

Le contre-choc pétrolier et la baisse du dollar : quelles marges de manœuvre pour la politique économique ?

Pierre-Alain Muet,

Directeur du département d'économétrie de l'OFCE

Alain Fonteneau,

Responsable des prévisions au département d'économétrie de l'OFCE

Françoise Milewski,

*Responsable des études sur la conjoncture française
au département des diagnostics de l'OFCE*

La nouvelle législature s'ouvre dans un contexte international très différent de celui qu'affrontèrent les gouvernements précédents. Le contre-choc pétrolier, accentué par la baisse du cours du dollar, améliorera simultanément les quatre coins du carré magique de la politique économique : la désinflation va s'accélérer, le déficit extérieur faire place à un excédent important, la reprise économique s'accroître et le déficit public se réduire.

Quelles marges de manœuvre vont en résulter pour la politique économique ? Après avoir examiné les conséquences macroéconomiques de la baisse du prix du pétrole et du cours du dollar, l'article présente trois scénarios à moyen terme (1990) intégrant ces deux faits.

Le premier scénario accorde une priorité au désendettement et à la réduction du déficit public, mais il ne conduit qu'à stabiliser le chômage à partir de 1988.

Le deuxième (relance isolée) utilise le desserrement de la contrainte extérieure résultant du contre-choc pétrolier en l'accompagnant par une relance de l'économie française reposant principalement sur la réduction des prélèvements obligatoires. La croissance est plus élevée et le taux de chômage repasse sous la barre des 10 % en 1990, mais le déficit public reste important (3 % du PIB en 1987 et 1988).

Le troisième scénario suppose que les pays européens et le Japon mettent à profit la nouvelle donne économique mondiale pour procéder à une relance coordonnée de leur économie par une baisse de la fiscalité et des taux d'intérêt. Il en résulte une croissance soutenue (3,7 % en moyenne de 1988 à 1990 pour l'économie française) dans un contexte de réduction de

l'endettement et des déficits publics. Des trois scénarios examinés celui de relance concertée est le seul qui dessine les conditions d'une véritable sortie de crise à l'horizon 1990. Il faudrait néanmoins du temps pour résorber le chômage engendré par douze années de faible croissance.

Dans l'hypothèse où le prix du pétrole augmenterait à nouveau une relance isolée, telle que décrite dans le scénario 2, buterait inexorablement sur la contrainte extérieure, d'autant que les mesures de réduction des prélèvements obligatoires traçaient une trajectoire difficile à corriger rapidement.

Le contexte international dans lequel s'ouvre la présente législature est radicalement différent de ce qu'a connu celle qui s'achève. La chute du prix du pétrole au cours des derniers mois, accentuée par la baisse du cours du dollar depuis le second trimestre de l'année 1985, exercera en 1986 un véritable « contre-choc pétrolier » desserrant fortement les contraintes de la politique économique.

L'économie française paraît relativement bien placée pour en tirer parti. L'assainissement opéré par la politique économique suivie depuis mars 1983 a réduit fortement l'inflation, alors même que le dollar, montant encore, allait à l'encontre du processus de désinflation français. D'où la spectaculaire désinflation observée depuis le retournement à la baisse du dollar. La désindexation permit non seulement de réussir une désinflation moins coûteuse en termes d'emploi que les politiques de rigueur traditionnelles, mais aussi d'effacer en moins de trois ans la forte dégradation des profits engendrée par les deux chocs pétroliers ⁽¹⁾.

A l'aube du « contre-choc pétrolier » le principal problème de l'économie française — et plus généralement des économies européennes — était la faiblesse des perspectives de croissance. Elles restaient insuffisantes pour envisager une réduction effective du chômage. L'écart entre la faible croissance de l'économie et le niveau élevé des taux d'intérêt réels devenait le principal obstacle à une reprise de l'investissement et à une résorption du déficit public et de l'endettement.

Quelles marges de manœuvre vont résulter de l'évolution récente de l'environnement international ? Pour répondre à la question nous rappellerons tout d'abord rapidement les scénarios prévisionnels antérieurs au « contre-choc » pétrolier. Nous analyserons ensuite à l'aide du modèle OFCE-annuel les conséquences de la baisse du prix du pétrole et du cours du dollar. Puis nous présenterons trois scénarios à moyen terme intégrant ces deux faits.

(1) Voir l'analyse développée dans la Lettre de l'OFCE n° 25 de mai 1985.

Les projections à moyen terme réalisées avant le contre-choc pétrolier

Jusqu'à une date récente les projections macroéconomiques à moyen terme (Sénat, BIPE-INSEE, OFCE) reposaient principalement sur les hypothèses suivantes concernant l'évolution de l'économie mondiale :

— la croissance de nos principaux partenaires, après une année 1986 médiocre à cause des mesures prises par les Etats-Unis pour limiter leur déficit public, allait, pensait-on, ne s'accroître que progressivement, pour atteindre 3 à 3,5 % à partir de 1988-1989 ;

— cette « sortie de crise en douceur » se serait effectuée sans reprise de l'inflation (environ 4 % en moyenne par an), le prix du pétrole et des matières premières croissant très modérément à partir de 1986-1987 ;

— les taux d'intérêt réels auraient diminué lentement et le dollar se serait déprécié régulièrement par rapport au mark, pour atteindre environ 2,3 DM en 1990 ; simultanément on supposait une réévaluation progressive du mark au sein du SME, corrigeant la différence d'inflation de l'Allemagne et de ses principaux partenaires.

Dans ce contexte les marges de manœuvre de la politique économique française restaient limitées par le poids de l'endettement extérieur et public. La politique salariale devait rester relativement restrictive pour ne pas compromettre la désinflation et le rétablissement du profit des entreprises. Le freinage des dépenses publiques devait être poursuivi, afin de contenir la croissance du taux de prélèvements obligatoires et réduire le besoin de financement des administrations.

Le tableau 1 montre que, selon ces hypothèses, l'économie française devait connaître une croissance du PIB marchand et de la consommation des ménages d'environ 2 % en 1986-1988 et 3 % ensuite, l'écart négatif de croissance entre la France et l'étranger disparaissant à partir de 1986-1987.

Le taux d'inflation restait compris entre 4 % et 5,5 % en 1986-1987 et atteignait 6 % ensuite dans les projections réalisées à l'aide du modèle DMS (INSEE-BIPE et Sénat), en raison de « tensions croissantes sur les capacités de production ».

La confirmation au cours de l'année 1985 d'une diminution plus rapide que prévue de l'écart d'inflation entre la France et ses principaux partenaires rendait moins probable les réajustements monétaires retenus dans les prévisions à moyen terme publiées au cours de l'année 1985 (Sénat, BIPE-INSEE) et rendait plausible une inflation française égale à la moyenne de celle de ses principaux partenaires (projections OFCE). Mais elle ne modifiait pas les autres caractéristiques des prévisions, à savoir une croissance française modérée, contrainte par la faiblesse de la croissance mondiale.

1. Les projections à moyen terme
réalisées avant le « contre-choc pétrolier »

| | BIPE INSEE ⁽¹⁾ | | Sénat ⁽²⁾ | | | | OFCE ⁽³⁾ | |
|---|------------------------------|---------------------|---------------------------|---------------|---------------------------|---------------|---------------------|------------------|
| | | | Scénario 1 ^(a) | | Scénario 2 ^(b) | | | |
| | 1986- 1988 | 1988- 1990 | 1986- 1987 | 1988- 1989 | 1986- 1988 | 1988- 1990 | 1986- 1987 | 1988- 1990 |
| Etranger : | | | | | | | | |
| <i>Variations annuelles en %</i> | | | | | | | | |
| PIB étranger | 2,3 | 3,2 | 2,3 | 3,7 | 1,7 | 2,3 | 2,3 | 2,3 |
| Demande mondiale | nd | nd | 4,4 | 6,9 | 3,5 | 5,1 | 4,8 | 4,5 |
| Prix du baril de pétrole en dollar | 7,1 | 7,2 | nd | nd | nd | nd | 0 | 0 |
| Prix étrangers | 4,4 | 4,2 | nd | nd | nd | nd | 3,8 | 3,8 |
| Cours du dollar en franc | 8,7 | 8,5 | 8,7 | 8,5 | 8,7 | 8,5 | 8,25 | 8,0 |
| France : | | | | | | | | |
| <i>Variations annuelles en %</i> | | | | | | | | |
| PIB | 2,6 | 3,2 | 2,0 | 3,0 | 1,7 | 2,2 | 1,7 | 2,9 |
| Consommation des ménages | 2,4 | 3,0 | 2,2 | 3,1 | 2,0 | 2,6 | 1,5 | 2,6 |
| Investissement des entreprises | 5,7 | 7,4 | 3,3 | 6,0 | 1,9 | 4,2 | 2,9 | 5,0 |
| Prix du PIB | 4,5 | 6,2 | 5,7 | 7,3 | 5,0 | 4,3 | 3,5 | 4,0 |
| Pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages | 2,7 | 3,4 | 2,3 | 3,5 | 2,0 | 2,4 | 1,4 | 2,4 |
| <i>Variations en milliers par an</i> | | | | | | | | |
| Emploi total | - 63 | 0 | - 119 | - 14 | - 43 | - 83 | - 115 | + 20 |
| Chômage au sens du BIT | 11,8 ^(c) | 12,1 ^(c) | + 120 | + 70 | + 135 | + 110 | + 135 | + 29 |
| <i>Capacité (+) ou besoin (-) de finance- ment de la nation en % du PIB</i> | 0,5 ^(d) | 0,4 ^(d) | 0,2 | 0,2 | + 0,2 | 0,05 | 0,05 ^(e) | 0 ^(e) |

(1) Voir « Prévisions économiques à l'horizon 1990 (projections de l'INSEE d'après les hypothèses du BIPE) », *Collection de l'INSEE, Premiers résultats* n° 42, juillet 1985.

(2) *Rapport d'Information du Sénat*, n° 75, annexe au procès verbal de la séance du 7 novembre 1985.

(3) Projection tendancielle établie en août 1985 (non publiée).

(a) Environnement international de « Sortie de crise » à l'horizon 1990.

(b) Environnement international de « Stagnation prolongée ».

(c) Taux de chômage.

(d) Balance des paiements courants.

(e) Solde des biens et services.

Ce sont ces prévisions qui servaient de référence à l'élaboration des politiques économiques, notamment du budget de 1986 ou des programmes de l'opposition, dans la mesure du moins où ils tenaient comptes des contraintes macroéconomiques ⁽²⁾.

Ces hypothèses sont aujourd'hui périmées du fait de la baisse récente du prix du pétrole et des cours atteints par le dollar.

(2) Pour l'analyse du budget de 1986 on se reportera à l'article publié dans la Lettre de l'OFCE n° 28 d'octobre 1985. Pour le chiffrage des programmes de l'opposition voir l'article « Vers un moindre poids de l'Etat : une évaluation chiffrée des projets de l'opposition » paru dans la Revue de l'OFCE n° 14 de janvier 1986.

Les conséquences de la baisse du prix du pétrole et du cours du dollar

L'un et l'autre événement ont des effets favorables sur l'économie française, résultant notamment de la désinflation importée et de l'accroissement du pouvoir d'achat du revenu induit par l'amélioration des termes de l'échange. Mais, tandis que la baisse du prix du pétrole s'accompagne d'une amélioration de l'environnement international, les effets bénéfiques à court terme de la baisse du dollar sont partiellement compensés à terme par les pertes de compétitivité de la France et des pays européens vis-à-vis des Etats-Unis et des pays dont les monnaies sont rattachées au dollar.

Dans les deux cas le chiffrage des effets économiques est rendu délicat parce que d'une part ils ne concernent pas seulement l'économie française, et que d'autre part ils dépendent de façon cruciale des mécanismes d'indexation des salaires, lesquels ont été profondément modifiés ces dernières années.

Le partage désinflation-relance dépend de l'indexation des revenus sur les prix

La plus ou moins grande rigidité des prix et des salaires joue un rôle considérable dans le partage entre l'effet de relance et l'effet désinflationniste d'une baisse du prix du pétrole ou, plus généralement, d'une amélioration des termes de l'échange. On peut le comprendre en examinant les deux cas extrêmes que considère la théorie économique. Si les prix et les salaires étaient parfaitement flexibles, à la hausse et à la baisse, et l'économie au plein emploi (hypothèses de la théorie néoclassique) et si, de plus, l'offre de monnaie s'ajustait sans problème à la demande de façon à maintenir constant le taux d'intérêt, le seul effet de la baisse du prix du pétrole serait une baisse générale de tous les prix égale à la diminution du prix du pétrole, sans aucune incidence sur les grandeurs réelles. Si les prix et salaires étaient au contraire rigides à la baisse et l'économie en situation de sous emploi (hypothèse keynésienne), la baisse du prix du pétrole aurait un effet expansionniste maximum, sans autre incidence sur les prix que la répercussion mécanique de la baisse du prix du pétrole sur le prix de la demande intérieure⁽³⁾. L'effet de relance serait maximum, puisque la baisse du prix de la demande intérieure serait intégralement répercutée en hausse du pouvoir d'achat du revenu (le revenu nominal ne diminuant pas).

La réalité, telle que du moins les modèles économétriques la décrivent, est intermédiaire entre ces deux situations, de sorte que le partage entre l'effet expansionniste et l'effet désinflationniste dépend notamment de l'indexation des revenus sur les prix. Si les salaires

(3) Il s'agit du prix moyen de la consommation et de l'investissement. Ce prix dépend du prix du PIB et du prix des importations.

ajustent lentement aux prix, la désinflation sera modérée et la relance importante ; si au contraire l'indexation est rapide, la désinflation sera forte et l'effet de relance faible.

L'analyse quantitative réalisée ci-après à l'aide du modèle OFCE-annuel retient, comme il est d'usage, les mécanismes d'indexation estimés sur la période précédant la désindexation où, en outre, l'inflation était forte. Si les salaires s'ajustaient plus lentement à la baisse que ne le décrit le modèle, la désinflation pourrait donc être plus faible et, naturellement, l'effet expansionniste plus élevé.

La baisse du prix du pétrole

Ces précautions liminaires rappelées, on examinera les conséquences d'une baisse de 40 % du prix du pétrole (16,7 dollars en 1986, contre 27,8 au second semestre 1985), sans tenir compte, dans un premier temps, de ses répercussions sur les autres pays. On intégrera ensuite les effets induits sur l'économie mondiale en s'appuyant sur les simulations réalisées par la Direction de la prévision à l'aide du modèle ATLAS. La baisse considérée ne concerne que le prix du pétrole et non celui de l'ensemble des produits énergétiques importés. Compte tenu de la part du pétrole dans la facture énergétique extérieure de la France, l'allègement du prix à l'importation de l'ensemble de l'énergie n'est que de 30 % environ.

A environnement international inchangé, l'effet d'une réduction de 40 % du prix du pétrole a les conséquences suivantes (tableau 2), mesurées en écart par rapport à la situation qui aurait prévalu en l'absence de baisse :

— la hausse annuelle des prix à la consommation se réduit de 2,2 points en 1986, 0,5 point en 1987 ;

— le solde commercial s'améliore de 39 milliards de francs en 1986, mais de 31 seulement en 1987, l'allègement initial de la facture énergétique étant réduit par l'accroissement du volume des importations, induit par le supplément d'activité ;

— la croissance du PIB augmente de 0,3 point en 1986, 0,4 en 1987 (soit une augmentation du niveau du PIB de 0,7 point en 1987). Cette hausse résulte notamment de l'accroissement du pouvoir d'achat du revenu des ménages, qui relance leur consommation, et du supplément d'investissement induit par l'augmentation de la demande intérieure et l'amélioration des profits ; l'emploi augmente en conséquence de 65 000 personnes à l'horizon 1987 ;

— l'accroissement des recettes fiscales réduit de 14 milliards de francs le déficit des finances publiques en 1987. Le supplément de croissance a pour effet de réduire le taux des prélèvements obligatoires de 0,2 point.

Les modifications de l'environnement international, évaluées à partir des simulations réalisées par la Direction de la prévision à l'aide du modèle multinational ATLAS, sont les suivantes :

— le transfert du revenu des pays exportateurs de pétrole vers les pays importateurs (environ 1,2 % du PIB de l'OCDE) stimulerait les importations des pays industrialisés de 4 % au bout de deux ans, si l'on suppose les taux de change et les politiques budgétaires inchangés ;

— les importations des PVD non OPEP augmenteraient également de 4 %, alors que celles de l'OPEP chuteraient de 10 % ;

— au total la demande mondiale en produits manufacturés adressée à la France serait plus élevée de 1,2 % la première année et 1,6 % la seconde.

2. Effets d'une baisse de 40 % en francs du prix du pétrole ⁽¹⁾ sur l'économie française

Ecarts en niveau par rapport à la référence

| | Hors effets induits sur les autres économies | | Y compris effets induits sur les autres économies | |
|--|--|--------|---|--------|
| | 1986 | 1987 | 1986 | 1987 |
| <i>Hypothèses sur l'environnement international</i> ⁽²⁾ | | | | |
| PIB en volume de l'OCDE (%) | — | — | 1,2 | 2,0 |
| Demande mondiale adressée à la France (%) | — | — | 1,2 | 1,6 |
| Prix à la consommation des pays de l'OCDE (%) | — | — | - 2,0 | - 3,2 |
| <i>Impact sur la France</i> ⁽³⁾ | | | | |
| PIB en volume (%) | 0,3 | 0,7 | 0,6 | 1,1 |
| Importations en volume (%) | 0,9 | 1,4 | 1,8 | 2,6 |
| Consommation des ménages en volume (%) | 0,6 | 0,7 | 0,7 | 0,9 |
| Investissement des entreprises en volume (%) | 1,4 | 1,8 | 2,0 | 2,7 |
| Exportations en volume (%) | - 0,1 | 0,2 | 1,1 | 2,0 |
| Prix de détail (%) | - 2,2 | - 2,6 | - 2,2 | - 2,8 |
| Prix de la production industrielle (%) ... | - 1,0 | - 1,0 | - 1,0 | - 0,7 |
| Emploi (milliers) | 23 | 65 | 50 | 115 |
| Solde commercial (milliards) | 39 | 31 | 47 | 46 |
| Capacité de financement des administrations (milliards) | 0 | 14 | 1,0 | 22 |
| Taux de prélèvements obligatoires (en points de PIB) | - 0,24 | - 0,24 | - 0,31 | - 0,29 |

(1) Les prix des autres matières premières énergétiques est supposé inchangé, de ce fait le prix de l'énergie importée ne baisse que de 30 %.

(2) Source : Simulation du modèle ATLAS de la Direction de la prévision.

(3) Source : Simulation du modèle OFCE-annuel.

Les chiffres du tableau sont des écarts entre le niveau des agrégats dans le compte de « variante » et le niveau de ces mêmes agrégats dans le compte de « référence ». Ces écarts permettent d'apprécier l'effet, l'année *n*, d'une baisse du pétrole ou du dollar. Pour obtenir l'effet sur le taux de croissance en 1987, il suffit de faire la différence entre le chiffre de 1987 et celui de 1986 par exemple : en 1987, la baisse du prix du pétrole (y compris effets induits) stimule le taux de croissance du PIB de 0,6 % en 1986 et 0,5 % (1,1 % - 0,6 %) en 1987, le taux de croissance de la consommation de 0,7 % en 1986 et 0,2 % (0,9 % - 0,7 %) en 1987. La hausse des prix à la consommation est au contraire réduite de 2,2 % en 1986 et 0,6 % (2,8 % - 2,2 %) en 1987.

La hausse des prix à la consommation dans les pays de l'OCDE serait réduite de 2 % en 1986 et 1,2 % en 1987. Pour apprécier l'évolution de la compétitivité industrielle il faudrait également connaître l'impact sur les prix de production de nos concurrents. Ne disposant pas de cette information, nous avons supposé que l'impact serait, en moyenne, similaire à celui constaté sur les prix de production de l'industrie en France.

Si l'on introduit ces nouvelles hypothèses sur l'environnement international dans la simulation, l'impact global de la baisse du prix du pétrole sur l'économie française est le suivant (tableau 2) :

- Réduction de l'inflation de 2,2 points en 1986 et 0,6 point en 1987.
- Hausse du niveau du PIB de 0,6 % en 1986 et 1,1 % en 1987. Le supplément de croissance pour 1986 est donc le double de celui qu'on obtenait à croissance mondiale inchangée. Ceci résulte de la hausse des exportations induites par l'accroissement de la demande mondiale, qui est toutefois en partie compensée par le fait que le ralentissement de l'inflation étrangère est également pris en compte.
- L'accélération de la croissance permet de créer 115 000 emplois à l'horizon 1987, de réduire le déficit des administrations de 22 milliards tout en abaissant le taux de prélèvements obligatoires de 0,3 point.

La baisse du cours du dollar

Les effets des variations du cours du dollar sur l'économie française et sur celle de nos principaux partenaires commerciaux ont fait l'objet de nombreux travaux ces dernières années. Aux conséquences favorables de l'allègement du prix des importations de matières premières et d'énergie en monnaie nationale, s'oppose l'impact défavorable des pertes de compétitivité à l'égard des Etats-Unis et des autres pays à monnaie rattachée au dollar. Les simulations des principaux modèles français montrent que ces deux effets se compensent pratiquement sur la production, mais que les pertes de compétitivité n'annulent pas les effets bénéfiques de l'amélioration des termes de l'échange sur le solde extérieur, de sorte que l'effet global est une amélioration du solde extérieur de la France.

Des exercices similaires réalisés avec les modèles multinationaux montrent que, dans l'ensemble des pays de la CEE, l'effet d'une baisse du cours du dollar est légèrement dépressif et que l'amélioration du solde extérieur due aux termes de l'échange fait place dès la deuxième année à une détérioration, ce qui traduit la plus grande sensibilité de nos partenaires à la compétitivité vis-à-vis des Etats-Unis.

La simulation des conséquences sur l'économie française d'une baisse de 9 à 7 francs du cours du dollar, présentée dans le tableau 3, tient compte de la désinflation induite chez nos principaux partenaires et de la réduction de la demande étrangère adressée à la France en résultant. De ce fait l'impact favorable est plus faible que celui qui résulterait des seuls effets directs de la baisse du cours du dollar.

3. Impact sur l'économie française d'une baisse de 9 F à 7 F du cours du dollar (*)

Ecart en niveau par rapport à la référence

| | 1986 | 1987 | 1988 |
|---|-------|-------|-------|
| <i>Hypothèses sur l'environnement international</i> | | | |
| Cours du dollar (en francs) | - 2 | - 2 | - 2 |
| Demande mondiale adressée à la France (%) | - 0,5 | - 0,9 | - 1,2 |
| <i>Impact sur la France</i> | | | |
| PIB en volume (%) | - 0,2 | - 0,4 | - 0,4 |
| Importations en volume (%) | 0,1 | - 0,2 | - 0,8 |
| Consommation des ménages en volume (%) | 0,5 | 0,4 | 0,4 |
| Investissement des entreprises en volume (%) ... | 0,2 | - 0,3 | - 0,5 |
| Exportations en volume (%) | - 1,4 | - 2,1 | - 2,7 |
| Prix de détail (%) | - 2,4 | - 3,4 | - 4,4 |
| Prix de la production industrielle (%) | - 1,6 | - 2,7 | - 3,8 |
| Revenu disponible réel des ménages (%) | 0,9 | 0,4 | 0,5 |
| Emploi (milliers) | - 19 | - 46 | - 49 |
| Solde commercial (milliards) | 30 | 17 | 11 |
| Capacité de financement des administrations (milliards) | - 6 | - 4 | - 3 |

(*) Pour la lecture de ce tableau, voir note du tableau 2.

Le volume des exportations diminue à cause de la réduction de la demande étrangère et des pertes de compétitivité. Il en résulte une réduction modérée du PIB, malgré la reprise de la consommation, stimulée par les gains de pouvoir d'achat du revenu des ménages.

La hausse des prix à la consommation se ralentit de 2,4 points en 1986 et de 1 point en 1987. Cet effet se répercute progressivement sur le prix du PIB qui ne diminue cependant que de 1 point par an.

Le solde des biens et services s'améliore de 30 milliards de francs en 1986, mais l'excédent se réduit progressivement du fait des pertes de compétitivité : 17 milliards en 1987, 11 milliards en 1988.

Quelles marges de manœuvre à moyen terme ?

Pour apprécier les marges de manœuvre laissées à la politique économique par le contre-choc pétrolier et la baisse du dollar, nous élaborerons un premier scénario à moyen terme intégrant ces deux phénomènes, mais en supposant que les grandes orientations de la politique économique ne sont pas modifiées. La même hypothèse est retenue pour les réactions de nos principaux partenaires. Il en résulte

naturellement un fort excédent de la balance courante des pays importateurs de pétrole, ce qui les amène à se désendetter. Nous appellerons donc par la suite ce scénario « scénario de désendettement ».

Avant d'examiner les résultats relatifs à l'économie française, précisons tout d'abord les hypothèses concernant l'environnement international.

En matière de croissance étrangère l'effet légèrement dépressif de la baisse du dollar sur l'économie européenne est, comme on l'a indiqué précédemment, plus que compensé au cours de l'année 1986 par l'effet expansionniste de la baisse du prix du pétrole, de sorte que la croissance étrangère est plus élevée que dans les précédentes prévisions à court ou à moyen terme (2,5 % contre 2,0 %). Pour les prochaines années la stratégie de désendettement extérieur et public retenue dans ce scénario 1 conduit à ne retenir qu'une légère accélération de la croissance, due principalement à la baisse des taux d'intérêt.

Dans ce contexte de désendettement généralisé — sauf pour certains pays exportateurs de pétrole qui doivent au contraire s'endetter — la croissance de la demande mondiale de produits manufacturés adressée à la France reste relativement modérée : 3,5 % en 1986 et 5 % par an ensuite (tableau 4).

4. Principales hypothèses relatives à l'environnement international

| | 1985 | 1986 | 1987 | 1988-1990 |
|--|-------|--------|-------|-----------|
| <i>Croissance en volume (variation en %)</i> | | | | |
| PIB de nos principaux partenaires (*) ... | 2,2 | 2,5 | 2,5 | 2,7 |
| Demande mondiale de produits manufacturés adressée à la France (*) | 2,5 | 3,5 | 5,0 | 5,0 |
| <i>Prix (variation en %)</i> | | | | |
| Prix du PIB étranger pondéré | 4,0 | 3,5 | 3,5 | 3,6 |
| Prix à l'exportation de nos concurrents pondéré | 4,2 | 0,8 | 1,6 | 2,9 |
| Prix des matières premières énergétiques en francs | - 0,4 | - 36,0 | + 2,0 | + 3,0 |
| <i>Taux de change</i> | | | | |
| Franc/dollar | 9,0 | 7,1 | 7,0 | 7,0 |
| Franc/mark | 3,06 | 3,18 | 3,23 | 3,23 |

(*) Moyenne de nos principaux partenaires pondérée par leur part dans les exportations françaises (RFA, USA, Italie, Royaume-Uni, Pays-Bas, Belgique). La demande mondiale est une pondération du volume des importations de nos principaux partenaires.

Malgré une croissance plus soutenue des pays de l'OCDE, la hausse des prix de nos partenaires est réduite en 1986 en raison de l'impact désinflationniste de la chute du prix du pétrole et du cours du dollar (sauf pour les Etats-Unis, mais ceux-ci comptent pour une part relativement faible dans nos exportations). Pour les années suivantes nous

avons fait l'hypothèse que le prix des matières premières recommencerait à croître de 2 à 3 % par an et que les politiques salariales s'assoupliraient légèrement. Ces hypothèses, combinées à l'atténuation de l'effet désinflationniste du « contre-choc », entraînent une remontée modérée de l'inflation (3,5 % par an).

En matière de taux de change nous avons supposé que le dollar resterait en moyenne à 7 francs sur l'ensemble de la période. Par ailleurs nous avons fait l'hypothèse technique que le mark et le florin seraient réévalués de 5,5 % au sein du SME au cours de l'année 1986.

En France, comme nous l'avons vu précédemment, la baisse du pétrole et du dollar permet de réduire la hausse des prix à la consommation de 4,6 points en 1986 et 1,4 point en 1987. Si ces hypothèses se confirment, la hausse des prix de détail serait alors d'environ 1,5 % en 1986 à condition que la libération des prix dans les services soit progressive et s'accompagne de mesures permettant de stimuler la concurrence. Elle serait d'environ 3 % en 1987 et de 3,5 % au cours des années suivantes (tableau 5).

Le deuxième effet favorable concerne la balance commerciale ; celle-ci s'améliore — par rapport à la situation de référence (dollar à 9 francs et prix du baril de pétrole à 27,5 dollars) — de 70 milliards en 1986 et 48 milliards en 1987. Dans l'hypothèse, retenue dans ce scénario, où la politique budgétaire et salariale ne serait pas modifiée on aboutirait alors à un excédent du solde annuel des biens et services d'environ 60 milliards en 1986 et 40 milliards au cours des années 1987-1990.

Le troisième effet favorable concerne la croissance, principalement en 1986. La désinflation accélérée accroît le pouvoir d'achat du revenu des ménages, du fait des retards dans l'indexation des salaires sur les prix, ce qui stimule la consommation, qui croît de 3 % en 1986.

L'amélioration des termes de l'échange permet aussi d'accroître les résultats d'exploitation des entreprises en 1986. Ce qui, allié à la croissance plus soutenue de la demande interne et externe, stimule l'investissement dans tous les secteurs économiques. La croissance de l'investissement reste soutenue au cours des années suivantes grâce au redressement durable des profits des entreprises, à un désendettement plus rapide et à une évolution des débouchés relativement plus favorable.

La reprise de la croissance, combinée à une augmentation de la productivité comparable à celle des trois dernières années (environ 3 % par an), devrait permettre un redressement progressif de l'emploi à partir de 1986. Cette évolution, conjuguée à un effort soutenu pour combattre le chômage des jeunes (TUC, stages, prolongement de la scolarité, etc.) pourrait permettre une stabilisation du taux de chômage autour de 10,5 % sur l'ensemble de la période.

L'autre effet favorable de la reprise de la croissance à un rythme proche de 3 % par an concerne les finances publiques. Le déficit des administrations serait de 2,6 % du PIB en 1986 et se réduirait continuellement par la suite pour atteindre 0,8 % en 1990. Cette évolution serait

**5. Principaux résultats relatifs à l'économie française
sur la période 1985-1990**

| | 1985 (*) | 1986 | 1987 | 1988- 1990 |
|--|----------|-------|-------|---------------|
| <i>Equilibre des biens et services (en volume) (variations annuelles en %)</i> | | | | |
| PIB total | 1,1 | 2,6 | 2,4 | 2,7 |
| dont PIB marchand | 1,3 | 2,9 | 2,4 | 2,9 |
| Importations | 4,7 | 5,0 | 6,4 | 6,1 |
| Consommation finale des ménages | 2,1 | 2,9 | 2,6 | 2,6 |
| Consommation finale des administrations | nd | 1,3 | 2,0 | 1,3 |
| Investissement total | - 0,5 | 4,0 | 4,0 | 3,9 |
| dont : - Entreprises | 0 | 5,4 | 5,6 | 6,0 |
| - Ménages | - 4,2 | 2,8 | 1,3 | - 1,5 |
| - Administrations | 0 | 0 | 1,0 | 0,5 |
| Exportations | 2,6 | 2,9 | 4,1 | 5,5 |
| <i>Prix (variations annuelles en %)</i> | | | | |
| Prix du PIB | 6,0 | 3,5 | 2,9 | 3,5 |
| Prix de la consommation | 5,5 | 1,5 | 2,9 | 3,4 |
| Prix des importations | 1,4 | - 8,2 | 2,2 | 2,0 |
| Prix des exportations | 3,8 | 1,2 | 2,2 | 2,5 |
| <i>Pouvoir d'achat (variations annuelles en %)</i> | | | | |
| Salaire annuel net réel par tête | - 0,8 | 2,0 | 0,8 | 1,2 |
| Prestations sociales | 3,2 | 2,6 | 3,4 | 3,2 |
| Revenu disponible des ménages | 0,5 | 3,3 | 2,4 | 2,6 |
| <i>Emploi (variations annuelles en %)</i> | | | | |
| Productivité horaire du travail | | 3,1 | 2,3 | 2,7 |
| Durée du travail | - 0,3 | - 0,5 | - 0,3 | - 0,4 |
| Emploi total ⁽¹⁾ | - 0,2 | + 0,1 | + 0,2 | + 0,3 |
| Taux de chômage ⁽²⁾ | 10,2 | 10,3 | 10,5 | 10,4 (**) |
| <i>Finances publiques</i> | | | | |
| Capacité de financement des administrations (en % du PIB) | - 2,5 | - 2,6 | - 2,2 | - 1,2 |
| Taux des prélèvements obligatoires (en % du PIB) | 45,4 | 44,5 | 44,5 | 44,7 |
| <i>Solde des biens et services</i> | | | | |
| En milliards de francs courants | - 20 | 60 | 45 | 40 |
| En % du PIB | - 0,4 | 1,2 | 0,9 | 0,7 |
| <i>Taux d'intérêt</i> | | | | |
| Du marché monétaire (en points) | 9,9 | 9,0 | 8,1 | 7,4 |
| Des obligations (en points) | 11,8 | 10,0 | 9,4 | 8,6 |

(1) Non compris Travaux d'Utilité Collective.

(2) Rapport entre le nombre de chômeurs au sens du BIT et la population active employée et non-employée.

(*) Estimation basée sur les comptes nationaux trimestriels publiés en février 1986.

(**) En 1990.

compatible avec une diminution d'environ 1 point du taux de prélèvements obligatoires en 1986 et une quasi-stabilisation au cours des années suivantes.

L'endettement extérieur

Une des conséquences de l'apparition d'un excédent extérieur important est la possibilité de réduire de façon significative l'endettement extérieur de la France. Avant d'examiner ce problème, nous allons revenir sur l'évolution observée de 1981 à 1985, puis sur l'importante restructuration opérée en 1985.

L'endettement extérieur de 1981 à 1985

La forte croissance de l'endettement extérieur de la France à partir de 1981 a été le résultat d'une combinaison de facteurs (tableau 6 et graphique 1) :

— le solde commercial, déjà dégradé par le deuxième choc pétrolier, s'est encore détérioré avec l'alourdissement de la facture énergétique due à la montée du dollar et la réduction de l'excédent industriel consécutif au décalage conjoncturel de l'année 1982 ;

— le repli de la balance des paiements courants a été d'autant plus prononcé que l'excédent des invisibles s'est alors fortement réduit, en raison notamment de la charge des intérêts consécutive à la montée de l'endettement ;

— le déficit des paiements courants a été aggravé de 1981 à 1983 par l'accroissement des sorties de capitaux à long terme.

Les fluctuations des devises, principalement l'appréciation du dollar, ont largement contribué à accélérer la croissance de l'endettement extérieur à partir de 1981 (tableau 7). Ainsi le flottement des monnaies explique 48 % de l'accroissement de la dette en 1981, 27 % en 1982, 38 % en 1983, 53 % en 1984. Cette croissance, due aux cours des changes, est artificielle et peut s'inverser très rapidement, comme ce fut le cas en 1985.

Comment cependant juger de la gravité d'un endettement extérieur ? Plusieurs critères peuvent être utilisés.

Le rapport de la dette au PIB est la mesure la plus fréquemment utilisée. Elle a le mérite de relativiser par la richesse nationale les sommes empruntées et de montrer ainsi que l'endettement français est toujours resté comparable, par exemple, à celui de la Suède et du Canada. Plus que de son niveau, sa gravité provenait de sa vive croissance de 1981 à 1983.

La mise en relation avec les réserves de change a l'avantage de neutraliser partiellement les effets des variations du cours des monnaies. La dépréciation du franc dans le SME entre 1981 et 1983, puis

vis-à-vis du dollar a accru la dette exprimée en francs, mais aussi la valeur en francs des réserves en devises. A cet égard le niveau atteint à la fin de 1982 ne dépassait pas celui de la fin de 1977. A ces deux dates la dette est environ trois fois plus élevée que les avoirs en devises.

6. Balance des paiements résumée et financement de la charge de la dette

En milliards de francs

| | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 provisoire |
|--|--------|---------|---------|---------|--------|--------------------|
| Transactions courantes | - 17,6 | - 25,8 | - 79,3 | - 33,8 | - 6,6 | + 3 |
| - Balance courante hors intérêts sur dette extérieure | - 7,6 | - 9,6 | - 56,9 | + 0,7 | + 38,4 | + 55 |
| - Intérêts sur dette extérieure à long terme | - 10 | - 16 | - 22,5 | - 34,5 | - 45 | - 52 |
| Mouvements spontanés de capitaux à long terme | - 23,9 | - 54,8 | - 53,5 | - 46,7 | - 23,7 | - 19 |
| Mouvements de capitaux à court terme et ajustement | + 21,5 | - 24,3 | + 8,6 | - 5,5 | - 7,5 | + 3 |
| Remboursements des emprunts à long terme (amortissements contractuels) | - 5,0 | - 7,4 | - 14,4 | - 21,7 | - 23,1 | - 30 |
| Solde à financer (*) | - 25,0 | - 112,3 | - 139,2 | - 107,7 | - 60,9 | - 43 |
| dont : | | | | | | |
| - Endettement du secteur bancaire (*) | - 30,3 | - 42,7 | - 13,1 | - 43,1 | - 28,7 | - 18 |
| - Variation des avoirs de change (*) | + 28,2 | - 28,6 | - 33,1 | + 45,0 | + 27,0 | + 22 |
| - Emprunts bruts à moyen et long terme (*) | - 23 | - 41 | - 93 | - 109,6 | - 59,2 | - 47 |

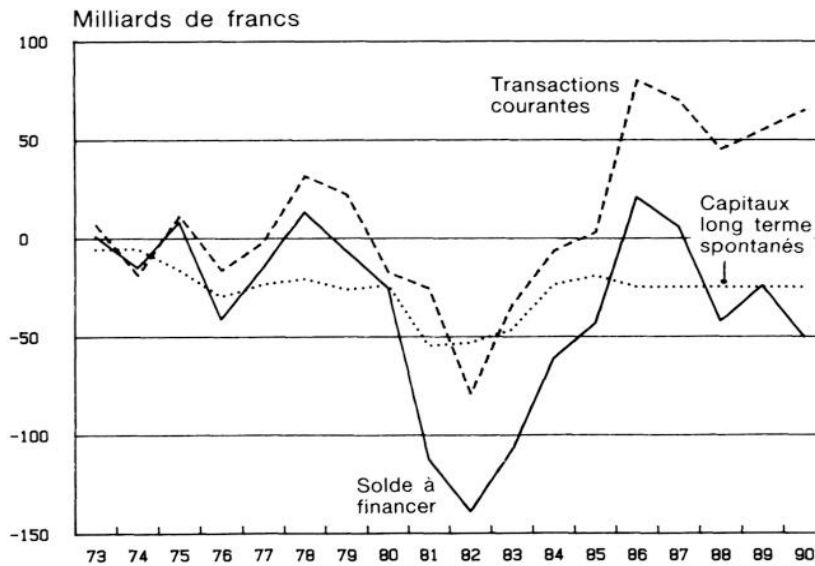
(*) Un signe négatif indique un endettement ou une diminution des avoirs.

7. Evolution de la dette extérieure à moyen et long terme

En milliards de francs

| | 1978 | 1979 | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 provisoire |
|---|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------------|
| Emprunts bruts (*) | 13,3 | 11,4 | 23,0 | 41,0 | 92,5 | 109,7 | 59,1 | 47 |
| Moins amortissements (*) | - 1,4 | - 2,4 | - 5,0 | - 7,4 | - 14,4 | - 21,7 | - 23,1 | - 30 |
| Plus influence du flottement des monnaies | - 2,9 | - 3,2 | + 11,1 | + 33,6 | + 78,1 | + 88,0 | + 36,1 | - 76,5 |
| Augmentation annuelle de la dette | 9 | 5,8 | 29,1 | 64,5 | 108 | 155,4 | 77,7 | - 59,5 |
| Endettement brut au 31 décembre | 88 | 93,8 | 122,9 | 187,4 | 295,4 | 450,8 | 528,5 | 469 |

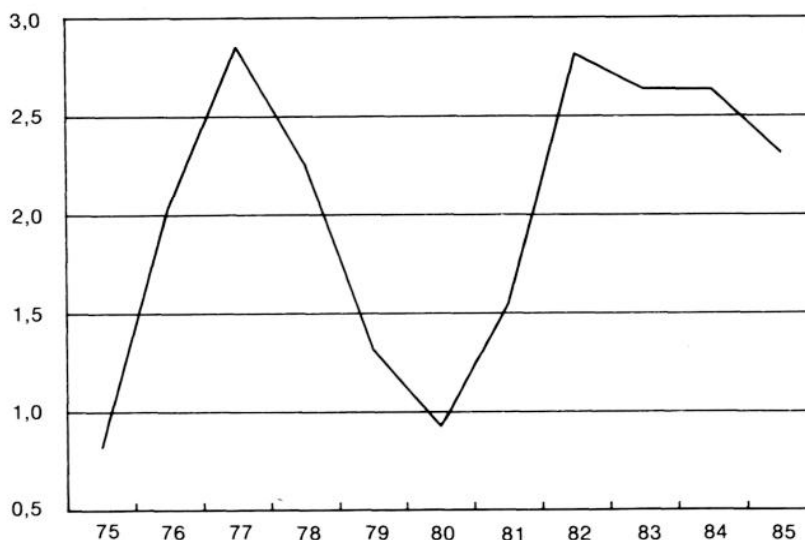
(*) Hors renégociation de la dette, c'est-à-dire emprunts destinés à des remboursements anticipés.



1. Besoin de financement extérieur

Jusqu'à la fin de 1982 le déficit de la balance courante a été couvert simultanément par une diminution des réserves de change et l'accroissement de l'endettement, d'où une forte augmentation du ratio dette/réserves.

A partir de 1983 les besoins de financements extérieurs se réduisent, mais les emprunts à long terme s'accroissent encore. Ceux de l'Etat servent à reconstituer les réserves de change et à soutenir la monnaie. Dès lors la dette à long terme continue de progresser relativement au PIB, d'autant que le dollar s'envole ; mais comparée aux réserves de devises, elle recule. Ce mouvement se poursuit et s'amplifie avec le rétablissement de la balance courante depuis le début de 1985. La baisse du dollar a réduit le montant de la dette exprimée en francs (qui s'accroît cependant encore en dollars) et a donc contracté le rapport dette/PIB, aussi brutalement que sa hausse l'avait gonflé de 1981 à 1984 ; il est aujourd'hui à son niveau de la mi-1983. Le ratio dette/réserves recule en revanche modérément : les réserves et la dette ont été réduites conjointement par les remboursements anticipés de l'Etat (graphique 2).



2. Rapport de l'endettement aux réserves de change, or exclu (au 31 décembre de chaque année)

Toutefois, pour un Etat comme pour un particulier, la contrainte qui peut résulter de son endettement n'est pas liée à son montant brut, mais aux charges annuelles qui en résultent comparées à son revenu. Or l'échéancier de la dette extérieure contractée au 31 décembre 1983 faisait apparaître une charge annuelle (intérêts + remboursements) croissante et atteignant son maximum en 1988 et 1990. Cette charge pouvait être en outre fortement accrue si l'augmentation de l'endettement, résultant notamment d'un retour trop lent à l'équilibre de la balance courante, se maintenait. Un rapport du Sénat avait illustré ces risques en construisant trois scénarios d'évolution de l'endettement et des charges annuelles qui lui étaient associées ⁽⁴⁾.

Les prévisions de charge de la dette présentées dans cet article distinguent l'échéancier associé à l'endettement de la France au 31 décembre 1984 et celui qui concerne l'endettement contracté ultérieurement. Nous allons rappeler les principales caractéristiques de cet endettement, la restructuration opérée en 1985 et les modifications qu'apporteront à cet échéancier les hypothèses retenues pour le cours du dollar et les taux d'intérêts. Puis nous présenterons l'évolution de l'endettement total associé à différents scénarios à moyen terme.

Les charges de la dette au 31 décembre 1984 et sa restructuration en 1985

Sur une base annuelle, en francs, l'endettement extérieur de la France a atteint son maximum en 1984 : il s'élevait alors à 528 milliards de francs. La charge annuelle associée à cet endettement s'établissait en moyenne au cours de la période de 1985-1990 à 54 milliards de francs d'amortissement (remboursements contractuels) et 40 milliards d'intérêt. Elle comportait deux pointes, en 1988 et surtout en 1990, où les remboursements, évalués aux taux de change de la fin de 1984, dépassaient 92 milliards de francs.

Les emprunts de la France ont été effectués non seulement alors que le dollar était élevé, mais aussi alors que les taux d'intérêt étaient les plus hauts. Depuis 1981 les taux du LIBOR ⁽⁵⁾ ont baissé d'environ 5 points. Les capitaux empruntés de 1981 à 1983 à taux fixe (environ la moitié de la dette extérieure) sont donc aujourd'hui très coûteux. En même temps que les taux baissaient, les marges convenues par rapport aux taux du LIBOR se sont réduites, si bien que même les capitaux empruntés à taux variables sont devenus trop onéreux au regard des conditions actuelles. C'est pourquoi, depuis plusieurs trimestres déjà les entreprises françaises se sont engagées dans des opérations de restructuration de leur dette, généralement en remboursant de façon anticipée leurs emprunts pour en effectuer d'autres dans de meilleures conditions. Dès 1984 près de 25 milliards de francs avaient déjà fait l'objet

(4) Sénat, 301 (1983-1984). Rapport fait au nom de la commission d'enquête chargée d'évaluer la structure et le montant de la dette extérieure de la France. Séance du 9 mai 1984.

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

de tels réaménagements. En 1985 ces opérations se sont encore développées.

L'accroissement de nos réserves de change et l'évolution du marché des capitaux ont également permis aux autorités françaises de renégocier la dette publique : les deux principaux emprunts, l'eurocrédit bancaire de 4 milliards de dollars contracté en octobre 1982 et l'emprunt de 4 milliards d'Ecus effectué par la CEE au profit de la France en juin 1983 ont été modifiés. Une partie de ces emprunts (22 % du total) a été remboursée par anticipation. Le reste a été renégocié pour toutes les parties qui pouvaient l'être, soit l'essentiel, depuis mai 1985. La préoccupation majeure a été de diminuer le coût supporté par la France sans pour autant modifier l'échéance finale des contrats initiaux.

L'emprunt effectué auprès de l'Arabie Saoudite en décembre 1982 tient une place particulière. A l'origine ni ses modalités ni son montant ne furent publics⁽⁶⁾. Désormais cet emprunt est remboursé en totalité, les bons du Trésor en devises à trois mois souscrits par la Saudi Arab Monetary Agency ayant été progressivement remboursés en 1984 et au premier semestre 1985.

L'ampleur de la renégociation de la dette publique et privée est attestée par l'écart entre les emprunts nets des remboursements et les emprunts bruts (tableau 8).

8. Emprunts et renégociation de la dette

En milliards de francs

| | Emprunts autorisés nets (1) | Remboursements | | | Tirages bruts (1) + (4) |
|-----------------------|-----------------------------|------------------|---------------|-----------------------|-------------------------|
| | | Contractuels (2) | Anticipés (3) | Total (4) = (2) + (3) | |
| 1978 | 11,90 | 1,4 | 0 | 1,4 | 13,30 |
| 1979 | 9,0 | 2,4 | 1 | 3,4 | 12,4 |
| 1980 | 18 | 5,0 | 1 | 6 | 24,0 |
| 1981 | 33,6 | 7,4 | 1 | 8,4 | 42,0 |
| 1982 | 78,1 | 14,4 | 2,7 | 17,2 | 95,2 |
| 1983 | 88,0 | 21,7 | 1,9 | 23,6 | 111,6 |
| 1984 | 36,1 | 23,1 | 25,3 | 48,4 | 84,5 |
| 1985 (estimation) ... | 17 | 30 | 95 | 125 | 142 |

Sources : Banque de France, estimations OFCE.

Probablement près de 100 milliards de francs, soit le cinquième de la dette, ont été refinancés en 1985. Ainsi les emprunts bruts sur les marchés internationaux ne peuvent plus être un indicateur de l'évolution de l'endettement ; car ils sont artificiellement gonflés des nouveaux emprunts consécutifs aux remboursements anticipés. Seuls les emprunts nets ne sont pas affectés par ces opérations financières. Inclure ces remboursements anticipés dans la charge de la dette n'aurait pas de sens.

(6) Ils n'apparaissent pas dans la dette extérieure des situations du Trésor.

L'échéancier des amortissements (remboursements contractuels) et des intérêts de la dette contractée au 31 décembre 1984 est présenté dans le tableau 9. Les lignes 1 et 3 tiennent compte des remboursements d'emprunts, mais l'évaluation est faite au taux de change et au taux d'intérêt de 1984. La baisse du dollar et des taux d'intérêt réduit de façon substantielle la charge de la dette : 6 milliards d'économie annuelle pour les amortissements, 4 milliards pour les intérêts.

9. *Echéancier des charges de la dette contractée au 31 décembre 1984*

| | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 |
|--|------|------|------|------|------|------|
| <i>Amortissements</i> <i>(remboursements contractuels)</i> | | | | | | |
| Echéancier évalué au taux de change de 1984 (*) | 44 | 33 | 39 | 63 | 54 | 92 |
| Echéancier résultant de la variation des cours du change | 45 | 30 | 35 | 57 | 48 | 83 |
| <i>Intérêts versés</i> | | | | | | |
| Echéancier évalué au taux de change et taux d'intérêt de 1984 (*) | 49 | 47 | 43 | 38 | 33 | 27 |
| Echéancier revalorisé pour tenir compte de la variation des cours du change et des taux d'intérêts | 51 | 42 | 37 | 34 | 29 | 24 |

(*) Cet échéancier tient compte des remboursements anticipés intervenus en 1985 (14 milliards de francs pour la dette de l'Etat en 1985).

Trois scénarios d'endettement à moyen terme

Dans le *scénario 1* présenté précédemment (tableau 5) l'excédent des paiements courants de la France s'élève environ à 50 milliards de francs en moyenne de 1986 à 1990. En supposant une évolution tendancielle des mouvements spontanés de capitaux à long terme et de l'endettement du secteur bancaire, ainsi qu'une stabilisation des réserves de change à leur niveau actuel, le flux brut des emprunts à moyen et long terme s'élève alors seulement à 10 milliards de francs par an. Dans cette hypothèse l'endettement extérieur de la France diminuerait considérablement passant de 469 milliards de francs en 1985 à 303 milliards en 1990 (soit 5 % du PIB). La charge de la dette (38 milliards d'intérêt, 56 milliards d'amortissement en moyenne de 1986 à 1990) serait entièrement couverte par l'excédent de la balance courante hors intérêts (88 milliards de francs).

Cela est-il réellement souhaitable ? Ne serait-il pas préférable d'utiliser les marges de manœuvre résultant du contre-choc pétrolier pour réduire le chômage ?

Pour répondre nous examinerons un *deuxième scénario*, dans lequel la politique économique est ajustée de façon à maintenir un léger excédent de la balance courante de 1986 à 1990. Dans ces conditions

10. Balance courante dans les trois scénarios

Milliards de francs

| | 1985 | Moyenne 1986-1990 | | |
|--|------|-----------------------|-----------------------|---------------------------|
| | | Désendettement (1) | Relance isolée (2) | Relance coordonnée (3) |
| Transactions courantes | + 3 | + 50 | + 10 | + 40 |
| - Balance courante hors intérêts sur dette extérieure | + 55 | + 88 | + 57 | + 80 |
| - Intérêts sur dette extérieure à long terme | - 52 | - 38 | - 47 | - 35 |
| Mouvements spontanés de capitaux à long terme | - 19 | - 25 | - 25 | - 25 |
| Mouvements de capitaux à court terme et ajustement | + 3 | 0 | 0 | 0 |
| Remboursements des emprunts à long terme (amortissements contractuels) ... | - 30 | - 56 | - 65 | - 60 |
| Solde à financer (*) | - 43 | - 30 | - 80 | - 45 |
| dont : | | | | |
| - Endettement du secteur bancaire (*) | - 18 | - 20 | - 25 | - 20 |
| - Variation des avoirs de change (*) .. | + 22 | 0 | 0 | 0 |
| - Emprunts bruts à moyen et long terme (*) | - 47 | - 10 | - 55 | - 25 |

(*) Un signe négatif indique un endettement ou une diminution des avoirs.

le montant des emprunts bruts s'élève à 55 milliards de francs par an, l'endettement augmente à nouveau, atteignant 542 milliards de francs en 1989, puis baissant à 508 milliards en 1990 (cette évolution résulte de la structure des remboursements) ; mais il n'est que de 8,2 % du PIB en 1990. Il apparaît ainsi clairement qu'un équilibre à moyen terme de la balance des paiements courants est suffisant pour que l'endettement extérieur à moyen et long terme diminue et reste à un niveau compatible avec les capacités de financement de la France. Il paraît donc plus judicieux d'utiliser les marges de manœuvre du contre-choc pétrolier pour relancer l'économie et réduire le chômage.

Si en outre les pays importateurs de pétrole pratiquent la même politique d'accompagnement du contre-choc pétrolier par une relance (*scénario 3* de relance coordonnée), le désendettement de la France se poursuivrait dès 1987 en valeur absolue, pour atteindre 374 milliards de francs en 1990 soit 5,2 % du PIB. Du fait du maintien d'un excédent de la balance courante et d'une croissance plus élevée, l'endettement de la France en 1990 dans ce scénario est, en pour-cent du PIB, du même ordre de grandeur que dans le scénario de désendettement 5 % du PIB (graphique 3). De plus, en raison de la baisse de 2 points des taux d'intérêt, qui allège d'environ 5 milliards de francs par an les intérêts versés, la charge de la dette est plus faible que dans le scénario de désendettement (tableau 11).

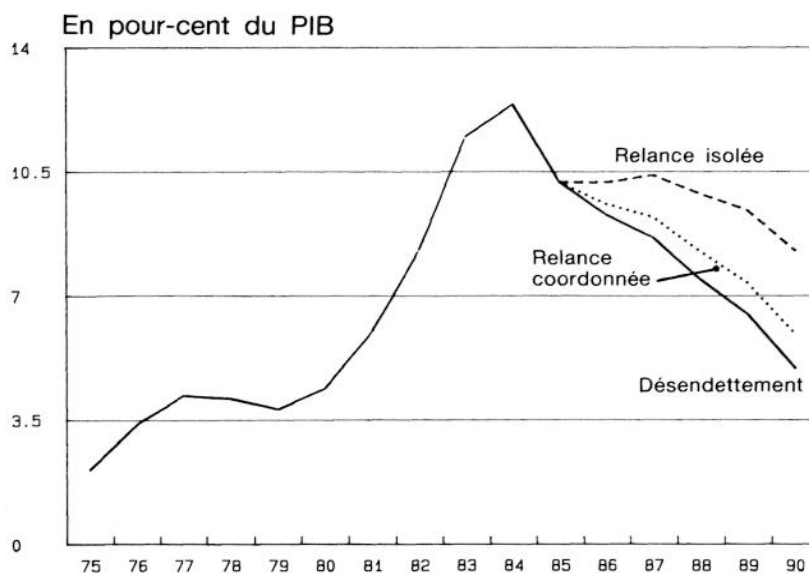
Ces simulations montrent clairement que dans l'hypothèse retenue en ces scénarios, où le contre-choc pétrolier serait durable, la politique optimale consiste à l'accompagner par une relance de l'activité économique.

11. Evolution de l'endettement et des charges de la dette dans les trois scénarios

Milliards de francs

| | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 |
|---------------------------|------|------|------|------|------|
| <i>Dettes extérieures</i> | | | | | |
| Désendettement | 453 | 444 | 407 | 376 | 307 |
| Relance isolée | 498 | 532 | 535 | 542 | 508 |
| Relance coordonnée | 468 | 473 | 450 | 431 | 374 |
| <i>Amortissements</i> | | | | | |
| Désendettement | 34 | 39 | 62 | 53 | 90 |
| Relance isolée | 34 | 44 | 71 | 68 | 108 |
| Relance coordonnée | 34 | 41 | 65 | 59 | 96 |
| <i>Intérêts</i> | | | | | |
| Désendettement | 46 | 42 | 39 | 35 | 31 |
| Relance isolée | 48 | 47 | 48 | 48 | 46 |
| Relance coordonnée | 40 | 37 | 36 | 33 | 30 |

3. Endettement extérieur de la France



Deux scénarios de relance : isolée ou coordonnée

Le scénario 1 de désendettement, présenté en détail précédemment, supposait que la politique économique mise en œuvre en France et dans les pays endettés privilégie la réduction des déficits publics et de l'endettement extérieur. En contrepartie le taux de chômage restait élevé sur toute la période de projection. Peut-on le réduire de façon substantielle par une relance isolée qui respecterait la contrainte d'une balance courante équilibrée (scénario 2) ?

Dans l'hypothèse la plus favorable, où le contre-choc pétrolier s'accompagnerait d'une politique de relance fiscale et monétaire coordonnée dans les pays européens retrouverait-on une croissance suffisante pour résorber le chômage (scénario 3) ?

Une relance de l'économie française par réduction des prélèvements fiscaux

On considère dans ce scénario 2, de relance isolée, que la politique économique française accorde une place plus importante à la lutte contre le chômage. Pour cela l'instrument utilisé sera, conformément aux déclarations de la nouvelle majorité, la réduction des prélèvements sur les entreprises et les ménages ⁽⁷⁾.

En ce qui concerne les entreprises on a retenu deux types de mesures :

— réduction de 10 milliards par an de la taxe professionnelle à partir de 1987 (par rapport au scénario de référence la réduction atteint donc 40 milliards en 1990) ;

— réduction de 2 points des cotisations sociales employeurs sous plafond à partir de 1987, soit 1,5 point sur le total des salaires versés par les entreprises.

Ces deux mesures réduisent les coûts des entreprises, ce qui accroît leurs profits d'une part et réduit la hausse des prix à la production d'autre part. La meilleure compétitivité et l'accroissement des profits permettent de stimuler les exportations et les investissements.

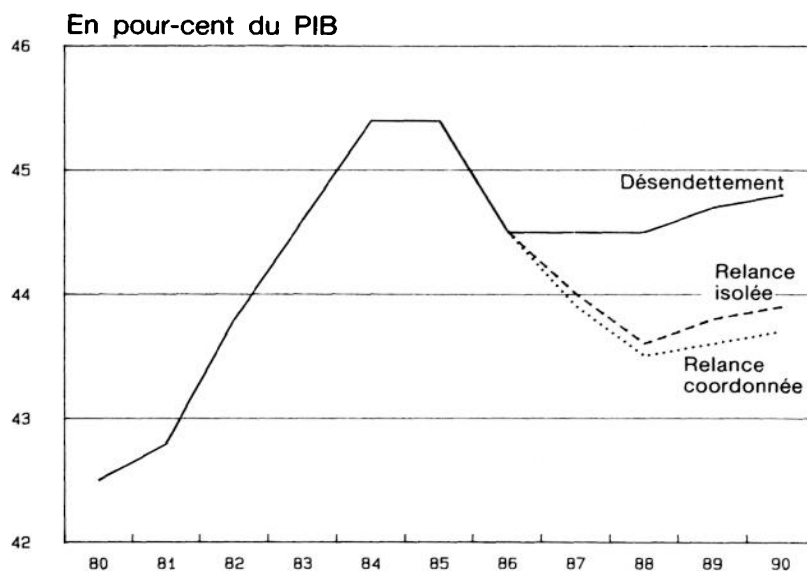
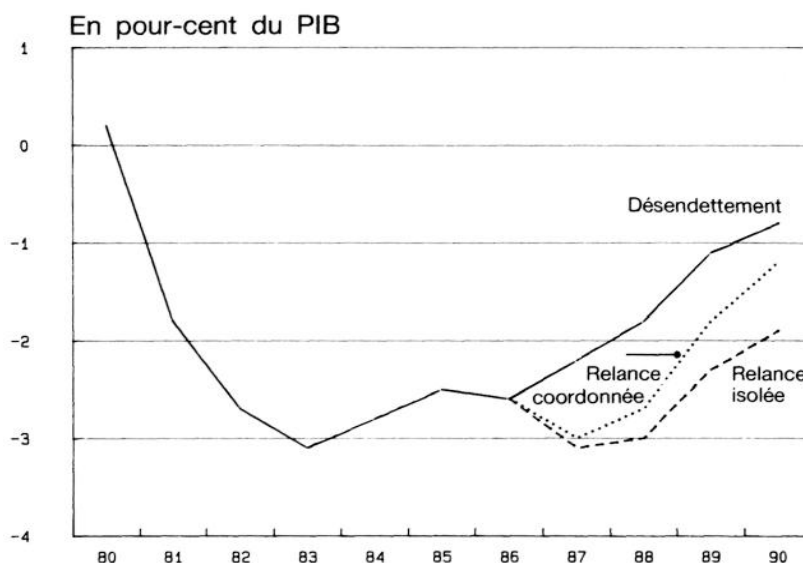
Le deuxième type de réduction des prélèvements envisagé concerne les ménages. On a supposé que l'impôt sur le revenu (y compris IGF) serait, en moyenne, réduit de 5 % en 1987, puis à nouveau de 5 % en 1988 (ce qui représente, par rapport à la situation de référence, une baisse de 11 milliards de francs courants en 1987 et 23 milliards en 1988).

(7) Compte tenu des délais de mise en place, on a supposé pour simplifier, que ces mesures deviendraient effectives à partir de 1987.

La dernière hypothèse concerne les revenus salariaux. On a admis que la réduction des cotisations sociales des employeurs serait utilisée, pour les deux tiers, à accroître les salaires directs.

Ces mesures de réduction des prélèvements ont trois conséquences principales :

- Elles accroissent sensiblement le déficit public : celui-ci dépasse 3 % du PIB en 1987 et 1988 (graphique 4). En contrepartie le taux des prélèvements obligatoires est réduit durablement de 1 point environ, ce qui le ramène donc à 43,5 % (graphique 5).



- Elles réduisent la hausse des prix à 2 % en 1987 et 3 % les années suivantes. En effet la baisse des coûts des entreprises (taxe professionnelle, cotisations sociales) n'est que partiellement compensée par la hausse supplémentaire du pouvoir d'achat des salaires (celle-ci est de 0,9 % en 1987 et 0,4 % par an ensuite).

**12. Evolution de l'économie française en 1987-1990
dans le scénario 2 de relance isolée
par réduction des prélèvements obligatoires**

| | 1987 | 1988-1990 |
|---|-------|-----------|
| <i>Equilibre des biens et services (en volume) (variantes annuelles en %)</i> | | |
| PIB total | 2,7 | 3,2 |
| Importations | 7,2 | 6,7 |
| Consommation finale des ménages | 3,2 | 3,2 |
| Investissement total | 4,3 | 4,7 |
| dont : | | |
| - Entreprises | 6,4 | 6,7 |
| Exportations | 3,9 | 5,6 |
| <i>Prix (variations annuelles en %)</i> | | |
| Prix du PIB | 2,0 | 3,0 |
| <i>Pouvoir d'achat (variations annuelles en %)</i> | | |
| Salaire annuel net réel/tête | 1,7 | 1,6 |
| Revenu disponible des ménages | 3,4 | 3,1 |
| <i>Emploi (variations annuelles en %)</i> | | |
| Emploi total ⁽¹⁾ | 0,3 | 0,6 |
| Taux de chômage | 10,4 | 9,9 (*) |
| <i>Finances publiques</i> | | |
| Capacités de financement des administrations (en % du PIB) | - 3,1 | - 2,4 |
| Taux de prélèvements obligatoires (en % du PIB) ... | 43,9 | 43,5 |
| <i>Solde des biens et services</i> | | |
| En milliards de francs courants | 3,0 | 5 |
| En % du PIB | 0,6 | 0,1 |

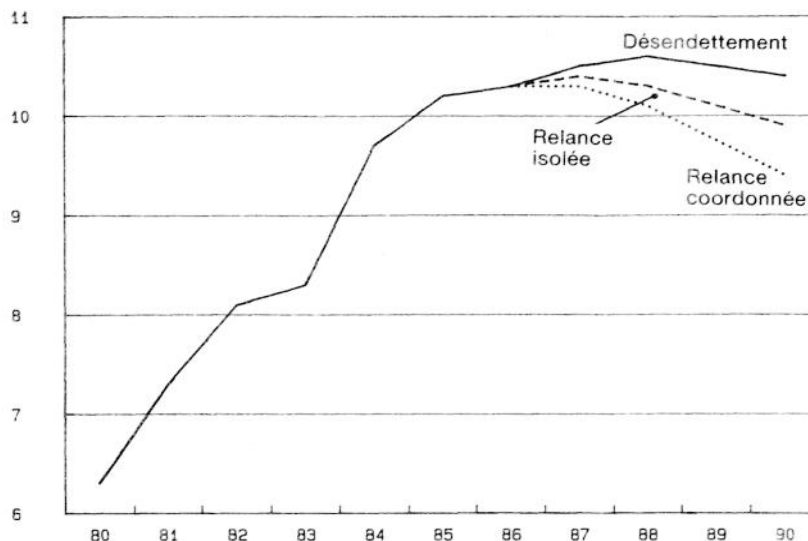
(1) Non compris Travaux d'Utilité Collective.

(*) En 1990.

• Elles permettent une croissance plus forte de l'économie : 2,7 % en 1987 et 3,2 % en moyenne au cours des années 1988-1990. Les deux éléments de la demande qui stimulent la production sont l'investissement des entreprises (+ 6,5 %) et la consommation des ménages (+ 3,2 %).

L'accélération de la croissance a deux effets. L'un est négatif, c'est l'accroissement des importations, qui annule pratiquement l'excédent extérieur de 40 milliards qui subsistait dans le scénario de désendettement. L'autre est positif, c'est la reprise plus rapide de l'emploi ; 200 000 postes de travail supplémentaires sont en effet créés entre 1987 et 1990, ce qui permet de réduire le taux de chômage de 0,9 point. En 1990 la part des chômeurs dans la population active repasse alors sous la barre des 10 % (graphique 6).

6. Taux de chômage



En résumé, on peut dire que, dans les conditions économiques internationales qui prévalent aujourd'hui, ce scénario de réduction modérée des prélèvements est jouable quant à la contrainte extérieure. Il suppose par contre un accroissement important de l'endettement de l'Etat au cours des années qui viennent, ce qui, dans un contexte de taux d'intérêt réels élevés, ne peut qu'engendrer des déficits cumulatifs.

Pour que cette contrainte sur le déficit public soit levée, il faudrait une croissance plus forte, ce qui ne peut être obtenu sans relance concertée à l'intérieur des pays de l'OCDE.

L'économie française dans un scénario de relance coordonnée

On suppose ici que les pays de l'OCDE (RFA, Japon, Italie, etc.) utilisent les marges de manœuvre supplémentaires pour pratiquer des relances budgétaires ou fiscales d'une ampleur comparable à la relance française analysée ci-dessus. En tenant compte des interdépendances entre les pays⁽⁸⁾, on aboutit à *une croissance supplémentaire de la demande adressée à la France d'environ 2 % par an* ; elle atteint alors 7 % par an en moyenne au cours de la période 1987-1990.

Les simulations des modèles multinationaux montrent que, lorsque les politiques de relance budgétaire sont coordonnées, l'effet expansionniste est suffisamment élevé pour que les recettes fiscales engendrées par la relance compensent le déficit *ex-ante* résultant des mesures. De sorte que, même en l'absence d'un accompagnement de la relance budgétaire par la politique monétaire, la hausse des taux d'intérêt induite par le déficit *ex-ante* n'est que transitoire. Nous supposons, de plus, que la relance budgétaire s'accompagne d'une politique concertée de baisse des taux d'intérêt conduisant à partir de 1987 à une diminution de 2 points des taux d'intérêt réels.

(8) Lorsque les politiques budgétaires sont appliquées simultanément, l'effet multiplicateur est selon les modèles internationaux deux à trois fois plus élevé que dans le cas de relance isolée.

Cette hypothèse n'est pas irréaliste, car d'une part le contexte désinflationniste s'y prête incontestablement, et d'autre part la concertation a bien joué depuis septembre 1985 pour permettre le retour à des parités mieux compatibles avec l'équilibre des balances courantes. On peut donc escompter que le pas suivant, concernant la baisse des taux d'intérêt, sera franchi par les gouvernements et banques centrales des grands pays industrialisés.

Dans ces circonstances l'économie française connaîtrait une croissance plus forte des exportations et de l'investissement des entreprises, qui dépasserait 7 % par an. Ce supplément d'activité accroîtrait l'emploi qui augmenterait pratiquement de 1 % chaque année au cours de la période 1988-1990. Il en résulterait une augmentation plus importante du revenu disponible des ménages (+ 3,7 % en 1987 et + 3,3 % par an ensuite) ce qui stimulerait la consommation (+ 3,4 % par an). Au total la croissance annuelle du PIB marchand atteindrait 3,7 %.

*13. Evolution de l'économie française en 1987-1990
dans le scénario 3 de relance concertée des pays de l'OCDE*

| | 1987 | 1988-1990 |
|--|-------|--------------------|
| <i>Demande mondiale adressée à la France (variations annuelles en %)</i> | 7,2 | 6,7 |
| <i>Equilibre des biens et services (en volume) (variantes annuelles en %)</i> | | |
| PIB total | 3,1 | 3,5 |
| dont PIB marchand | 3,2 | 3,7 |
| Importations | 8,7 | 7,9 |
| Consommation finale des ménages | 3,4 | 3,4 |
| Investissement total | 5,0 | 5,3 |
| dont entreprises | 7,4 | 7,6 |
| Exportations | 5,6 | 7,3 |
| <i>Prix (variations annuelles en %)</i> | | |
| Prix du PIB | 2,0 | 3,5 |
| <i>Pouvoir d'achat (variations annuelles en %)</i> | | |
| Salaire annuel net réel/tête | 1,7 | 1,7 |
| Revenu disponible des ménages | 3,7 | 3,3 |
| <i>Emploi</i> | | |
| Emploi total ⁽¹⁾ (variations annuelles en %) | 0,5 | 0,9 |
| Taux de chômage | 10,3 | 9,4 ^(*) |
| <i>Finances publiques</i> | | |
| Capacités de financement des administrations (en % du PIB) | - 3,0 | - 1,9 |
| Taux des prélèvements obligatoires (en % du PIB) | 43,8 | 43,5 |
| <i>Solde des biens et services</i> | | |
| En milliards de francs courants | 35 | 30 |
| En % du PIB | 0,7 | 0,5 |
| <i>Taux du marché monétaire (en points)</i> | 6,3 | 6,2 |

(1) Non compris Travaux d'Utilité Collective.

(*) En 1990.

Contrairement au scénario de relance isolée, l'accélération de la croissance n'engendrerait pas de dégradation importante du solde extérieur ; celle-ci serait d'environ 10 milliards par an. Etant donné l'excédent initial (40 milliards dans le scénario de désendettement) ; le solde des biens et services resterait donc excédentaire d'environ 30 milliards.

Un autre effet favorable d'une relance coordonnée concerne les finances publiques. Alors que la relance isolée buterait sur le déficit des administrations qui dépasserait 3 % du PIB en 1987-1988, ce ne serait plus le cas ici. En effet l'élargissement de l'assiette fiscale, due à l'accroissement de l'emploi et des revenus, augmenterait les rentrées fiscales à taux d'imposition inchangé. Ainsi le déficit public se réduirait continûment et atteindrait seulement 1,2 % du PIB en 1990 (graphique 5). Ce résultat conforte l'hypothèse de baisse des taux d'intérêt retenue dans ce scénario.

Des relances budgétaires ou fiscales des pays de l'OCDE qui bénéficient du « contre-choc pétrolier » auraient donc de nombreux avantages. Elles permettraient d'accélérer la croissance et donc de réduire le chômage. Certes elles annuleraient une partie des excédents extérieurs des pays importateurs de pétrole, mais cela contribuerait à réduire les déséquilibres des balances des paiements au niveau mondial. Quant à l'amélioration des finances publiques due aux « effets spontanés » du contre-choc pétrolier, elle serait plus faible, mais grâce à l'amélioration générale de la croissance dans le monde, elle ne serait pas remise en cause à moyen terme.

Et si le prix du pétrole remontait ?

Les trois scénarios examinés précédemment reposent sur l'hypothèse d'un contre-choc pétrolier durable. Que deviendraient les marges de manœuvre de la France si le prix du pétrole recommençait à croître ? Le tableau 14 illustre ce risque en présentant un scénario dans lequel le prix du pétrole revient à 25 dollars le baril en 1987, puis 30 dollars à partir de 1988, et où la politique serait la même que dans le scénario 1.

L'inflation connaîtrait alors une nouvelle accélération en 1987 (6 %), qui s'atténuerait par la suite (4,5 % en moyenne de 1988 à 1990). La croissance serait freinée revenant à 2 % par an en 1987 et ne reprenant que légèrement ensuite. Le chômage continuerait à progresser, touchant 11 % de la population active en 1990. Enfin le déficit extérieur réapparaîtrait à partir de 1988, retrouvant les niveaux de 1984 et 1985 (20 milliards pour le solde des biens et services et un léger déficit de la balance courante). Une relance isolée telle que décrite dans le scénario 2 buterait inexorablement sur la contrainte extérieure, d'autant que les mesures de réduction des prélèvements obligatoires promises par le nouveau gouvernement traceront une trajectoire difficile à corriger rapidement. En revanche la relance concertée resterait compatible avec une remontée du prix du pétrole. Elle contribuerait en outre à en corriger l'impact dépressif.

14. Evolution de l'économie française en 1987-1990
dans l'hypothèse d'un retour à 25 dollars du prix du baril en 1987
et 30 dollars en 1988

| | 1987 | 1988-1990 |
|--|-------|-----------|
| <i>Demande mondiale adressée à la France</i> (variations annuelles en %) | 4,2 | 4,6 |
| <i>Equilibre des biens et services</i> (en volume) (variations annuelles en %) | | |
| PIB total | 2,0 | 2,2 |
| dont PIB marchand | 2,0 | 2,3 |
| Importations | 4,9 | 5,5 |
| Consommation finale des ménages | 1,9 | 2,3 |
| Investissement total | 3,6 | 2,9 |
| dont entreprises | 4,0 | 5,2 |
| Exportations | 3,5 | 4,5 |
| <i>Prix à la consommation des ménages</i> (variations annuelles en %) | 6,0 | 4,5 |
| <i>Taux de chômage</i> | 10,6 | 11,1 (*) |
| <i>Capacité de financement des administrations</i> (en % du PIB) | - 2,2 | - 1,9 |
| <i>Solde des biens et services</i> (en milliards de francs) . | 2,5 | - 20 |

(*) En 1990.

Achévé de rédiger le 25 mars 1986.

Les événements intervenus depuis cette date, qu'indique le post-scriptum à la chronique de conjoncture qui précède, ne nous conduisent pas à modifier les scénarios.

10 avril 1986.

ANNEXE

PRESENTATION RESUMEE DU MODELE D'ENDETTEMENT EXTERIEUR (MODELE ENDEX)

Pour réaliser des prévisions et des variantes concernant l'endettement extérieur de la France un modèle périphérique comportant une soixantaine d'équations a été élaboré par les auteurs du présent article. Ce modèle, destiné à fonctionner en relation avec le modèle OFCE-annuel (et ultérieurement avec le modèle OFCE- trimestriel) décrit l'évolution de l'endettement extérieur en fonction d'hypothèses sur les taux d'intérêts, les cours des principales monnaies ... etc. La définition retenue pour l'endettement est la définition officielle : dette extérieure à moyen et long terme correspondant aux encours d'emprunts autorisés à l'étranger à plus d'un an, contractés par des résidents et cédés ou ayant vocation à être cédés sur le marché des changes, auxquels sont ajoutés les emprunts à plus d'un an de l'Etat pour renforcer ses réserves de change.

Compte tenu du relatif détail avec lequel est connu l'endettement extérieur ainsi défini et l'échéancier des intérêts et des remboursements qui lui sont associés, on est amené à distinguer dans le calcul prévisionnel l'endettement antérieur et l'endettement nouveau. Dans la version présente du modèle, l'endettement antérieur est l'endettement au 31 décembre 1984.

Les variables exogènes au modèle sont les suivantes :

- EMPAB(t) : Emprunts bruts autorisés au cours de l'année t
- $P_j(t)$: Part de la monnaie j dans les emprunts bruts de l'année t
- $\theta_j(t)$: Taux de change de la monnaie j par rapport au franc (par exemple 1 Dollar = 7 Francs) en moyenne annuelle à la date t (calculé sur le futur à partir des taux en fin d'année)
- $\theta'_j(t)$: Taux de change de la monnaie j par rapport au franc en fin d'année t
- AMOREF(t) : Echancier des amortissements de la dette contractée fin 1984 , au taux de change de 1984
- INTREF(t) : Echancier des intérêts de la dette contractée fin 1984 aux taux d'intérêt et aux taux de change de 1984
- TXDTS(t) : Taux d'intérêt étranger pondéré

Les variables endogènes sont :

- DEXLT(t) : Dette extérieure à moyen et long termes en fin d'année t
- AMORDA(t) : Amortissements de l'année t sur dette antérieure revalorisés
- AMOREN(t) : Amortissements de l'année t sur emprunts nouveaux
- AMORTI(t) : Amortissements totaux de l'année t
- INTDA(t) : intérêts revalorisés sur dette antérieure, payés au cours de l'année t
- INTDX(t) : Total des intérêts payés dans l'année t
- INFLOD(t) : Revalorisation de la dette due au flottement des monnaies au cours de l'année t
- $S_j(t)$: Part de la monnaie j dans l'endettement à la fin de l'année t
- $A_j(t)$: Part de la monnaie j dans les amortissements de l'année t

ENDETTEMENT AU 31 DECEMBRE DE L'ANNEE T

On calcule l'endettement par la relation :

$$DEXLT(t) = DEXLT(t - 1) * INFLOD(t) + EMPAB(t) - AMORTI(t)$$

L'influence du flottement des monnaies est un indice traduisant l'évolution du cours du change pondérée par la structure de la dette en différentes monnaies $S_j(t)$:

$$INFLOD(t) = \sum_j S_j(t) * \frac{\theta'_j(t)}{\theta'_j(t - 1)}$$

CALCUL DES AMORTISSEMENTS

On distingue les amortissements sur dettes antérieures et sur emprunts nouveaux.

Les amortissements sur dette antérieure AMORDA(t) sont calculés en revalorisant l'échéancier connu des amortissements de la dette contractée au 31 décembre 1984 par l'évolution du taux de change selon la relation :

$$AMORDA(t) = AMOREF(t) * \sum_j \beta_j * \frac{\theta_j(t)}{\theta_j(84)}$$

AMOREF(t) étant la valeur de l'amortissement à la date t de la dette contractée au 31 décembre 1984, évaluée au cours du change 1984. β_j représente la composition en différentes monnaies des amortissements de la dette contractée en 1984.

Les amortissements sur emprunts nouveaux sont calculés directement en supposant que la durée d'amortissement est de 10 ans et en tenant compte de la composition en différentes monnaies des emprunts bruts $P_j(t)$:

$$AMOREN(t) = \frac{1}{10} * \sum_{i=1}^{10} EMPAB(t-i) * \left(\sum_j P_j(t-i) * \frac{\theta_j(t)}{\theta_j(t-i)} \right)$$

Les amortissements totaux sont donc égaux à :

$$AMORTI = AMORDA + AMOREN$$

CALCUL DES INTERETS

Comme pour les amortissements, on distingue les intérêts sur la dette antérieure et sur les emprunts nouveaux.

Les intérêts sur la dette antérieure sont calculés en revalorisant l'échéancier connu pour tenir compte de l'évolution des taux d'intérêt et des taux de change. On suppose que 55% de l'endettement est souscrit à taux variable. La relation est donc :

$$INTDA(t) = INTREF(t) * \left(0.45 + 0.55 * \frac{TXDTS(t)}{TXDTS(84)} \right) * \left(\sum_j S_j(84) * \frac{\theta_j(t)}{\theta_j(84)} \right)$$

Les intérêts sur emprunts nouveaux sont calculés à partir des emprunts bruts revalorisés :

$$INTEN(t) = 0.5 * EMPAB(t) * TXDTS(t) + \sum_{i=1}^9 EMPAB(t-i) * \left(0.45 * TXDTS(t-i) + 0.55 * TXDTS(t) \right) * \left(\sum_j P_j(t-i) * \frac{\theta_j(t)}{\theta_j(t-i)} \right) + 0.5 * EMPAB(t-10) * \left(0.45 * TXDTS(t-10) + 0.55 * TXDTS(t) \right) * \left(\sum_j P_j(t-10) * \frac{\theta_j(t)}{\theta_j(t-10)} \right)$$

On en déduit l'ensemble des intérêts :

$$INTDX(t) = INTDA(t) + INTEN(t)$$

CALCUL DE L'EVOLUTION DE LA COMPOSITION DE L'ENDETTEMENT EN DIFFERENTES MONNAIES

La composition de l'endettement à la fin de l'année t , notée $S_j(t)$ est obtenue comptablement à partir de celle de l'année antérieure, de la composition des emprunts bruts $P_j(t)$ et de celle des amortissements $A_j(t)$:

$$S_j(t) = \frac{1}{DEXLT(t)} * (S_j(t-1) * DEXLT(t-1) * \frac{\theta'_j(t)}{\theta'_j(t-1)} + EMPAB(t) * P_j(t) - AMORTI(t) * A_j(t))$$

La composition des emprunts bruts P_j est exogène; celle des amortissements résulte comptablement de la composition des amortissements sur dette antérieure β_j et sur emprunts nouveaux P_j :

$$A_j(t) = \frac{1}{AMORTI(t)} * (AMOREF(t) * \beta_j * \frac{\theta_j(t)}{\theta_j(84)} + \frac{1}{10} * \sum_{i=1}^{10} P_j(t-i) * \frac{\theta_j(t)}{\theta_j(t-i)})$$