cotisation vieillesse au 01.08.86 ; prélèvement de 0,4 % du revenu disponible en 1987 et 1988.

(2) Voir chronique de conjoncture d'avril 1987.

(3) Relèvement de 0,4 % de la cotisation maladie y compris pour les retraités, les chômeurs, les agriculteurs salariés et de 0,2 % de la cotisation vieillesse entre le 01.07.87 et le 30.06.88 (11,4 milliards environ) ; prélèvement social de 1 % sur les revenus du capital pendant 12 mois (1,7 milliard) ; baisse du taux de la TVA sur la pharmacie de 7 % à 5,5 % ; relèvement de 2 % des prix du tabac ; reprise en charge par l'Etat des dépenses de sectorisation psychiatrique (3,2 milliards).

La politique monétaire resterait restrictive du fait des taux d'intérêt...

L'écart entre les taux d'intérêt à court et à long termes est devenu exceptionnellement important, 3 % entre les taux au jour le jour et les taux de rendement des emprunts publics (graphique 24). La reprise depuis mai de la hausse des taux de long terme, amorcée à la fin de 1986, reflète les anticipations dues au contexte international ; les taux réels sont ainsi proches de 7 %.



Source : Banque de France.

Les taux de court terme, d'environ 7,5 % depuis le début de l'été, sont, en revanche, poussés à la baisse par l'abondance des liquidités. Ils ont été maintenus activement au niveau souhaité par la Banque de France pour ne pas creuser davantage l'écart avec les taux longs.

Compte tenu des prévisions de baisse du dollar vis-à-vis du DM au quatrième trimestre 1987 et de la remontée des taux d'intérêt américains, les anticipations à la hausse des taux longs ne se retourneraient pas. Les tensions dans le SME qui en découleraient et la dégradation du solde courant de la France en 1987 et 1988 réduiront les marges de manœuvre de la politique monétaire française, dont le change est l'objectif prioritaire. Les taux du marché monétaire devraient remonter pour assurer une prime de risque de plus en plus forte aux placements effectués en France. Elle est actuellement de 3,5 points, mesurée par l'écart entre les taux réels de court terme de la France et de la RFA. Après le réaménagement monétaire que nous prévoyons au deuxième trimestre, après les échéances électorales, de nouvelles baisses seraient possibles.

L'écart entre taux courts et taux longs se réduirait ainsi jusqu'à la mi-1988 avec la montée des taux de court terme, puis s'établirait aux environs de 2 % au second semestre, niveau plus habituel. Ces mouve-

ments devraient accroître le coût du crédit, qui est resté stable au premier semestre 1987 d'après les enquêtes auprès des entreprises, mais qui a déjà été relevé pour certains prêts au logement. La politique monétaire jugée par les taux d'intérêt resterait donc encore restrictive.

... alors que la croissance de la masse monétaire pourrait être forte

Ce caractère restrictif n'apparaîtra pas forcément dans les statistiques monétaires, tout au moins ses agrégats les plus larges. Les anticipations de hausse des taux à long terme et en conséquence l'incertitude sur les cours boursiers (hésitants depuis mai 1987) ont conduit les agents à détenir des liquidités rémunérées aux taux du marché monétaire et sans risque de cours. Les SICAV et les investisseurs institutionnels semblent avoir été les principaux acteurs de ces changements de portefeuille. Ceci explique pour l'essentiel le dérapage monétaire observé sur M3 en 1987 (voir encadré) accentué par l'expan-

3. Principales évolutions financières de 1987

Après une croissance ralentie en 1986 (+ 11 % au lieu de 25 % par an depuis 1982), les émissions obligataires se sont considérablement réduites au cours des huit premiers mois de 1987 (197 milliards contre 261 au cours des huit premiers mois de 1986) à cause du recul des emprunts d'Etat et des banques. L'explosion des émissions d'actions de 1986 (144 milliards après 75 en 1985, dont 63 milliards après 18 pour les seules sociétés cotées) ne s'est pas poursuivie, mais le niveau des émissions est resté élevé (108 milliards contre 98 en 1986 pour les sept premiers mois de l'année). Il a cependant fléchi pour les émissions en Bourse des sociétés cotées (37 milliards en 1987 contre 46 en 1986 pour la même période), ce qui est le fait des établissements financiers, les émissions des entreprises restant proches de leur niveau de 1986 ; les offres publiques de vente lors des privatisations ont accru l'offre d'actions de 30 milliards, la portant au total à 67 milliards. Il reste difficile de trancher sur l'existence d'un éventuel effet d'éviction des marchés boursiers des entreprises. Bien qu'ayant émis autant d'actions et d'obligations, elles auraient pu souhaiter émettre plus de titres qu'une demande moins sollicitée par les privatisations aurait pu satisfaire.

La très forte progression de la masse monétaire est un fait nouveau. La croissance des agrégats les plus larges, M3 et L, a été en juillet de 7,4 % et 9,0 % en un an et de 9,9 % et 11 % en rythme annuel depuis le quatrième trimestre 1986, base de référence ; l'objectif étant de 3 à 5 % pour M3. Les agrégats plus étroits ont progressé faiblement, 4 à 5 % pour M1 ; 3 à 3,5 % pour M2 pour un objectif de 4 à 6 %. L'écart de croissance entre M1 et M2 s'explique par la contraction des dépôts rémunérés à taux administrés, en particulier sur le livret A, que le relèvement du plafond en mai a cependant réactivés. Le dérapage des agrégats les plus larges a résulté de la forte croissance des dépôts à terme et des titres du marché monétaire. En particulier l'encours des certificats de dépôts détenus par les agents non financiers est passé de 20 milliards à 120 milliards entre juillet 1986 et juillet 1987.

sion de la composante de court terme des marchés financiers et le recul sensible des émissions obligataires. Cette réallocation des portefeuilles n'est pas sans incidence sur les disponibilités des banques et le crédit à la consommation. Mais ses conséquences paraissent être limitées d'autant que les agrégats monétaires étroits (M2 et M1), plus proches des transactions des ménages, se sont accrus faiblement.

Tant que l'incertitude sur les taux demeurera, le marché obligataire sera peu actif. La croissance de la masse monétaire sera incertaine, puisqu'une remontée des taux irait dans le sens d'une contraction des agrégats étroits, mais aussi d'une croissance des actifs compris dans (L - M2). Seul un manque de confiance dans la politique monétaire, jugée par l'évolution des agrégats monétaires larges, pourrait précipiter les tensions sur les changes, favoriser une dévaluation plus précoce et donc une inflation accrue. Mais cela nous paraît peu probable à l'horizon de cette prévision, sauf à envisager une aggravation subite des tensions internationales sur l'échange.

Néanmoins le volume des financements totaux (liquides, obligataires et à risques) se développera fortement bien que les besoins de financement des agents ne remontent pas, car les ménages et les entreprises prolongeraient leurs comportements passés. Tout comme les banques, dont on peut supposer, en l'absence de statistiques monétaires détaillées, que le portefeuille de titres s'est accru. En souscrivant à des emprunts obligataires ou à des actions émis par les agents non financiers, les banques jouent un rôle de prêteur, développant une forme de « réintermédiation » de financements directs, ce qui a un effet expansif sur la masse monétaire. Cette évolution des placements expliquerait l'essor de la sphère financière. Elle pourrait cependant conduire à sa fragilisation.

Une inflation de 3 % en 1988, à peine plus faible que celle de 1987

Des hausses de salaires probablement encore modérées dans le secteur privé et la reconstitution passée des marges dans l'industrie et les commerces seront des facteurs de modération des prix ; mais des tensions subsisteraient dans les services et de fortes hausses de loyer sont attendues, alors que les facteurs internationaux contribueraient plus modestement au ralentissement de l'inflation. Les prix de l'énergie ne diminueront plus et ceux des matières premières s'élèveront ; les prix des produits finis importés progresseront aussi, le changement des parités monétaires accentuant la hausse des prix d'exportation de nos fournisseurs.

En 1987 la hausse des prix de détail serait à peine supérieure à ce qui était retenu dans nos précédentes prévisions, soit 3,3 % en glissement au lieu de 3,2 %. Nous avons anticipé un ralentissement plus marqué du prix des services privés après les dérapages du début d'année. La baisse de la TVA sur les automobiles (ramenée de 33,3 à 28 %) le 17 septembre les compense en partie.

En 1988 les prix de détail augmenteraient de 3,1 % en glissement, soit à peine moins que cette année. Mais l'ensemble hors tarifs publics, qui reflète mieux la tendance de l'inflation sous-jacente, marquerait un nouveau ralentissement (4 % en 1986 ; 3,7 % en 1987 ; 3,3 % en 1988).

Les prix des *services du secteur privé* augmenteraient un peu moins fortement en 1988 que cette année, les fortes hausses enregistrées en 1987 ayant déjà permis une reconstitution des marges, mais toujours plus rapidement que l'ensemble hors tarifs publics. Nous avons fait l'hypothèse d'un retour progressif à un rythme de hausse qui prévalait avant la libération, ce secteur ne pouvant au même titre que l'industrie, bénéficier des baisses de coût de production.

En revanche les hausses de *loyers* seraient en 1988 plus fortes (de 1 point) que celles enregistrées cette année et pourraient atteindre 8 %, en raison de l'accroissement du nombre des baux négociés librement. Aux logements vacants déjà soumis de plein droit à la loi Méhaignerie, viendraient progressivement s'ajouter les baux, actuellement dans un régime transitoire, qui auraient dû être renouvelés avant le 1^{er} octobre 1987, et les baux qui doivent être normalement renouvelés en 1988. Les hausses des loyers HLM seraient aussi plus élevées que cette année, si les organismes peuvent appliquer les deux augmentations actuellement autorisées (le 1^{er} janvier et le 1^{er} juillet) ⁽²³⁾.

Les prix de *l'énergie* pourraient augmenter un peu plus rapidement en 1988 qu'en 1987, mais toujours moins fortement que l'ensemble des prix. La hausse du prix du pétrole serait compensée par la baisse de la devise américaine contre le franc. L'augmentation du prix de l'essence serait alors essentiellement due au relèvement de la TIPP ⁽²⁴⁾ et il nous paraît probable que des hausses des tarifs d'EDF et de GDF interviennent l'an prochain.

Contrairement à ce que nous avons prévu la réduction du volume des subventions accordées aux Grandes entreprises nationales ne s'est pas accompagnée en 1987, malgré la volonté affichée, d'un retour à une certaine vérité des prix des *tarifs publics hors énergie*. Il paraît dès lors peu probable que le gouvernement relève davantage ces prix avant les échéances électorales. Le même raisonnement prévaut pour les *services de santé*. La TVA sur les soins délivrés par les cliniques privées sera supprimée le 1^{er} janvier et les pouvoirs publics seront peu enclins à autoriser des augmentations qu'ils ont déjà tenté de limiter cette année ⁽²⁵⁾.

(23) L'unique contrainte étant que ces hausses n'excèdent pas 10 % d'un semestre à l'autre.

(24) La taxe intérieure sur les produits pétroliers sera relevée de 3,3 % pour moitié le 15 février et pour moitié le 30 mai 1988.

(25) Les consultations des généralistes, qui ont augmenté de 6,7 % le 19 décembre 1986 passant de 75 à 80 francs devaient à nouveau augmenter le 1^{er} juin de 6,7 % pour s'établir à 85 francs. Le gouvernement a reporté au 15 septembre l'entrée en vigueur officielle de cette seconde augmentation (la Sécurité sociale ne remboursant sur cette base qu'à partir de cette date). Certains généralistes avaient d'ores et déjà appliqué cette hausse, qui a donc été partiellement prise en compte dans l'indice dès juin. Les consultations des spécialistes ont été relevées de 7,3 % le 1^{er} avril 1987 passant de 110 à 118 francs et de 5,9 % le 15 septembre s'établissant alors à 125 francs.

La décélération des prix des *produits manufacturés privés* se poursuivrait en 1988. La hausse des prix, exprimés en francs, des matières premières industrielles importées par la France resterait modérée. Celle du pétrole, au second semestre serait trop faible pour être répercutée sur les prix ; lorsque le pétrole baissait, peu d'entreprises ont répercuté cette baisse dans les prix de vente ⁽²⁶⁾ ; maintenant qu'il monte modérément, les marges sont suffisantes pour en atténuer l'effet. Les hausses de salaires ne dépasseraient pas celles de la productivité et les coûts salariaux unitaires progresseraient faiblement. La hausse des prix de détail des produits manufacturés pourrait alors être ralentie. Mais la concurrence des produits importés s'exerçant moins qu'auparavant, le ralentissement serait de faible ampleur.

La faiblesse des revenus directs des ménages...

Le revenu réel continuera à progresser modérément : 2 % en 1988, après 1,3 % en 1987. Comme cette année, la faiblesse des revenus directs sera compensée par des gains, en termes réels, des autres composantes du revenu.

Les salariés du secteur privé obtiendraient en 1988 un gain de pouvoir d'achat à peine plus fort que cette année (de l'ordre de 0,6 % en 1988, au lieu de 0,3 % en 1987). Ceci ne résulterait pas d'un relâchement de la politique salariale. L'amélioration de la situation financière des entreprises et les gains de productivité dus à la réduction des effectifs permettent une plus grande souplesse en matière de gestion salariale. Les entreprises dont les résultats s'amélioreront pourraient ainsi vraisemblablement accorder des revalorisations plus substantielles que cette année, le plus souvent possible sous forme de primes. Elles auraient davantage tendance à indexer les salaires sur la productivité que sur la hausse anticipée des prix. Les autres, quand elles le pourront, s'en tiendront au strict maintien du pouvoir d'achat en négociant les augmentations sur la base de l'inflation prévue par le gouvernement (2,5 %).

Dans la fonction publique, les augmentations générales initialement accordées pour 1987 (+ 0,6 % le 1^{er} mars, + 0,5 % le 1^{er} août et + 0,6 % le 1^{er} novembre), auxquelles sont venus s'ajouter le Glissement-vieillesse-technicité (1,6 %) ⁽²⁷⁾ et les mesures catégorielles (0,6 %) n'ont pas permis le maintien du pouvoir d'achat des fonctionnaires. Il semble que le gouvernement soit actuellement disposé à accorder un rattrapage dès novembre. Toutefois, compte tenu de l'effet report dû au rattrapage effectué en 1986 au titre de 1985 et d'une faible réduction des effectifs, la masse salariale augmenterait cette année plus faiblement que les prix. Nous avons fait l'hypothèse qu'une partie seulement du rattrapage serait effectuée à la fin de 1987, le reste au début de 1988. Compte tenu du Glissement-vieillesse-technicité (1,7 %) et de l'effet report des augmentations de 1987 sur 1988, la masse des salaires versée aux

(26) Une sur cinq selon une enquête réalisée par l'Observatoire de l'énergie au printemps 1987.

(27) Voir *Revue de l'OFCE* n° 19, avril 1987, *Chronique de conjoncture*, page 82.

fonctionnaires augmenterait en moyenne en 1988 un peu plus fortement que l'inflation en dépit d'une nouvelle réduction des effectifs.

Alors qu'en 1987 l'ensemble des salaires bruts réels a stagné, une hausse de 0,5 % est possible l'an prochain. Mais les cotisations amputeront ces faibles gains de pouvoir d'achat. Les salaires nets stagneraient ainsi en 1988, après un recul de 1 % cette année.

...sera compensée par la croissance des revenus non salariaux

Les prestations sociales augmenteront encore davantage que les prix, la volonté d'en ralentir le rythme butant sur des contraintes difficiles à lever. Comme prévu lors de la précédente chronique, le plan d'économie en faveur de la Sécurité sociale aura, en 1987, des résultats plus faibles qu'escompté à cause des retards d'entrée en application ; depuis sa mise en place effective il semble cependant plus efficace que ce qui était attendu. Le ralentissement serait plus fort en 1988, en année pleine, d'autant que les tarifs médicaux devraient moins augmenter que cette année. Mais les prestations-vieillesse continueront de s'accroître très fortement du fait de l'augmentation du nombre de retraités, malgré des pertes de pouvoir d'achat des retraites individuelles (revalorisées de 2,7 % en 1987, probablement pas davantage en 1988). Les prestations chômage progresseront peu, mais en partie par le report de dépenses vers les caisses-vieillesse (pré-retraite des chômeurs âgés) et les allocations familiales progresseraient encore au même rythme que les prix. Au total la croissance des prestations atteindrait 5,2 % l'an prochain après 5 % cette année.

L'excédent d'exploitation des ménages et des entrepreneurs individuels continuera à s'accroître grandement pour la troisième année consécutive. Rappelons-en les principales causes : accroissement du revenu des agriculteurs en 1986, grâce à la baisse du coût des consommations intermédiaires ; revenus accrus des entrepreneurs individuels des commerces et des services, grâce à la bonne tenue de la

En % 17. Contribution à la croissance du revenu réel des ménages

	1987	1988
Excédent brut d'exploitation	+ 0,9	+ 1,0
+ Salaires nets	- 0,4	- 0,1
dont : + salaires bruts	+ 0	+ 0,3
- cotisations	- 0,4	- 0,4
+ Prestations sociales	+ 0,6	+ 0,8
+ Intérêts/dividendes (nets)	+ 0,2	+ 0,1
- Impôts sur le revenu et le patrimoine	- 0	+ 0,1
Revenu disponible réel	1,3	2
Prix à la consommation ⁽¹⁾	3,1	2,8

Source : OFCE.

(1) Indice des prix implicites à la consommation.

consommation des ménages en 1986, puis grâce à la libération des prix en 1987 et 1988 ; revenus en hausse pour les ménages propriétaires de logements, du fait de l'augmentation des loyers en 1987 et 1988.

Les intérêts et dividendes progresseront aussi davantage que les prix. Et les réductions de l'impôt sur le revenu et le patrimoine contribueront à élever le revenu disponible (tableau 17).

Une consommation en hausse d'à peine plus de 2 %

Les choix des ménages entre la consommation et l'épargne seront diversement influencés. L'origine des hausses de revenus prévues contribue à élever l'épargne : les entrepreneurs individuels sont plus enclins à épargner que les salariés, les réductions d'impôts concerneront davantage les hauts revenus.

A l'inverse le développement du crédit à la consommation permettrait de financer par des revenus futurs davantage d'achats que ne le permettent les revenus du moment. Et le remboursement des 60 milliards de l'emprunt Giscard, dont une part des titres est détenue par les ménages, est prévu en janvier prochain. Il est peu probable que la totalité soit rééparquée. Nous avons fait l'hypothèse que 10 milliards seraient consommés. Le reste serait soit placé en de nouveaux actifs financiers, soit investi dans l'immobilier, dont l'attrait renaît. Les déductions fiscales en faveur des propriétaires qui achètent pour louer et l'évolution prévisible des loyers y inciteront d'autant plus que l'évolution de la Bourse est incertaine. Faute d'informations sur les détenteurs de titres (en particulier la composition sociale des ménages concernés) les hypothèses sont fragiles ; la nôtre conduit à élever la consommation de trois dixièmes en 1988, la portant à 2,2 % en moyenne annuelle, et à réduire le taux d'épargne d'autant par rapport à ce qui découlerait de l'évolution des revenus.

Le taux d'épargne serait en moyenne annuelle à peine plus faible qu'en 1987 (13,2 % du revenu, contre 13,3 %). L'investissement en logements, plus actif depuis la fin de 1986, continuerait de progresser (1,9 % en 1987 ; 2,3 % en 1988). Une remontée des taux d'intérêt pénaliserait peu les investisseurs qui assurent déjà l'essentiel de la reprise du logement. Les mises en chantier pourraient atteindre 305 000 en 1987 et 320 000 en 1988, après 295 000 en 1984, 1985 et 1986.

Le chômage se stabiliserait puis s'élèverait à nouveau à partir de la mi-1988

La prévision de l'activité est peu différente de celle que nous formulions en mars dernier pour 1987. Celle des effectifs en découlait. Le recul de l'emploi dans l'industrie sera compensé par une croissance faible des emplois du bâtiment et plus forte dans les activités tertiaires. Dans ce secteur le développement des emplois intérimaires, à durée déterminée ou à temps partiel rend difficile la prévision des effectifs en

équivalent temps plein. Nous avons cependant supposé que l'emploi total progresserait de 0,3 % chaque année.

Notre prévision du chômage de 1987 se révèle cependant trop pessimiste. Les hypothèses faites alors pour l'ampleur du « traitement social » étaient insuffisantes. Une dépense supplémentaire de 4 milliards de francs a été décidée début août pour financer les nouvelles actions. Le placement en stage de 247 000 personnes est prévu à partir de septembre. La portée du plan en faveur des jeunes, dont certaines mesures devaient prendre fin au 30 juin 1987, a été de nouveau étendue ; les stages de qualification devraient se développer de novembre 1987 à février 1988. Des programmes d'insertion locale sont prévus pour les femmes isolées sans ressources. Et surtout les actions en faveur des chômeurs de longue durée, annoncées au printemps dernier, ont été adoptées en août ; elles prévoient 150 000 stages. Ainsi 500 000 des 830 000 chômeurs de longue durée seront convoqués à l'ANPE qui leur proposera un stage ou une formation.

Le recul du chômage, effectif depuis avril, pourrait donc se poursuivre jusqu'au début de 1988. Au delà, en l'absence de mesures nouvelles, une détérioration est prévisible.

La radiation en cours des chômeurs non indemnisés âgés de plus de 55 ans (dispensés de pointage depuis mai dernier) et celle des chômeurs n'effectuant pas « d'actes positifs » de recherche d'emploi ⁽²⁸⁾ continueront cependant à réduire le nombre officiel de chômeurs.

En l'état actuellement connu des actions en faveur des demandeurs d'emploi le niveau du chômage pourrait s'établir à 2,6 millions à la fin de 1987 et 2,750 millions à la fin de 1988.

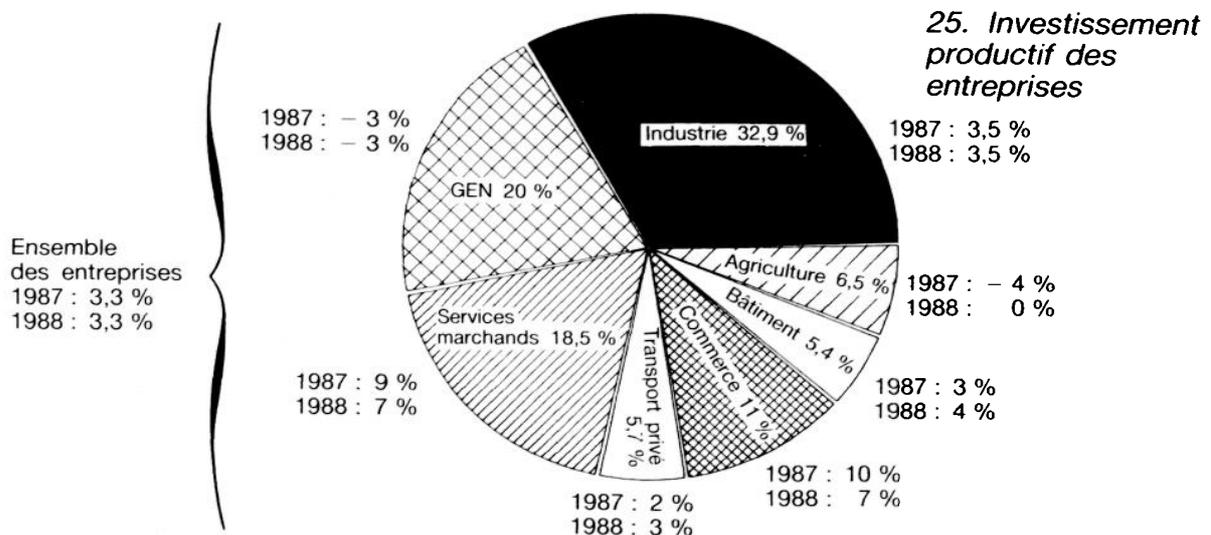
Une progression de l'investissement...

La progression de l'investissement ne sera pas plus forte en 1988 qu'en 1987. Les incertitudes concernant la progression de la demande subsistent en cet automne où les entreprises mettent au point les budgets d'investissement pour l'an prochain. Elles ne seront donc guère incitées à accroître leurs capacités de production. Et une révision en hausse en cours d'année est peu probable, au vu de l'activité. La montée des taux d'intérêt à long terme a entraîné celle des taux réels depuis la mi-1987 ; une détente n'étant prévue qu'à partir de la mi-1988, l'obstacle qu'ils constituent pour les dépenses d'équipement demeurera. Relativement à la valeur ajoutée, l'effort s'accroîtra, mais à nouveau la croissance de l'investissement industriel sera plus faible que celle du tertiaire.

Dans l'*industrie* elle serait de l'ordre de 3,5 % en 1988, comme en 1987. Les entreprises de taille moyenne devanceraient l'an prochain les petites industries. La progression sera faible pour les grandes entreprises, sauf dans l'automobile qui bénéficie d'une conjoncture favorable.

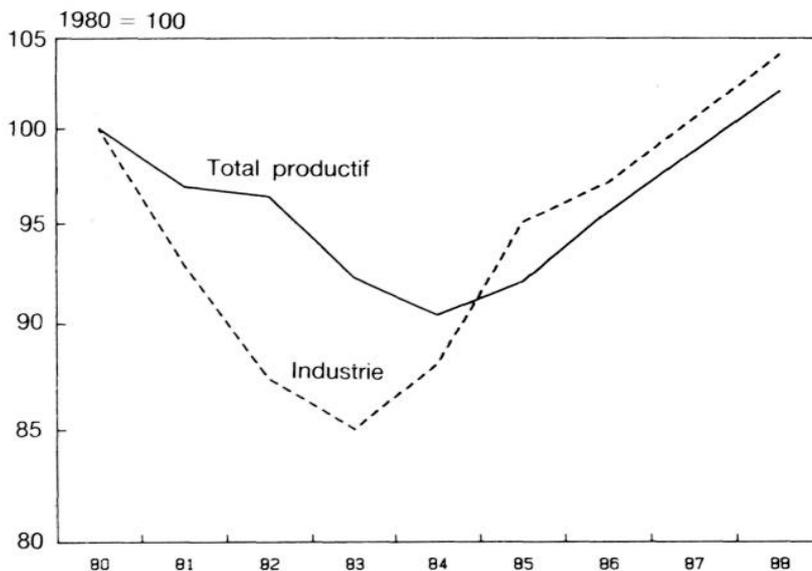
(28) Décret paru au *Journal Officiel* du 24 septembre 1987.

En juin dernier des goulots de production apparaissaient dans ce secteur où les capacités de production semblaient insuffisantes pour satisfaire une demande particulièrement dynamique. Les constructeurs automobiles ont ainsi été amenés à réviser en hausse leurs projets d'investissement pour 1987 et à annoncer pour 1988 une croissance des dépenses encore très élevée (20 % en valeur, au lieu de 18 % en 1987). La progression des dépenses d'investissement se poursuivrait dans les industries agro-alimentaires à un rythme encore soutenu ; dans le secteur des biens d'équipement professionnels la stagnation de 1987 laisserait place en 1988 à un accroissement. En revanche les producteurs de biens de consommation ont ralenti leurs dépenses cette année et prévu de ne pas les augmenter l'an prochain, du fait du tassement de la



Les pourcentages situés à l'intérieur du diagramme indiquent la pondération en 1986. Les pourcentages situés à l'extérieur du diagramme indiquent les évolutions en francs constants.

Sources : INSEE, prévisions OFCE.



26. Volume d'investissement aux prix de 1980

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

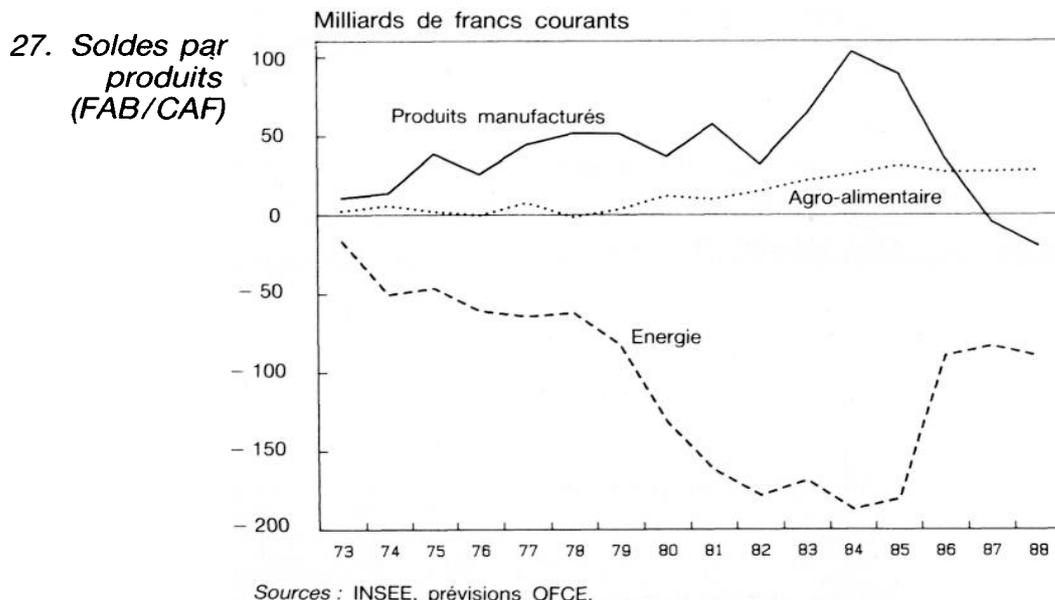
consommation de produits industriels au premier semestre 1987. Enfin le recul des investissements continuerait dans les industries produisant des biens intermédiaires, après les très fortes hausses de 1983-1985.

La reprise des dépenses d'équipement se prolongerait dans le *tertiaire* et serait en 1988, comme en 1987, plus dynamique que dans l'industrie. Dans les commerces et les services elle serait de l'ordre de 7 % par an. Dans le bâtiment les perspectives d'activité associées aux grands projets (jeux olympiques en Savoie, programme autoroutier, etc.) et à l'augmentation prévué des mises en chantier de logements nous amène à prévoir une poursuite de la croissance des achats d'équipements en 1988.

Le recul des dépenses d'équipement des *Grandes entreprises nationales* serait probablement aussi marqué en 1988 qu'en 1987. L'investissement ne progresserait en 1988 qu'à la SNCF, en raison du TGV-Atlantique, mais moins fortement que cette année. Dans le secteur de l'énergie la diminution des dépenses d'équipement pourrait être moins forte qu'en 1987 à EDF, où le ralentissement du rythme des mises en chantier de centrales nucléaires ne produirait pleinement son effet qu'à partir de 1989 ; elle s'interromprait à GDF du fait de la nécessité d'améliorer le réseau. En revanche elle serait à nouveau forte aux Charbonnages. Enfin les PTT, contrairement à ce que nous supposions en avril dernier, diminueraient leur dépenses d'investissement l'an prochain (graphiques 25 et 26).

... en deçà de ce qui serait nécessaire pour restaurer la compétitivité externe de l'industrie

La détérioration de nos échanges extérieurs est inéluctable. Le déficit dépasserait 30 milliards de francs en 1987 et atteindrait environ 50 milliards en 1988 (FAB/FAB). L'industrie en serait à nouveau la principale responsable, avec un déficit accru de 15 milliards de francs, tandis que la facture énergétique s'alourdirait (graphique 27).



La croissance en volume de nos importations industrielles devrait se ralentir au second semestre 1987 en raison de celle anormalement élevée au premier semestre au regard de la demande. Cependant, en moyenne annuelle, au moins 6 % de hausse doivent être escomptés. En revanche la croissance en volume de nos exportations resterait inférieure à 1 % cette année, en dépit de la prévision d'une reprise de nos exportations au second semestre, grâce à l'animation du marché des biens intermédiaires chez nos partenaires européens. Pour la première fois depuis 1969 apparaîtrait ainsi un déficit annuel du solde industriel, de 5 milliards de francs, soit environ 30 milliards pour les matériels civils.

L'an prochain le volume des importations s'accroîtrait encore davantage que celui des exportations, même si l'écart se réduit. La hausse des achats à l'étranger serait encore plus soutenue que celle de la demande interne, à cause de la concurrence américaine et des NPI d'Asie et pourrait atteindre 4 %. Nos ventes progresseraient davantage, en moyenne, qu'en 1987 ; mais moins que la demande mondiale, car on envisage mal comment l'industrie française pourrait éviter de perdre des parts de marché. Tout au plus peut-on espérer que ces pertes soient plus limitées (tableau 18). La réanimation de la demande des pays en développement l'an prochain devrait y contribuer ⁽²⁹⁾. Nos ventes d'Airbus également.

18. Parts de marché des produits manufacturés, en volume

En %

	En moyenne			En glissement		
	1986	1987	1988	1986	1987	1988
Demande adressée à la France . . .	3,0	3,9	3,8	2,2	4,1	2,7
Exportations françaises	- 0,7	0,7	2,8	- 0,8	2,5	1,9
Pertes de part de marché	3,7	3,2	1,0	3,0	1,6	0,8

Sources : Estimations et prévisions OFCE.

Les performances de l'aéronautique civile seront atténuées par le repli des ventes militaires

La très forte hausse du nombre d'Airbus commandés depuis 1984 commencera à se concrétiser par des livraisons accrues à partir de 1988, après le creux de 1986 et 1987 (tableau 19). Le bas niveau du dollar et la moindre valeur unitaire des Airbus actuels par rapport aux séries antérieures atténuera cependant la progression des ventes en valeur. Le développement du financement sous forme de crédit-bail

(29) La baisse des commandes de grands contrats en provenance de ces pays s'est poursuivie jusqu'au deuxième trimestre 1987 ; les livraisons continueront donc de s'amenuiser en 1988. Seul le commerce courant pourrait s'intensifier.

risque aussi de transformer peu à peu cette exportation de marchandises en fourniture de service et d'étaler dans le temps les recettes. Airbus Industrie est en effet contraint de s'adapter à l'évolution en cours aux Etats-Unis, où les constructeurs ont créé leurs propres sociétés de financement qui louent leur flotte aux compagnies aériennes. Pour celles-ci les avantages sont nombreux : pas de dette supplémentaire au bilan, taux d'intérêt inférieurs à ceux des crédits exportation, durée plus longue (15 à 18 ans, au lieu de 12 au maximum pour les financements à l'exportation). En France les banques ont développé les formules de crédit-bail pour les ventes d'Airbus. Le bilan global pluri-annuel n'est en rien influencé par le mode de financement. Seuls le sont l'échéancier des paiements et le partage comptable entre solde commercial et courant. Nous avons supposé qu'en 1988 l'essentiel des ventes se ferait encore directement.

En revanche les livraisons d'armes devraient être plus faibles en 1987 et 1988 qu'elles n'ont été en 1986. Troisième exportateur, avec 13 % du marché mondial, après les Etats-Unis et l'URSS⁽³⁰⁾ la France subira les contre-coups de la chute en 1985 et 1986 des commandes en provenance des pays en développement, nos principaux clients (tableau 19). Leurs moindres recettes, une concurrence accrue de certains fournisseurs (Etats-Unis, Brésil, Israël) et l'exigence de quelques clients de fabriquer dans leurs pays les produits auparavant importés limitent durablement nos perspectives d'exportation.

19. Commandes et livraisons aéronautiques et militaires

	Exportations d'Airbus			Exportations d'armes	
	Nombre de commandes fermes	Livraisons		Montant des commandes en milliards de francs	Montant des livraisons en milliards de francs
		Nombre	Montant en milliards de francs		
1981	42	35	7,3	33,8	26,3
1982	17	38	11,5	41,6	26,1
1983	18	36	12,7	29,1	28,0
1984	35	44	20,7	61,4	37,1
1985	92	40	17,2	44,0	35,5
1986	170	27	9,1	25,0	38,6
1987p	(1)	32 ⁽²⁾	11,0 ⁽²⁾		25,0 ⁽³⁾
1988p		70	21,0		20,0

Sources : Douanes, ministère de l'Economie et des finances, ministère de la Défense, INSEE pour les années passées.

(1) 93 au premier semestre contre 63 au premier semestre 1986.

(2) De janvier à août, 25 appareils ont été exportés, pour une valeur de 8,5 milliards.

(3) De janvier à août : 19,2 milliards.

(30) Source : SIPRI Stockholm.

Une dégradation des termes de l'échange industriel

Une dégradation des termes de l'échange risque de se cumuler avec celle du taux de couverture en volume en 1988. La hausse des prix d'exportation de nos fournisseurs sera peu atténuée par les mouvements de change, la réévaluation du DM au sein du SME étant à peu près compensée par la poursuite de la baisse du dollar.

Par contre les prix d'exportation des produits français ne s'élèveraient que modérément grâce au ralentissement des prix de production ; et la contrainte de la concurrence limitera la transmission aux prix en francs du réaménagement monétaire européen. Les années 1987 et 1988 ne bénéficieraient ainsi plus de l'amélioration des termes de l'échange continue depuis 1981.

Le solde agro-alimentaire se redresserait

Les opinions sur la récolte de céréales de 1987 ont évolué au fil de l'eau. Les inquiétudes de juillet font place maintenant à un optimisme tempéré. Selon les dernières estimations de l'ONIC ⁽³¹⁾, la production s'est accrue de 5,8 % et la collecte de 5,5 % par rapport au bas niveau de 1986. L'élévation des rendements à l'hectare (+ 7 % pour le blé tendre, + 12 % pour l'orge, + 6,6 % pour le maïs, + 14 % pour l'avoine) a plus que compensé les baisses de surfaces cultivées pour l'orge et l'avoine, tout juste pour le maïs ; pour le blé tendre, la production s'est élevée de 6,8 % et la collecte est estimée en hausse de plus de 8 %.

Les perspectives d'exportations sont potentiellement favorables. Selon la FAO la production mondiale, toutes céréales confondues, aurait diminué de 2,5 %. Selon le Département américain de l'agriculture la récolte mondiale de blé aurait baissé de 3 % ; la plupart des grands pays producteurs verront leur production diminuer, à l'exception de la CEE (+ 9 %) et des Etats-Unis (+ 2 %). La demande mondiale devrait s'améliorer, grâce notamment à une progression des achats de l'URSS dont la production aurait fortement diminué (- 18 %). Une forte hausse de nos ventes en volume peut donc être escomptée l'an prochain. Déjà cette année les performances ont été meilleures que prévu, malgré un bas niveau de production en 1986, grâce à l'utilisation des stocks disponibles.

Ces perspectives doivent être tempérées par la probabilité d'une forte baisse des prix. En 1987 leur repli serait de l'ordre de 6 % à cause de la concurrence américaine sur les marchés des pays tiers. En 1988 cette tendance se poursuivrait ; les Etats-Unis ont négocié en mai dernier des contrats de vente à l'URSS très en dessous des prix internationaux et continueront à subventionner leurs exportations. De plus, si la production française est en hausse, sa qualité mitigée (germination, humidité élevée) risque de contraindre les exportateurs d'en diminuer les prix dans ce contexte de concurrence très rude.

(31) Office national interprofessionnel des céréales.

La baisse des prix d'importation pourrait compenser en partie la hausse du volume de nos achats. Si bien que l'excédent s'améliorerait un peu : 27 milliards cette année et 28 milliards l'an prochain, après 26,7 en 1986.

La facture énergétique s'alourdirait

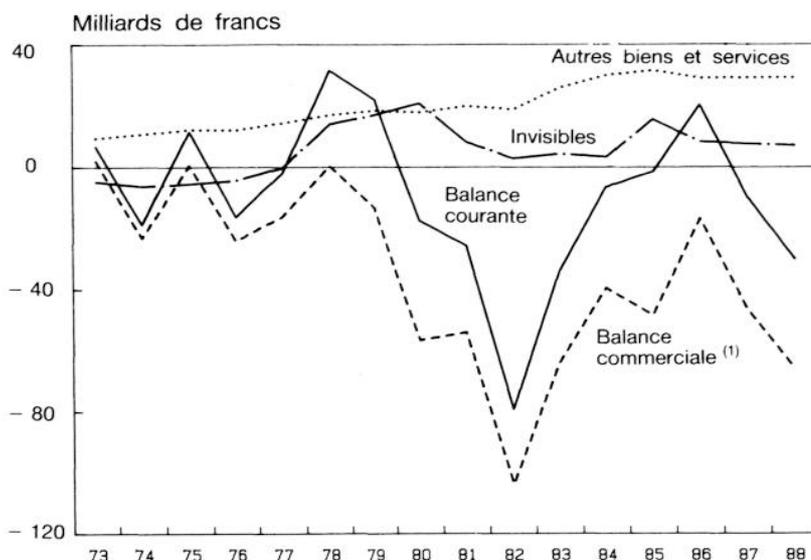
La remontée des prix du pétrole depuis le début de 1987 a alourdi la facture énergétique, mais de façon atténuée, car le prix du gaz n'étant indexé qu'avec retard sur celui du pétrole, d'importantes marges de baisse ont subsisté. A l'avenir les décalages devraient être moindres, même si des baisses sont encore possibles pour le gaz.

La remontée des prix internationaux du pétrole est pour l'essentiel acquise ; en francs, on peut même escompter une baisse à la fin de 1987 et au premier semestre 1988. Elle ne suffirait pas à éviter que le déficit se creuse un peu en moyenne annuelle et retrouve son niveau de 1986, après une amélioration de 6 milliards cette année. Seuls les mouvements de prix expliquent ces fluctuations, la consommation continuant à progresser au rythme de 1 % l'an. La réforme du régime pétrolier (mars 1987) dans le sens d'une plus grande simplification des procédures d'importation et la création en juillet 1987 d'un organisme de stockage commun aux raffineurs et importateurs indépendants, qui prendra en charge la moitié des stocks obligatoires (45 jours de consommation), devraient avoir peu d'impact sur le niveau des importations.

Un déficit des paiements courants cette année et l'an prochain

Le creusement de 30 milliards du solde commercial en 1987 conduira à une variation du même ordre des paiements courants, qui deviendraient ainsi déficitaires presque de 10 milliards. Le repli des principaux excédents des services (voyages, grands contrats) sera à peine compensé par l'allègement des intérêts de la dette extérieure. En 1988 le déficit pourrait atteindre 30 milliards de francs (graphique 28).

On peut s'interroger sur la conséquence de tels déficits. Le contre-choc pétrolier n'aura ainsi permis qu'une année d'excédent courant (1986). Dès 1987 le déficit des marchandises devient sensible. En 1988 l'excédent traditionnel des services ne suffirait plus à compenser les mauvaises performances du commerce des biens. On est loin du déficit courant de 1982 (- 79,3 milliards) et de l'endettement extérieur auquel avait conduit de 1981 au début de 1983 la relance de la demande intérieure en une période où la facture énergétique atteignait 180 milliards de francs. Mais actuellement, on s'éloigne progressivement de l'équilibre, alors que le déficit énergétique est réduit de moitié et que l'écart conjoncturel n'est pas en faveur de la France.



28. Balance courante

Sources : Banque de France, prévisions OFCE.

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

Une croissance lente

La production industrielle, après avoir régressé au début de 1987 s'est accrue de nouveau depuis le printemps et devrait encore s'élever au rythme moyen de 0,5 % par trimestre. En moyenne annuelle la progression serait inférieure à 1 % en 1987, à peine plus soutenue en 1988 (1,7 %). De prévision en prévision l'alternance des qualificatifs (faible, lente, modérée, etc.) masque derrière la recherche de synonymes la monotonie de l'activité.

Une production plus vive dans les services et le bâtiment et une production agricole en hausse permettront au PIB de croître davantage que l'activité industrielle, de 1,4 % en 1987 et 1,8 % en 1988. Davantage, mais encore très peu.

Les caractéristiques de la demande intérieure fondent cette monotonie. La consommation des ménages n'est désormais plus soutenue par des salaires réels en hausse. Seule subsiste la croissance des revenus non salariaux, parfois complétée par des baisses d'impôts. Mais la nécessité de comprimer les déficits des régimes sociaux impose de limiter les revenus indirects ou d'élever les cotisations. Le résultat est identique pour le revenu des ménages : une faible croissance.

Le crédit à la consommation prend le relais et atténue pour les achats les fluctuations trimestrielles du revenu. C'est possible tant que ses reculs sont passagers, compatibles avec une croissance de 1 à 2 % l'an. Une période d'austérité plus longue contraindrait les ménages à adapter durablement leurs comportements, même si c'est avec retard. Elle n'est pas envisageable en période électorale, comme ne l'est pas à l'inverse l'abandon d'une politique salariale restrictive. La croissance de la consommation des ménages se situe donc vers 1 % de croissance pour les plus pessimistes, 2 % pour les plus optimistes, dont nous sommes.

L'investissement des entreprises a pu et pourra encore progresser davantage que l'activité grâce à l'assainissement financier qui a résulté de cette politique salariale, puis de la baisse du prix du pétrole. Les restructurations se développent, mais, en l'absence d'une demande en forte croissance, on imagine mal comment l'effort d'équipement pourrait s'intensifier à l'avenir. Les révisions en baisse des projets des entreprises pour 1987, opérées entre la fin de 1986 et le printemps 1987 illustrent en France comme ailleurs cet obstacle. Un peu plus de 3 % de croissance de l'investissement en 1987 et 1988 suffisent à creuser le déficit extérieur, mais pas à dégager un avantage de compétitivité des produits nationaux vis-à-vis des produits concurrents.

A l'exportation les performances resteront médiocres. Des pertes de parts de marché sont encore certaines. Elles seraient atténuées par la légère reprise de la demande des pays en développement et le succès de secteurs tels l'aéronautique civile et l'automobile.

Aucun déstockage massif n'est prévisible à court terme, car les entreprises n'ont pas constitué de stocks excessifs au début de l'année et sûrement pas au niveau où ils s'établissent lors de périodes spéculatives. A l'horizon de notre prévision l'activité ne serait pas comprimée de ce fait.

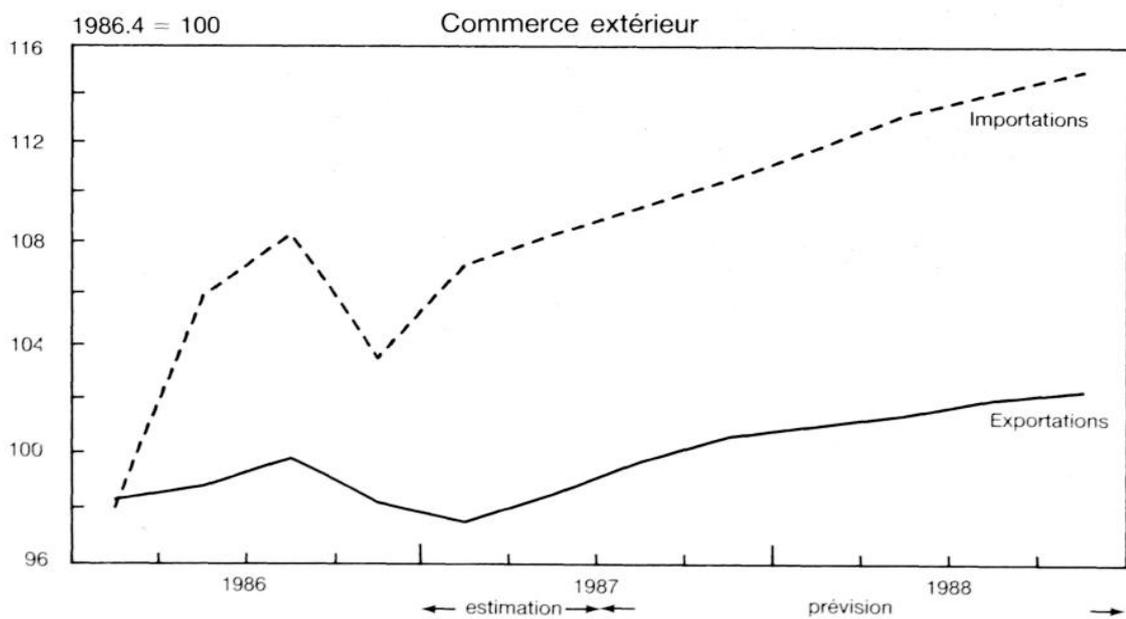
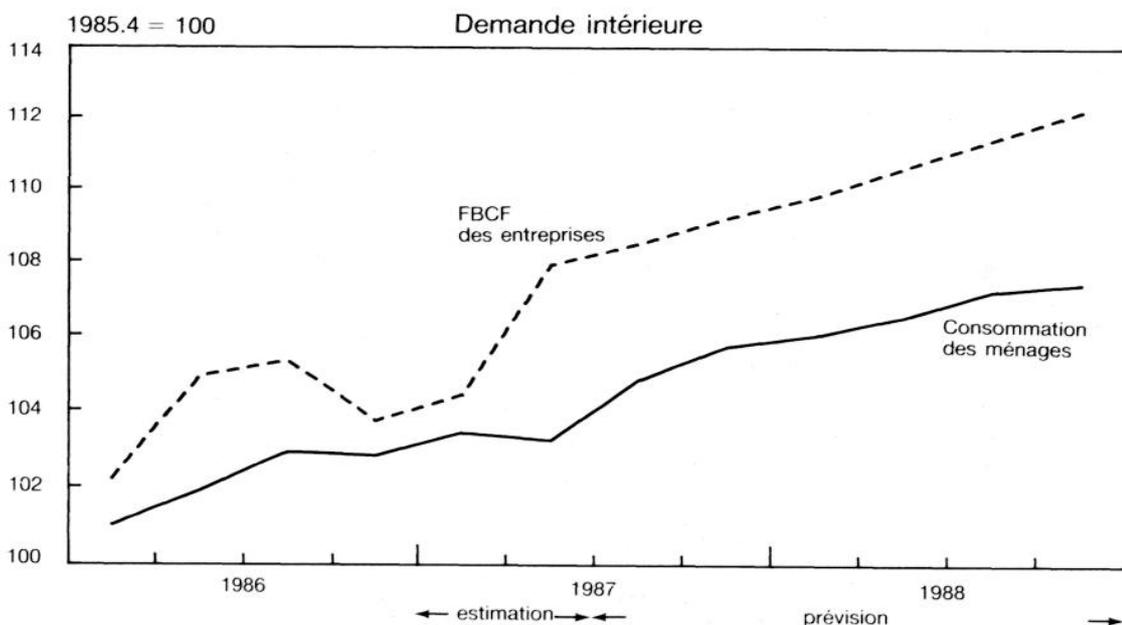
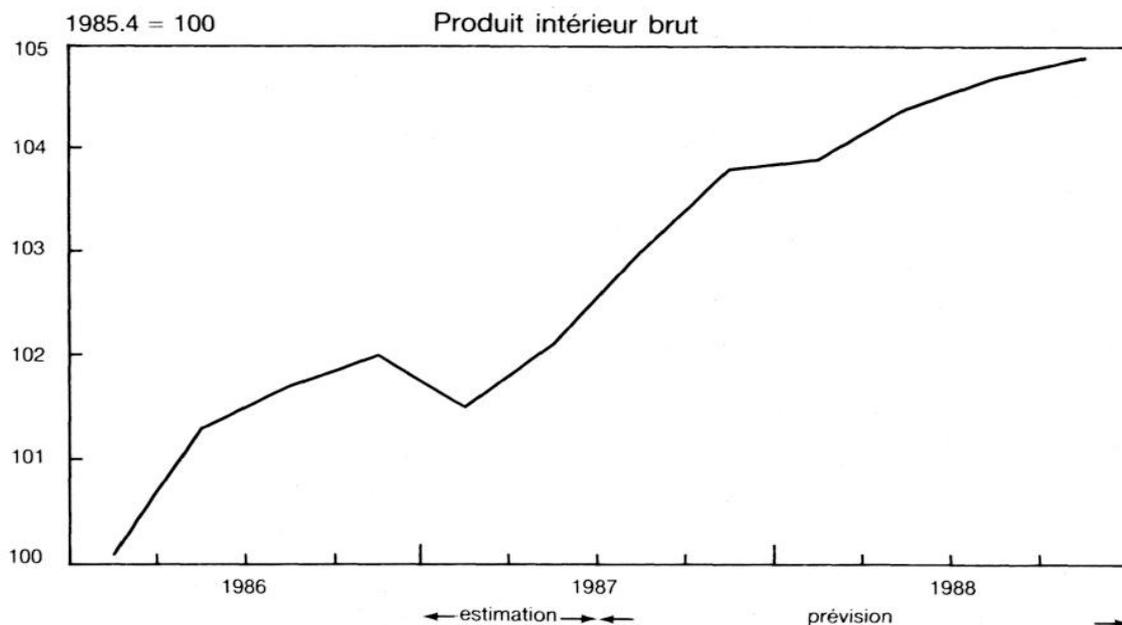
La demande intérieure finale progresserait ainsi de 2,6 % en 1987 et 2,3 % en 1988 ; la demande globale de 2,1 et 2,4 %. Pourtant faible, cette croissance ne se transmettra que partiellement à la production à cause d'importations élevées. Les gains de productivité seraient de ce fait limités (2,9 % en 1987 ; 3,8 % en 1988 dans l'industrie en moyenne).

C'est le coût du handicap de la compétitivité externe. Un creusement du déficit commercial peut aller de pair avec une faible croissance. Une plus forte progression de la demande intérieure que celle que nous anticipons aurait peu d'effet sur celle de l'activité, car la majeure partie de ce surcroît serait confisquée par la concurrence.

On peut noircir le tableau en mettant l'accent sur le déclin plutôt que la monotonie. Mais nos partenaires européens ne feront guère mieux. Une autre forme de déclin avait été décrite il y quatre ans, quand l'endettement extérieur s'accumulait et que le spectre d'une relégation au rang de PVD était agité. Depuis lors les dettes ont été progressivement résorbées, au prix du changement de la politique salariale. Peut-on espérer qu'un retour à des excédents industriels, permettant l'équilibre de la balance courante, soit possible au cours des années à venir ? Cela passerait d'abord par une amplification du déficit inhérente à toute reprise plus forte de l'investissement productif, et sans que le handicap d'une offre peu compétitive s'en trouve aussitôt levé.

Achevé de rédiger le 25 septembre 1987

29. Ressources et emplois de biens et services au prix de 1980



Perspectives de l'économie française

Préambule

Une fois n'est pas coutume. La prévision présentée ici n'est pas calée sur les comptes trimestriels du début de l'année 1987. Sans prétendre reconstituer à l'OFCE les comptes nationaux élaborés à l'INSEE, il nous est cependant apparu cette fois difficile de rendre compatible la prévision de l'activité des trimestres à venir avec l'estimation de l'activité passée. Les perturbations liées à la nouvelle comptabilité en francs de 1980 en sont probablement la cause. Selon les comptes nationaux la croissance du PIB au deuxième trimestre a reposé sur un stockage massif et non sur une croissance de l'activité. Or ce stockage n'apparaît pas dans les enquêtes de conjoncture, ni chez les industriels ni chez les commerçants. Chez les détaillants ils se sont temporairement élevés avant l'été, mais un retour à des niveaux proches de la normale a depuis été opéré. Peut-être l'investissement des entreprises et les exportations industrielles ont-ils été sous-estimés, conduisant à répercuter en stockage de produits industriels la poussée des importations. Peut-être aussi l'activité de début d'année a-t-elle été surestimée dans les comptes.

L'alternative était :

- Prendre en tant que tels les comptes nationaux ; un déstockage au second semestre était alors indispensable pour que le niveau des stocks se rapproche de son niveau moyen de longue période. Cela aurait conduit à un recul de la production industrielle au troisième, voire au quatrième trimestre, contraire à notre conviction et aux perspectives actuellement formulées par les chefs d'entreprises.

- Atténuer fortement le stockage du début d'année, en le conformant aux opinions qu'en ont eu les entreprises. Incertaines sur la demande qui leur était adressée, elles ont plutôt cherché à réduire leurs stocks en semaines d'utilisation. Le PIB du début de l'année s'en trouve réduit, du fait de la production industrielle, même en élevant la demande du second trimestre. Le profil de cette dernière tout au long de 1987 paraît alors plus conforme à la réalité. C'est pourquoi nous avons adopté cette solution. Les révisions déjà opérées par l'INSEE sur la variation des stocks industriels de 1986 nous ont conforté dans ce choix.

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

En pour-cent

	Milliards de francs 1980	Taux de croissance trimestriels												Moyennes annuelles			
		1985	1986				1987				1988				1986	1987	1988
			1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Produit intérieur brut	2 520,9	0,1	1,2	0,4	0,3	- 0,5	0,6	0,9	0,8	0,1	0,4	0,3	0,3	2,0	1,4	1,8	
Importations	672,4	- 2,0	8,1	2,2	- 4,4	3,5	1,1	1,0	1,0	1,2	1,2	0,8	0,8	6,9	4,7	4,3	
Consommation des ménages	1 769,4	1,0	0,9	1,0	- 0,1	0,6	- 0,2	1,5	0,9	0,3	0,5	0,6	0,2	3,4	2,0	2,3	
Consommation des administrations	130,6	1,0	1,4	1,4	0,1	1,0	0,6	0,7	0,5	0,2	0,3	0,3	0,2	5,0	3,0	1,4	
FBCF totale	595,1	0,8	2,1	- 0,2	0	0,4	2,7	0,9	0,7	0,4	1,0	0,6	0,6	3,0	3,5	3,2	
<i>dont</i> : sociétés	309,4	2,2	2,6	0,4	- 1,5	0,7	3,3	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	4,3	3,3	3,3	
ménages	174,4	- 1,1	- 0,2	- 2,5	2,3	0,5	1,2	0	0,5	0,7	0,7	0,5	0,5	- 2,0	1,9	2,3	
Exportations	698,0	- 1,7	0,5	1,0	- 1,6	- 0,7	1,0	1,2	1,0	0,4	0,4	0,6	0,3	- 0,7	0,3	2,6	
Variation des stocks en milliards de francs	0,2	- 4,8	8,2	8,7	5,5	6,0	7,0	4,0	4,0	4,0	4,0	3,0	4,0	17,6	21,0	15,0	

< estimation ><

prévision

>

21. Prix de détail et taux de salaire horaire

En pour-cent

	Taux de croissance trimestriels												Années		
	1986				1987				1988				1986	1987	1988
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Glissement des prix	0,1	0,9	0,6	0,5	1,2	0,9	0,5	0,6	0,7	0,6	0,8	0,9	2,1	3,3	3,1
Glissement du taux de salaire horaire	0,9	0,1	0,7	0,6	1,0	0,8	0,8	0,8	0,7	1,0	0,8	0,8	3,3	3,5	3,3
Moyenne des prix	0,1	0,7	0,6	0,7	1,2	0,9	0,6	0,5	0,8	0,6	0,8	0,9	2,7	3,3	2,8
Moyenne du taux de salaire horaire	1,0	1,0	0,9	0,7	0,8	0,9	0,8	0,8	0,7	0,9	0,9	0,8	4,0	3,3	3,3

<

prévision

>

22. Emploi, production, productivité

En pour-cent

	Taux de croissance trimestriels												Moyennes annuelles		
	1986				1987				1988				1986	1987	1988
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Effectifs industriels	- 0,5	- 0,4	- 0,5	- 0,7	- 0,6	- 0,5	- 0,5	- 0,5	- 0,5	- 0,5	- 0,5	- 0,5	- 2,2	- 2,2	- 2,0
Production industrielle	- 1,6	2,4	0,6	- 1,7	- 1,0	2,0	0,8	1,0	- 0,5	+ 0,5	0,5	0	0,6	0,8	1,7
Productivité industrielle	- 1,1	2,8	1,1	- 1,1	- 0,4	2,5	1,3	1,5	0	1	1,0	0,5	2,9	2,9	3,8

< prévision >

23. Eléments du compte des ménages

Pouvoir d'achat ⁽¹⁾

	Taux de croissance trimestriels												Moyennes annuelles		
	1986				1987				1988				1986	1987	1988
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
● des salaires nets ⁽²⁾	1,3	- 0,3	- 0,4	- 0,4	- 1,0	0,5	- 0,4	0,5	- 0,2	0,4	- 0,7	- 0,2	1,0	- 1,3	- 0,1
● des prestations sociales	2,2	1,5	0	0,5	- 0,2	0,1	1,4	0,5	0,3	0,3	1,3	0,1	4,0	1,6	2,3
● du revenu disponible brut	2,0	0	0	0,5	- 0,9	1,3	0,6	1,1	- 0,3	1,1	0,2	0,2	3,6	1,1	2,0
Taux d'épargne	14,9	14,0	13,3	13,9	12,6	14,0	13,6	13,7	13,0	13,7	13,2	13,2	14,0	13,5	13,2

< prévision >

(1) Indice de prix des 296 postes.

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

24. Taux de change

	1986				1987				1988				Moyennes		
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1986	1987	1988
Dollar-franc	7,21	7,15	6,78	6,57	6,12	6,02	6,12	5,80	5,66	5,75	5,95	5,95	6,93	6,02	5,83

<

prévision

>

En pour-cent

25. Taux d'intérêt

	1986				1987				1988				Moyennes		
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1986	1987	1988
A court terme ⁽¹⁾	8,7	7,7	7,1	7,5	8,4	8,0	7,5	8,0	8,5	8,3	7,5	7,0	7,7	8,0	7,8
A long terme ⁽²⁾	10,1	8,6	8,4	9,5	9,6	9,9	10,5	10,5	10,5	10,5	9,5	9,0	9,1	10,1	9,9

<

prévision

>

(1) Marché monétaire, jour le jour.

(2) Taux de rendement des emprunts publics.