

I - L'environnement international

Après le ralentissement de début d'année, l'activité a été particulièrement vive au cours de la période récente dans les grands pays industriels. La croissance mondiale devrait s'avérer meilleure que prévue en 1987, atteignant près de 3 % en moyenne annuelle pour la zone OCDE.

Le krach boursier d'octobre dernier débute aux Etats-Unis avant de se propager à l'ensemble des places financières mondiales. Il est venu rappeler les déséquilibres dont s'accompagnait la croissance avec en particulier un déficit considérable de la balance des paiements américaine correspondant à des excédents japonais et allemands d'un montant équivalent.

Dans ce cadre, la stabilisation du dollar depuis février dernier (autour de 6 F/\$ et 1,8 DM/\$) s'est traduite par une montée des taux d'intérêt, d'abord aux

Etats-Unis puis en Europe. La baisse du dollar intervenue depuis le krach a permis une décrue des taux.

Le krach a entraîné un réajustement des cours des actions qui étaient jusqu'alors surévaluées. Il est difficile et quelque peu artificiel d'isoler ses conséquences de celles des autres phénomènes économiques à l'oeuvre.

Aux Etats-Unis les effets de la dévaluation du dollar ne compenseraient que partiellement le ralentissement de la demande interne dû au krach (effet de richesse sur la consommation des ménages notamment). On s'attend donc dès la fin 1987 à un ralentissement de l'économie américaine ainsi que de l'économie mondiale qui se prolongerait au premier semestre 1988. Il en résulterait un ralentissement de la demande mondiale adressée à la France après une croissance de près de 6 % en moyenne annuelle en 1987.

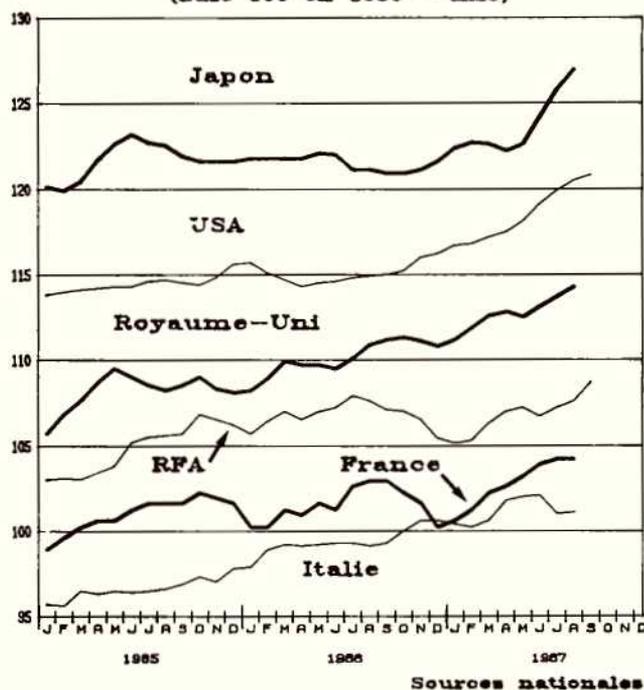
1. Une activité soutenue sur la période récente mais des déséquilibres persistants

Après un ralentissement en début d'année, l'activité a connu une nette amélioration dans la plupart des pays industriels à partir du printemps. On observe de fortes hausses de la production industrielle aux Etats-Unis, au Japon ainsi qu'au Royaume-Uni et en France. De même, la croissance du Produit Intérieur Brut se révèle plus forte que prévu au troisième trimestre dans ces pays (4 % pour le PNB américain en rythme annuel par exemple).

Les accords du Louvre de février 1987 et la stabilisation du dollar qu'ils ont permise ont certainement contribué à un rétablissement progressif de la confiance chez les agents économiques. Les enquêtes de conjoncture européennes montrent ainsi une amélioration nette et générale de l'indicateur de confiance dans l'industrie à partir du deuxième trimestre et jusqu'en septembre-octobre ; on observe une évolution similaire dans les enquêtes communautaires auprès des ménages.

**Indice mensuel de la production
industrielle (hors construction)
dans les grands pays de l'OCDE**

(Base 100 en 1980 - MMS)



La poursuite de la stabilisation du cours du dollar observée depuis le début d'année (autour de 6 F/\$ et de 1,8 DM/\$) devenait cependant difficile dans la mesure où persistaient aux Etats-Unis des déficits de la balance commerciale et de la balance des paiements courants considérables, qui n'offraient aucune perspective de réduction à court terme (155 Milliards de \$ de déficit des paiements courants prévu pour 1987 contre 141 Milliards de \$ en 1986).

La dévaluation continue du dollar à partir de 1985 jusqu'au début 1987 entraîne des effets cumulatifs et est un des facteurs de persistance de ce déséquilibre.

Lors d'une dévaluation, les effets-volume favorables (compétitivité) ne se substituent que progressivement aux effets défavorables immédiats des termes de l'échange qui aggravent instantanément le déficit (effet "courbe en J"). Les effets positifs sont retardés lors d'une dévaluation continue dans le temps, ce qui explique en partie la poursuite de la dégradation du solde commercial américain entre 1986 et 1987.

Ainsi, entre les deuxième trimestre de 1986 et de 1987, les exportations en volume (ensemble des marchandises) ont progressé de 13 % contre moins de 5 % pour les importations. Mais la dévaluation continue du dollar jusqu'en début 1987 a entraîné des pertes de termes de l'échange : malgré la compression des marges des exportateurs étrangers, les prix d'importation ont donc crû de plus de 7 % au cours de la même période alors que les prix d'exportation ont légèrement baissé.

En valeur, la croissance des exportations et des importations a donc été quasiment identique au cours de cette période (+ 12 %) ce qui, compte tenu des effets de base - les exportations ne représentent que 60 % des importations -, s'est traduit par une détérioration du solde commercial fin 1986, puis par sa stabilisation au premier semestre 1987. Le dynamisme de l'activité a entraîné ensuite une nouvelle dégradation : le déficit commercial américain avoisinait ainsi 16 milliards de dollars par mois à la fin de l'été.

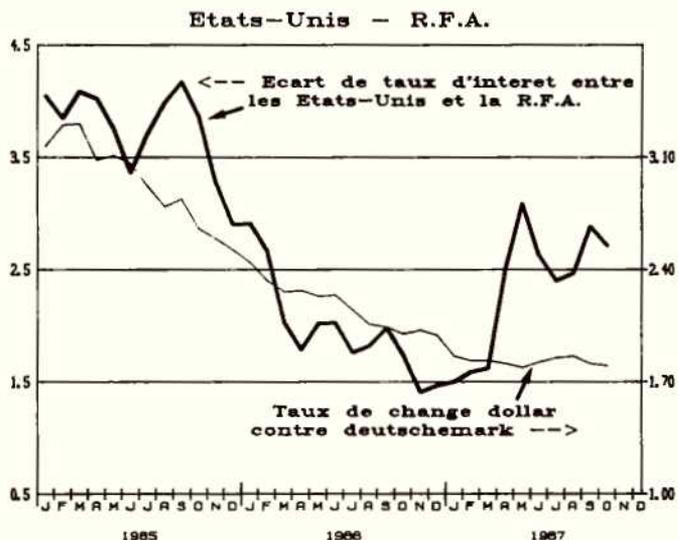
Le déséquilibre de la balance des paiements américaine est en effet indissociable de la poursuite de la croissance à un rythme élevé (2,5 % au cours des trois premiers trimestres par rapport à la même période de l'année précédente), qui s'accompagne

d'un important déficit budgétaire. Mais moins que l'ampleur du déficit budgétaire (148 milliards de dollars pour l'année fiscale 1987 terminée fin septembre soit 3,4 % du PNB), c'est la faiblesse de l'épargne nationale pour le financer, qui semble préoccupante dans la mesure où elle entraîne un accroissement rapide de l'endettement extérieur des Etats-Unis et donc un appel croissant à l'épargne internationale. Ceux-ci sont ainsi devenus débiteurs nets en 1985 pour la première fois depuis 1913 et le montant de leur dette extérieure nette atteindra plus de 400 milliards de dollars fin 1987.

Le déséquilibre persistant de la balance des transactions courantes américaine pose des problèmes de financement croissants. En particulier, depuis 1986 les non résidents se sont montrés plus réticents à couvrir par des concours à long terme en dollars la progression de l'endettement des agents intérieurs américains, publics et privés. Le déficit de la balance globale des Etats-Unis (solde des transactions courantes et des mouvements de capitaux non monétaires) s'est sensiblement aggravé et a nécessité une forte augmentation des financements monétaires en dollars.

La volonté de stabiliser le cours du dollar, manifestée par les accords du Louvre, s'est donc traduite par des achats importants de dollars par les banques centrales des partenaires des Etats-Unis, et par une remontée des taux d'intérêt aux Etats-Unis afin d'accroître le différentiel de taux d'intérêt en faveur des placements en dollars. En particulier, l'orientation défavorable des anticipations sur les placements à long terme en dollars a suscité un relèvement de deux points des taux d'intérêt nominaux à long terme entre mars et septembre (de 7,6 % à 9,6 %).

Evolution des taux de change et écarts de taux d'intérêt

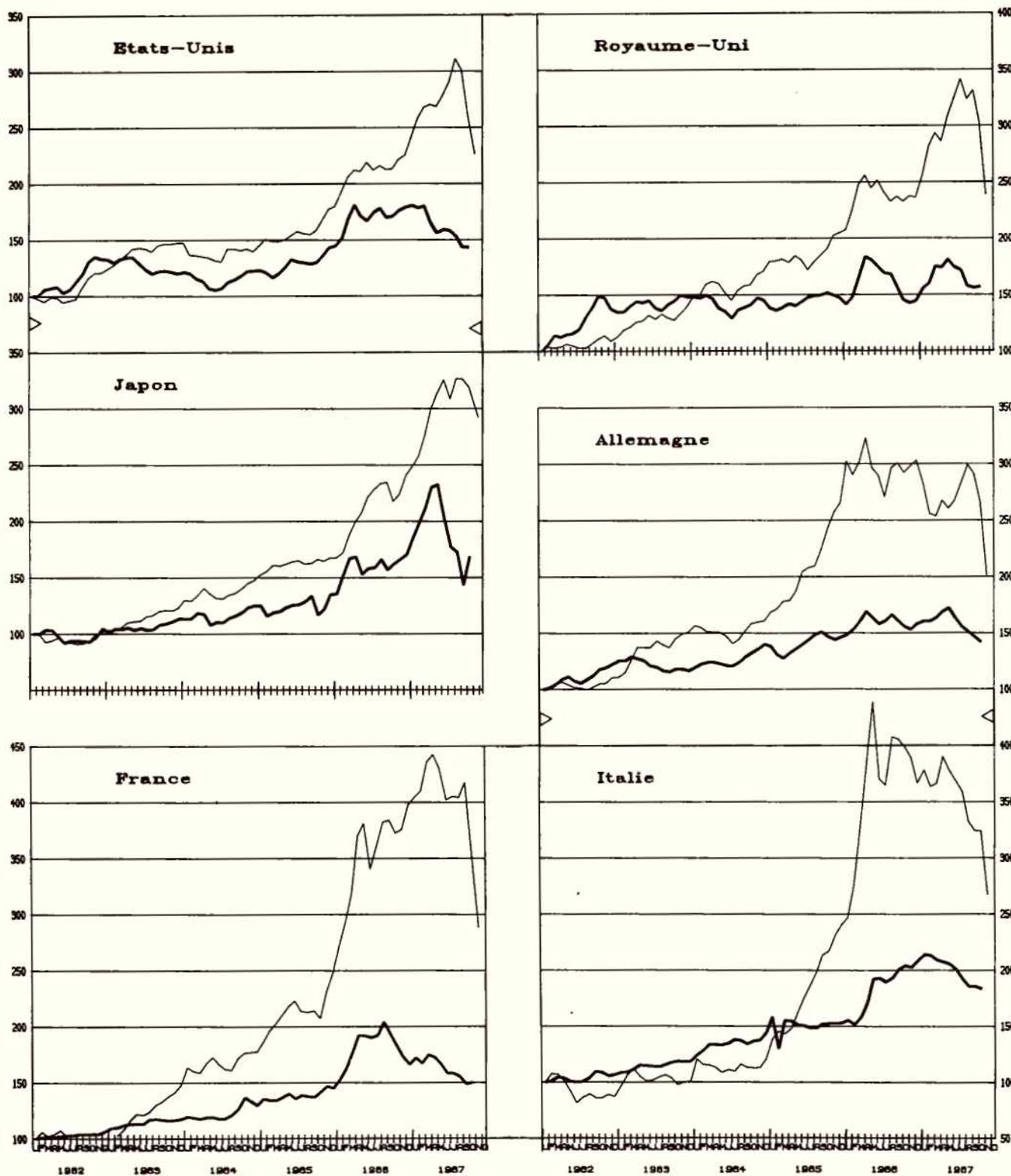


Cependant, au cours de l'été, les taux d'intérêt à long terme se sont également redressés au Japon et en Allemagne Fédérale ce qui peut s'expliquer d'abord par un phénomène de contagion de la montée des taux américains, mais peut être aussi par la vigueur de la croissance. Alors que les taux de change paraissaient stabilisés, au moins à court terme, les marchés des valeurs mobilières hors des Etats-Unis ont subi la concurrence des marchés financiers américains ce qui a eu pour effet un relèvement des rémunérations offertes à leurs actifs.

Ces évolutions étaient de nature à fragiliser les marchés financiers. D'une part le différentiel de taux d'intérêt à long terme acquis par les Etats-Unis en début d'année tendait à être grignoté : en termes de taux réels, l'écart Etats-Unis-Japon était devenu négligeable alors que celui entre les Etats-Unis et la RFA devenait négatif.

Evolution des cours des actions et des obligations * dans les principaux pays de l'OCDE

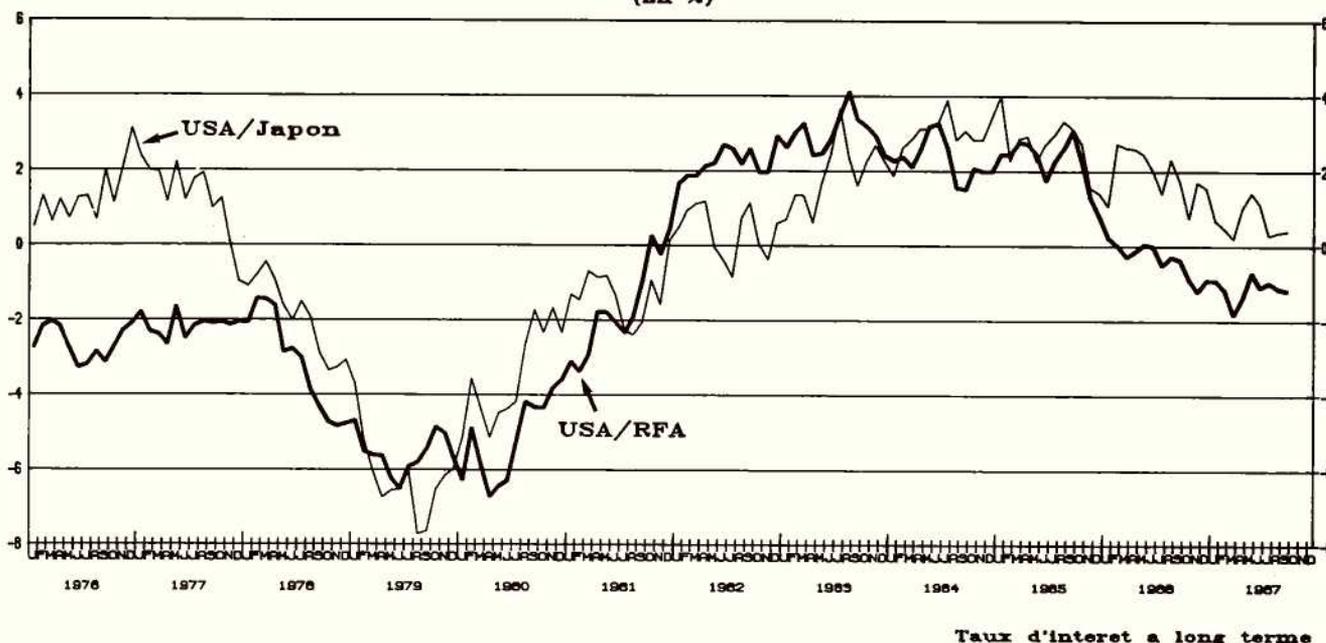
(Base 100 en janvier 1982)



— Cours des actions : New York, Dow Jones;
 Londres, Financial times industrial ordinary;
 Paris, CAC indice general;
 Milan, Sole 24 Ore;
 Tokyo, Nikkei Dow Jones;
 Dusseldorf Commerzbank
 - - - Cours des obligations : Inverse des taux de rendement des obligations publiques a long terme

Ecarts de taux d'intérêt reels

(En %)



D'autre part, la hausse des taux d'intérêt a fait apparaître de manière plus marquante la surcotation des actions. En effet, il était difficile d'anticiper un relèvement parallèle de leurs rendements sans ajustement des cours à la baisse. Alors que les croissances américaine et mondiale paraissaient en passe de franchir le point haut d'un cycle, les multiples de capitalisation boursière des entreprises pouvaient sembler trop élevés. Sur les grandes places financières, le taux de rendement global des actions 1/, quelle que soit la difficulté de la mesure, était tombé très en deçà du taux d'intérêt des obligations ; ceci donnait de plus en plus le caractère d'une bulle spéculative déconnectée de l'économie réelle à l'évolution du cours des actions, dont la hausse au début des années 80 avait d'abord été liée à l'amélioration de la situation des entreprises et de leurs perspectives de profit.

2. Le krach boursier international et ses conséquences

Les quelques éléments ci-dessus montrent qu'il est difficile d'avancer une explication moniste des origines du krach boursier international qui débute le 19 octobre 1987. Au cours de cette seule journée, l'indice Dow Jones s'est effondré de 508 points (- 22,6 %) après avoir déjà perdu 235 points la semaine précédente, entraînant à la baisse l'ensemble des places financières mondiales.

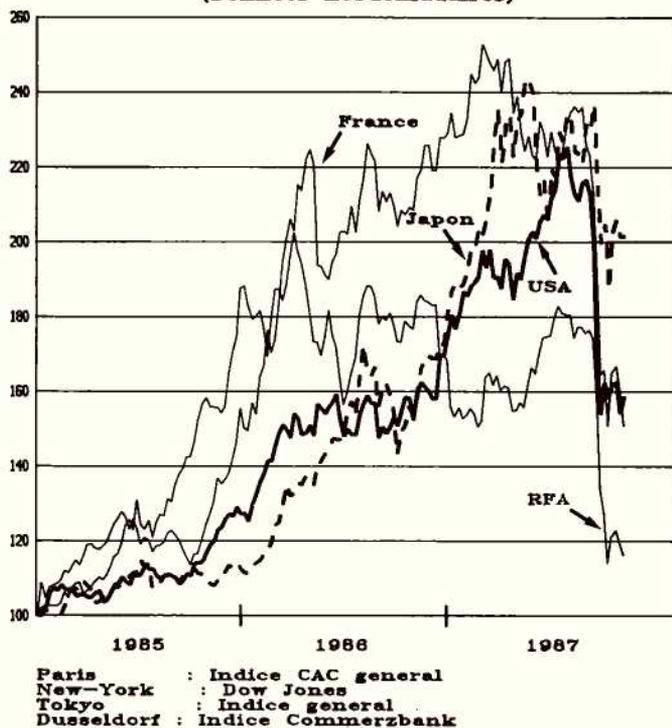
Tout au plus peut-on rappeler les événements immédiatement antérieurs, qui apparaissent plutôt comme le catalyseur de phénomènes prêts à se déclencher, compte tenu de l'ensemble des facteurs énoncés ci-dessus.

A la mi-octobre, l'annonce de résultats du commerce extérieur américain de septembre plus défavorables que prévus semble en effet avoir conduit les marchés à douter de la pérennité des accords du Louvre. En l'absence de baisse des taux d'intérêt au Japon et en Europe, la persistance du déficit commercial sans perspective de résorption à court terme ne pouvait qu'entraîner l'anticipation d'une baisse du dollar ou d'une hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis, ce qui dans tous les cas était préjudiciable à des placements en actions déjà surévalués.

1/ Ratio des bénéfices distribués et mis en réserve sur la capitalisation boursière

Evolution des indices boursiers sur 4 places financières

(Cours du mercredi)
(Base 100 au 1er mercredi de janvier 85)
(Données hebdomadaires)



Les dégagements sur les marchés d'actions se sont alors brutalement précipités, prenant même de court les mécanismes d'ajustement des bourses de valeur (défaillances de cotation à la bourse de New-York par exemple, fermeture de la bourse de Hong-Kong). Le phénomène, amorcé aux Etats-Unis, s'est vite révélé être mondial : l'interpénétration des marchés financiers internationaux a conduit à une propagation quasi-instantanée de la chute des cours, les opérateurs liquidant de place en place des positions trop risquées, afin également de se procurer les liquidités exigées pour couvrir le dénouement d'opérations perdantes.

En un mois, du 14 octobre au 13 novembre, les indices boursiers du monde entier ont enregistré des baisses de plus de 20 % : - 22,8 % à Wall Street, - 24,8 % à Paris, - 24,9 % à Milan, - 28,7 % à Londres, - 28,8 % à Dusseldorf et - 42,9 % à Hong-Kong. Seule la bourse de Tokyo a enregistré une baisse inférieure (14,7 %). Les cours des actions connaissent depuis des fluctuations d'une amplitude assez forte sur la plupart des places boursières.

Très vite le dollar a également repris un mouvement de baisse prononcé (près de 10 % par rapport au yen et au deutsche mark du 30 septembre au début décembre). Les Etats-Unis ont ouvertement renoncé au cours du mois d'octobre à défendre la parité du dollar par un resserrement de leur politique monétaire, en attendant d'aménager leur politique budgétaire. Ne parvenant pas à obtenir une baisse suffisante des taux d'intérêt dans les pays tiers et, en tout premier lieu en RFA, la baisse du dollar leur est apparue comme une solution temporaire appropriée : d'une part elle fait pression sur les pays à excédent commercial ; d'autre part, elle dévalorise leur dette extérieure et permet d'abaisser le prix des actifs en dollars.

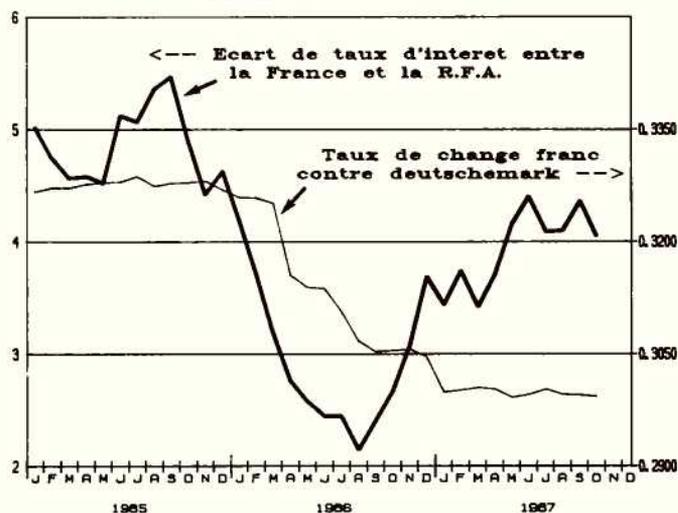
Cette attitude était de nature à provoquer des tensions au sein du SME mis à mal par des anticipations de hausse du deutsche-mark. Ceci a conduit la Banque de France à laisser glisser la parité Franc - Deutsche-mark (qui est passée début novembre à 3,40 F contre 3,35 F auparavant) pour rendre la spéculation plus coûteuse. En outre, traduisant la volonté manifestée lors de la réunion de Nyborg en septembre d'approfon-

dir l'accord de change européen, une action concertée avec la Bundesbank sur les taux d'intérêt a permis de stabiliser la parité à ce niveau le 5 novembre : les principaux taux d'intervention de la banque centrale ont été abaissés de 0,3 à 0,5 point en RFA (soit - 10 % environ), et relevés de 0,75 point en France (soit + 10 % environ). Ceci est venu renforcer le différentiel d'intérêt, déjà significatif, entre les deux pays : l'écart entre les taux à court comme à long terme (4 points environ) est désormais très supérieur au différentiel d'inflation constaté entre les deux pays (2,3 points d'écart entre les glissements annuels en octobre).

Par la suite, les banques centrales européennes ont réduit de façon concertée leurs taux d'intervention pour atteindre 2,5 % en RFA (taux d'escompte), 7,75 % en France (taux des appels d'offre) et 8,5 % en Grande Bretagne.

Evolution des taux de change et écarts de taux d'intérêt

France - R.F.A.



Les effets directs que l'on peut attendre du récent krach boursier sur les comportements des agents peuvent être globalement regroupés en quatre catégories :

- **crise de liquidité** : c'est la première conséquence possible chronologiquement. Les avoirs ou actifs immobilisés sur les marchés financiers sont considérablement dévalorisés par le krach. Les opérateurs en bourse sont alors confrontés à des difficultés pour faire face à leurs engagements. Cet effet avait conduit à la faillite d'institutions financières lors du krach de 1929. La réaction des autorités monétaires a donc consisté, pour éviter le renouvellement de tels événements, qui peuvent déboucher sur des enchaînements cumulatifs, à injecter massivement des liquidités dès le lendemain du krach, empêchant ainsi les taux d'intérêt de monter ;
- **difficultés de financement pour les entreprises** : la baisse de la capitalisation boursière réduit les possibilités de financement par émissions d'actions, et risque donc de produire un effet dépressif sur l'investissement des entreprises ;
- **effet richesse** : pour l'ensemble des agents économiques, et en particulier pour les ménages, la chute des cours des actions conduit à une dépréciation de leur patrimoine. Celle-ci peut entraîner une baisse de la consommation des ménages et des investissements en logement. L'ampleur de cet effet est toutefois difficile à évaluer. La hausse des cours des actions dans les mois qui ont précédé le krach a été rapide et d'une importance exceptionnelle. Les ménages n'ont donc sans doute pas incorporé la totalité de leurs gains théoriques dans la réévaluation de leur

patrimoine. De plus dans la majorité des pays, à l'exception des Etats-Unis, l'influence de la richesse sur la consommation est peu significative d'après les estimations économétriques, et on assistera donc plus à une réaffectation du patrimoine financier des ménages qu'à une modification de l'arbitrage consommation-épargne.

C'est certainement aux Etats-Unis, où les actions sont détenues par de nombreux ménages que l'effet sera le plus marqué. La perte enregistrée par les ménages depuis la fin de l'été est évaluée à environ 700 milliards de dollars, soit près de 5 % de leur richesse nette globale ; elle se traduirait par un point de moins sur le niveau de la consommation des ménages (ce qui pourrait d'ailleurs avoir un effet favorable sur le déficit commercial). Dans les autres pays, les experts nationaux estiment que l'effet sera faible voire négligeable ;

- **perte de confiance des agents** : l'amplitude du krach boursier et l'accroissement de l'incertitude qui résulte des turbulences monétaires et financières actuelles risquent d'entamer sérieusement la confiance des agents économiques, entraînant, en matière d'investissement ou de stockage notamment, des comportements attentistes dont les effets cumulatifs pourraient être difficiles à maîtriser.

Mais cette perte de confiance, qui pourrait entraîner une orientation des indicateurs de confiance à la baisse dans les prochains mois ne doit pas être attribuée exclusivement au krach boursier : elle pourrait aussi s'expliquer par un retournement des anticipations (sur les perspectives de la croissance mondiale notamment), perçu d'abord sur les marchés financiers, et qui se diffuserait ensuite à l'ensemble des agents économiques.

Il est donc quelque peu artificiel dans le contexte actuel de vouloir isoler les conséquences directes du krach des autres phénomènes économiques à l'oeuvre : ceux-ci comportent une grande interdépendance et leurs effets sont au moins aussi déterminants. L'amplitude des effets à attendre du krach boursier dépend aussi du point d'arrivée qui reste encore indéterminé, comme le montrent les fluctuations actuelles des marchés boursiers.

3. Les perspectives de court terme de l'économie mondiale

. Les évolutions nominales et financières

La stabilisation du dollar paraît incertaine à court terme. Elle dépendra avant tout de la crédibilité auprès des opérateurs des mesures de coopération internationale, de l'évolution des déséquilibres américains (budget, solde commercial), ainsi que de la politique monétaire américaine.

Une dévaluation compétitive du dollar présente un intérêt certain pour les Etats-Unis : elle soutient la croissance tout en limitant les tentations protectionnistes américaines et devrait réduire à terme le déficit commercial. Mais à court terme l'effet risque d'être inverse, et on pourrait assister à une nouvelle dégradation du solde commercial qui serait déstabilisante à la fois sur les marchés des changes et sur les marchés financiers.

Enfin, si selon des critères de parités de pouvoir d'achat le dollar est aujourd'hui sous-évalué, en sens inverse selon les mêmes critères, il est resté surévalué pendant plusieurs années avant d'entamer un mouvement de baisse à partir du début de 1985.

Par ailleurs, il est possible que l'on enregistre une certaine décreue des taux d'intérêt, qui a déjà débuté en Europe, mais qui ne peut être que limitée. Immédiatement à la suite du krach boursier, une légère détente des taux d'intérêt à long terme a été observée (de 1 à 2 points) par suite des arbitrages de portefeuille effectués des actions vers les obligations, et de la volonté des banques centrales d'éviter toute crise de liquidité.

Pour que la baisse se prolonge, d'autres facteurs doivent venir relayer cette correction technique. Aux Etats-Unis tout d'abord, le ralentissement prévisible de la demande intérieure, et la stabilisation éventuelle du dollar à un bas niveau laissent entrevoir une marge de baisse pour les taux d'intérêt réels. Cependant, dans les tout prochains mois, le ralentissement de l'activité risque de ne s'opérer que progressivement alors que la baisse du dollar tend à accroître l'inflation interne. Les taux nominaux pourraient donc ne s'infléchir que légèrement.

En Europe, les marges d'assouplissement des politiques monétaires apparaissent quant à elles étroites. Les baisses concertées de taux européens opérées les 25 novembre et 3 décembre ont ramené les taux allemands à un niveau historiquement bas. Mais les taux d'intérêt réels restent élevés en Europe en raison notamment des incertitudes qui pèsent sur le dollar et des craintes que leurs conséquences sur le SME suscitent chez les opérateurs.

Il reste que la situation d'incertitude dans laquelle se trouve l'économie mondiale n'est pas de nature à conduire les prêteurs à se montrer moins exigeants quant aux conditions de rémunération de leurs avoirs.

Enfin les perspectives d'inflation semblent assez divergentes selon les zones. Le rythme d'inflation, en nette progression aux Etats-Unis en 1987 (4 %) à la suite de la dévaluation du dollar, devrait rester élevé en 1988 du fait de la nouvelle baisse du dollar. Hors de la zone dollar, et en particulier en Europe, la baisse du dollar devrait se conjuguer aux effets déflationnistes du krach boursier pour stabiliser le rythme d'inflation après sa légère remontée enregistrée en 1987.

. Les perspectives par pays

Les prévisions de l'OCDE sur la croissance mondiale en 1988 ont été révisées d'environ 1/2 point en baisse à la suite du krach ; celle-ci serait de l'ordre de 2 % en moyenne annuelle, la croissance en glissement pouvant s'avérer plus défavorable. Cette révision en baisse provient d'abord d'une prévision de croissance américaine inférieure à celle envisagée antérieurement. Elle provient ensuite de l'impact défavorable de la baisse du dollar sur le commerce mondial et au total sur l'activité.

L'évolution de l'économie des Etats-Unis sera évidemment déterminante pour la croissance mondiale au cours des prochains mois. L'activité semble bien orientée depuis le début de l'année et a connu une nette accélération au troisième trimestre. La réduction du déficit budgétaire (- 30 milliards de dollars en 1988) conforme à la loi Gramm-Rudman-Hollings est destinée avant tout à rétablir la confiance et aura un effet restrictif limité sur la croissance. A l'heure actuelle, l'OCDE s'attend à une croissance en 1988 (2,4 %) légèrement inférieure à celle de 1987 (2,7 %) du fait du ralentissement de la demande intérieure (- 0,8 point), dû en partie à l'effet richesse sur la consommation des ménages. La stagnation des dépenses publiques et la faible hausse de l'investissement des entreprises (+ 2 %) s'accompagnerait d'une contribution fortement positive du commerce extérieur à la croissance (environ 1 point de contribution) liée aux effets retardés de la dévaluation du dollar. Ainsi les exportations de biens et services devraient progresser de plus de 10 % en volume par an en 1987 et 1988.

L'économie du Japon reste particulièrement dynamique cette année avec une vive croissance de la production industrielle au second semestre et une nette progression de l'emploi sur l'année. La croissance prévue pour 1987 est de 3,5 %, et devrait être du même ordre en 1988. La bourse de Tokyo a moins baissé que les autres places financières, notamment grâce au comportement des institutions financières japonaises qui ont gardé leurs titres en suivant les consignes gouvernementales. De même, après le krach, la privatisation de Nippon Telegraph and Telephone s'est poursuivie normalement. Les évolutions des demandes intérieure et extérieure sont par ailleurs nettement divergentes : la demande intérieure progresse fortement, du fait d'une croissance élevée des revenus réels (3,5 %/an) et de l'investissement. Par contre, la montée du Yen entraîne une régression du volume des exportations. Mais compte tenu de la stagnation des importations, et des gains de termes de l'échange, l'excédent commercial ne se réduit pas significativement.

Les perspectives de croissance en Europe apparaissent globalement nettement moins favorables, notamment du fait de la baisse de compétitivité des exportateurs européens vis-à-vis de la zone dollar, et de l'agressivité prévisible accrue des exportateurs américains, japonais ou des NPI sur les marchés européens.

En Allemagne en particulier, les perspectives de croissance restent très modérées. La prévision des cinq grands instituts de conjoncture allemands publiée début novembre tablait sur une croissance de 1,75 % en 1987 et de 2 % en 1988, correspondant à une progression de la demande intérieure de 2,5 % pour chacune de ces années. Le mini-plan de relance de l'investissement adopté en décembre ainsi que la baisse récente des taux d'intérêt pourraient avoir un léger effet expansionniste. Une action plus importante paraît peu probable.

Les effets directs du krach sont jugés négligeables par les conjoncturistes allemands. Par contre, l'accroissement de l'incertitude et la nouvelle baisse du dollar peuvent amener un ralentissement de l'activité début 1988. C'est pourquoi, si les instituts n'ont pas révisé en baisse leurs prévisions pour 1988, ils insistent néanmoins sur les risques importants d'erreurs.

La croissance du commerce mondial, meilleure que prévue en 1987, devrait se réduire en 1988. On s'attend donc à un ralentissement de la demande mondiale adressée à la France à partir du dernier trimestre de 1987. Le ralentissement de la croissance aux Etats-Unis entraînera un nouveau freinage des importations, accentué par la baisse du dollar. La réduction de la croissance de la demande en provenance de l'OCDE s'accompagnerait d'une baisse de celle de l'OPEP. La demande des pays en développement baisserait encore en 1987, ceux-ci pratiquant des politiques d'ajustement toujours sévères. Leur demande semble s'être redressée au second semestre 1987 du fait de la meilleure orientation des cours des matières premières. Elle pourrait se stabiliser au premier semestre 1988.

Evolution de la demande mondiale de produits manufacturés adressée à la France, en volume						
Moyenne annuelle			Glissement semestriel			
1986	1987		1987		1988	
			87.1	87.11	88.1	
8,0	8,3	OCDE (70)	4,7	2,7	2,2	
-8,5	-1,8	PVD (15)	-5,3	4,0	0,0	
-21,9	-15,1	OPEP (9)	-1,7	5,0	-1,0	
-9,1	-2,0	Pays de l'Est (4)	1,5	6,5	0,0	
0,2	6,1	Divers (2)	0,1	2,5	1,0	
3,3	5,7	TOTAL (100)	3,1	3,0	1,7	

Source : Direction de la Prévision

II - Le contexte financier et monétaire, et la politique budgétaire

Au cours des trois premiers trimestres de 1987, les marchés de capitaux ont poursuivi leur expansion à un rythme très soutenu, accompagnée par une remontée progressive du taux d'intérêt sur le marché obligataire, en phase avec la conjoncture financière mondiale.

La prise en compte, par les opérateurs de la fragilité de certains équilibres financiers a entraîné la Bourse de Paris dans le mouvement mondial de chute des cours des actions, jugées nettement surcotées. Leur baisse, de 20 % par rapport à décembre et de 30 % par rapport à mars, suscite d'importantes moins-values dans les portefeuilles des agents, corrigeant ainsi les substantielles plus-values enregistrées les années précédentes. Les seuls titres cotés émis depuis le début de 1986, à des cours supérieurs à ceux d'aujourd'hui, sont désormais grevés de pertes de l'ordre de 45 milliards de francs pour leurs porteurs.

Alors que la cohérence du SME, confronté à la chute du dollar, nécessite le renforcement du différentiel de taux d'intérêt avec la RFA, les agents non financiers confirment leur préférence pour les place-

ments liquides et recourent de façon plus soutenue au crédit. Dans ce contexte, les autorités monétaires continuent de surveiller attentivement les évolutions des agrégats de monnaie les plus larges (M3 et L) et celles du crédit intérieur total, et fixent à l'agrégat M2 un objectif de croissance de 4 % à 6 % pour 1988.

La politique budgétaire proposée dans le projet de loi de finances pour 1988 poursuit l'objectif, fixé en 1987, de réduire le déficit budgétaire, afin de stabiliser le poids de la dette publique dans le produit intérieur brut à l'horizon 1991, tout en allégeant la pression fiscale. La réalisation de cet objectif passe par un effort de maîtrise des dépenses.

A l'aide du modèle METRIC, on évalue les effets macroéconomiques des allègements fiscaux. Ils sont faiblement expansionnistes et sont diminués par les mesures déjà décidées de financement de la Sécurité Sociale ; enfin ils pourraient être compensés par les effets contraires de mesures supplémentaires, non encore prises actuellement, de financement de la Sécurité Sociale.

1 - Le contexte financier et monétaire

Les marchés de capitaux ont connu une expansion soutenue au cours des trois premiers trimestres de l'année 1987, reflétant une forte demande de fonds de la part des agents résidents non financiers.

65 milliards de Francs de titres ont tout d'abord été offerts aux résidents dans le cadre des privatisations au cours des trois premiers trimestres. Ce montant a été compensé par la réduction des émissions nettes d'obligations par rapport à 1986, par des rachats anticipés de fonds d'Etat réalisés, après des délais plus ou moins longs, par la Caisse d'Amortissement de la Dette Publique, ainsi que par des dotations en capital des entreprises publiques, qui ont permis un moindre appel de celles-ci au marché.

Marchés des capitaux				
En milliards de francs				
	1986		1987	
	1er sem.	2è sem.	1er sem.	3è trim.
Valeurs mobilières	257,9	165,1	267,9	96,4
. émissions d'actions	85,1	58,7	91,3	37,5
. privatisations (titres offerts aux résidents)	-	3,6	39,1	26,3
. émissions nettes d'obligations	172,8	102,8	137,5	32,6
. rachats anticipés par la CADP	-	-	-	-
Crédits (variations d'encours bruts)	94,6	147,0	157,8	108,0
. sociétés	20,0	32,4	43,4	
. ménages	64,8	95,3	105,5	
Liquidités (L) : variations d'encours (CVS)	144,8	86,3	239,2	99,6

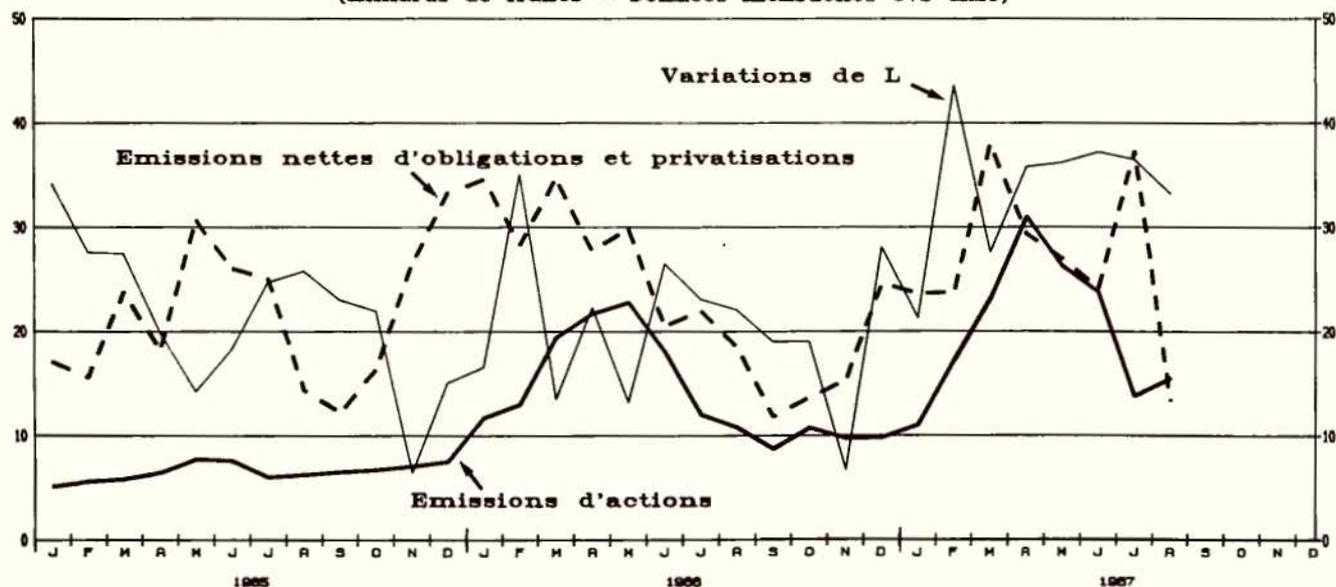
Source : Banque de France et Crédit Lyonnais

Par ailleurs, les émissions d'actions ont poursuivi leur progression : près de 130 milliards de Francs pour les trois premiers trimestres, soit presque autant qu'au cours de l'année 1986 toute entière (143 milliards). Au total l'offre de valeurs mobilières a été supérieure à ce que l'on avait pu constater en 1986, année pourtant considérée comme exceptionnelle.

En outre la demande de crédit s'est nettement accélérée. Le rythme de progression des encours (en taux de variation sur 12 mois) est passé de 6,8 % fin 1986 à 8,4 % fin juin 1987 et, probablement, autour de 10 % fin septembre 1987. Cette tendance a été particulièrement nette en ce qui concerne les crédits aux ménages qui ont enregistré fin juin un taux de croissance des encours de 13,9 %. Quoique bien moins marquée, elle est également perceptible pour les crédits aux entreprises.

Evolution des placements financiers

(Milliards de francs - Données mensuelles CVS-MMS)



Simultanément, les agents non financiers ont manifesté une préférence accrue pour la liquidité. Confrontés à une "remontée rampante" des taux d'intérêt à long terme, ils se sont reportés vers des placements ne comportant pas de risques en capital, en particulier les titres du marché monétaire d'échéance rapprochée et les parts et actions d'OPCVM (Organismes de Placements Collectifs en Valeurs Mobilières) à court terme spécialisés dans la détention des liquidités (SICAV et FCP "monétaires" 1/).

Evolution des agrégats monétaires

En % de variation sur 12 mois de la moyenne trimestrielle

	1986		1987	
	4è trim.	1er trim.	2è trim.	3è trim.
M1 (Billets, monnaies et dépôts à vue)	6,4	6,1	3,9	2,5
M2 (M1 et livrets)	4,7	4,0	3,0	3,5
M3 (M2 et dépôts en devises, dépôts à terme, certificats de dépôts et bons)	4,2	5,0	7,2	7,7
L (M3 et bons du trésor, billets de trésorerie, épargne contractuelle)	6,9	7,6	8,9	9,8

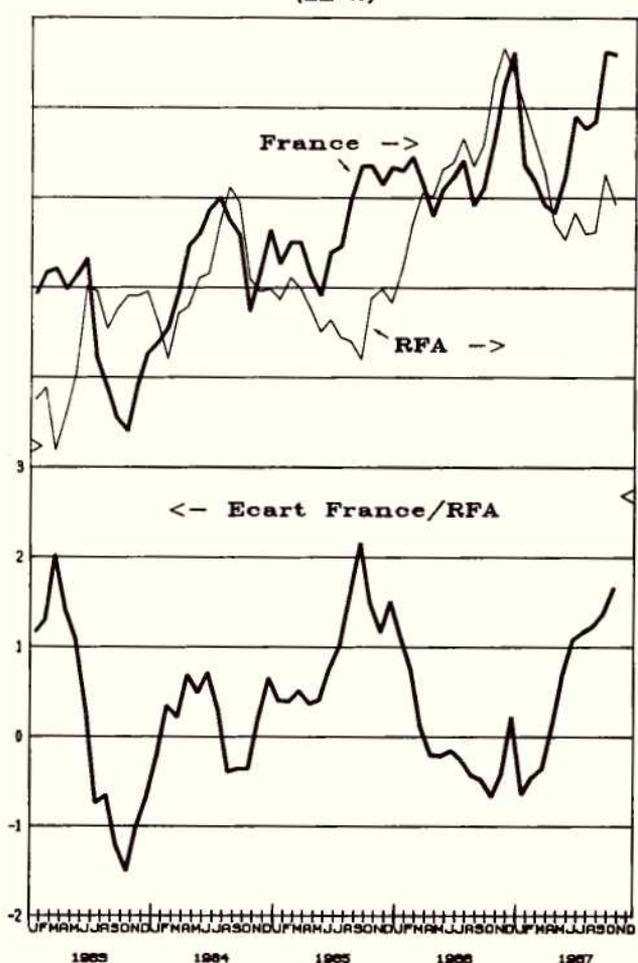
Source : Banque de France

Ceci explique l'accélération de la progression des agrégats monétaires les plus larges M3 et L, en dépit du ralentissement enregistré par les agrégats étroits M1 et M2, accentué par la réduction des dépôts à vue des organismes exclus du marché interbancaire (entreprises d'assurance).

Après une légère détente enregistrée au printemps, les taux d'intérêt à long terme ont connu une remontée significative au cours de l'été (de l'ordre de 1,5 point), légèrement antérieure au mouvement analogue constaté en RFA. Le différentiel de taux d'intérêt avec ce dernier pays s'est encore un peu accru, dépassant 4 points, soit beaucoup plus que l'écart d'inflation qui continue de se réduire.

Taux d'intérêt réels

(En %)



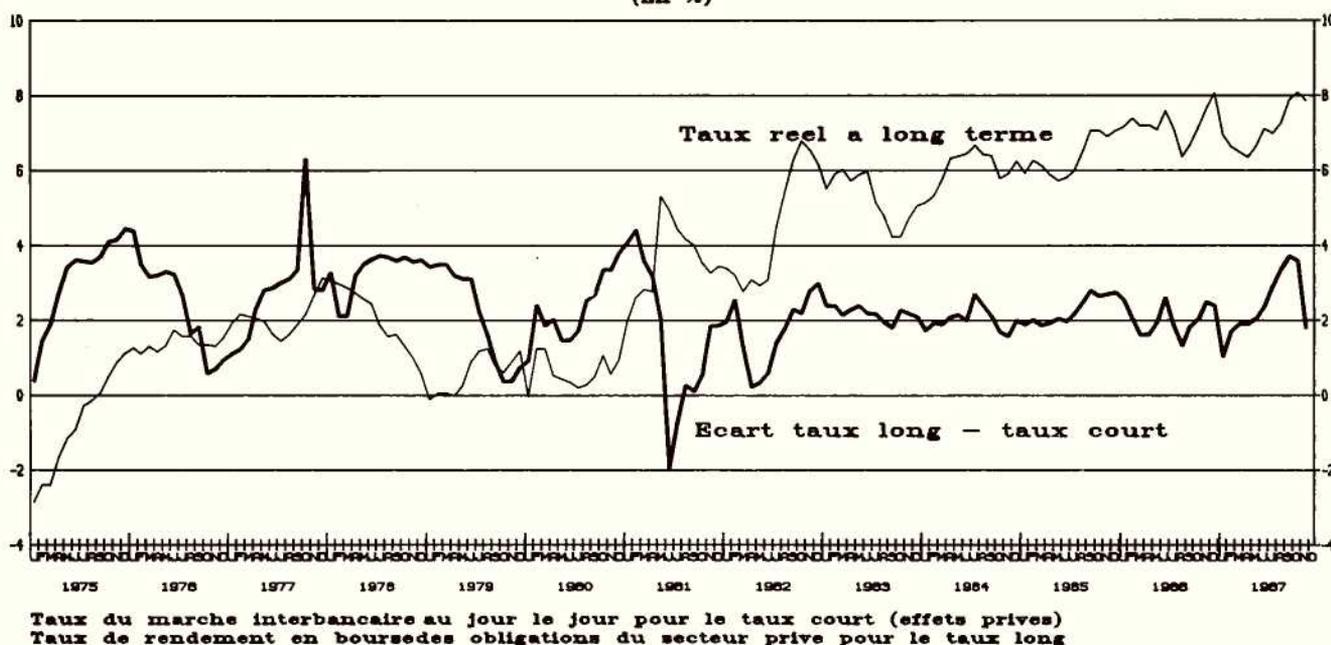
1/ SICAV : Société d'Investissement à Capital Variable.

FCP : Fonds Commun de Placement.

A l'inverse, sur le marché interbancaire, les taux d'intérêt à court terme, guidés par la Banque de France, avaient été progressivement abaissés pour revenir, après les tensions enregistrées en décembre et janvier, au niveau de l'automne 1986 (7,4 % en moyenne en septembre pour le jour le jour). De même, les taux bancaires débiteurs, très influencés par le marché interbancaire et le marché des titres à court terme (certificats de dépôts, bons du Trésor, billets de trésorerie) restaient orientés à la baisse, la concurrence s'étant sensiblement accrue entre les établissements de crédit.

Ainsi la prime de risque servie sur les placements obligataires était devenue très élevée (de l'ordre de 3 à 4 points). Elle portait à un niveau historiquement exceptionnel les taux d'intérêt réels du marché obligataire qui ont atteint 7 à 8 %.

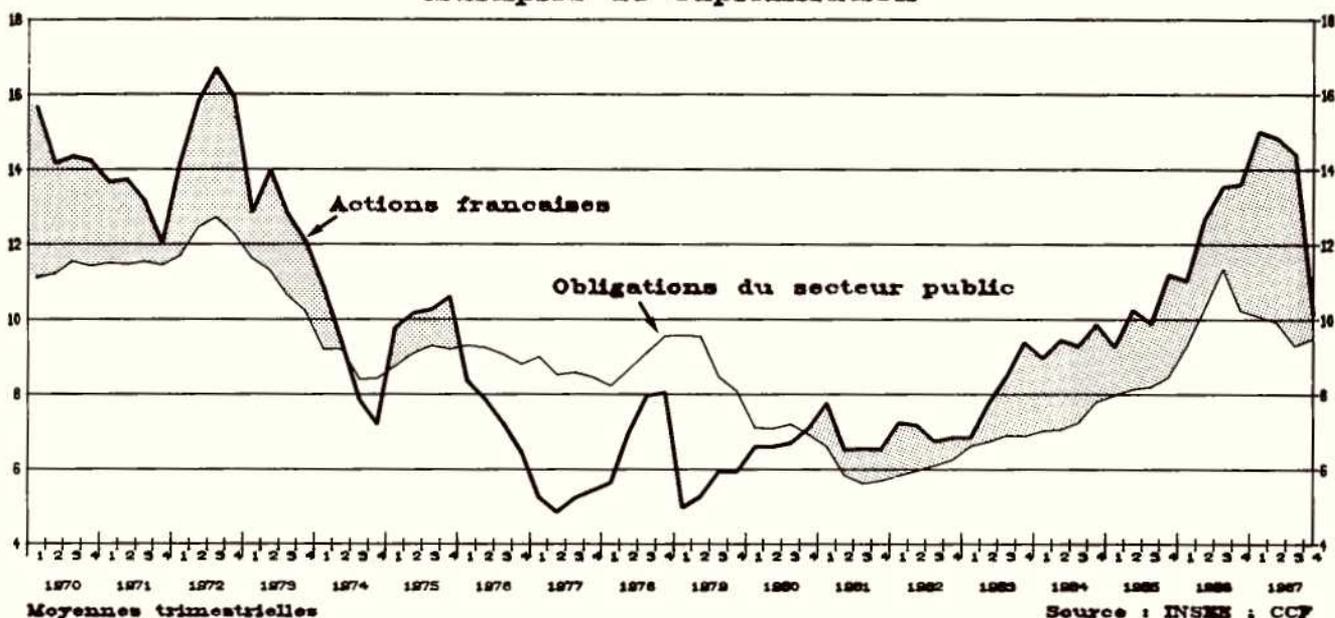
Taux d'intérêt (En %)



Comme sur les autres places boursières, la remontée des taux obligataires était de nature à susciter des tensions sur le marché des actions. Celles-ci en effet ne pouvaient pas prétendre voir se relever dans des proportions équivalentes leur rendement global. Il devenait plus difficile d'anticiper une nouvelle hausse des profits dans une conjoncture dont les améliorations attendues étaient faibles. En outre la hausse exceptionnelle des cours des actions ces dernières années avait entraîné l'apparition d'un rendement global effectif des actions très inférieur aux taux obligataires. On était dans une situation apparemment paradoxale où une prime était servie en faveur du placement obligataire, jugé habituellement plus sûr. Le marché était en fait soutenu par les anticipations de plus values à court terme aussi bien sur les valeurs existantes que sur les valeurs nouvellement émises ou privatisées. Ces anticipations favorables ont été assez fortes pour surmonter les accès de faiblesse des cours enregistrés à l'automne 1986 et en mai-juin 1987. L'indice INSEE des valeurs françaises à revenu variable qui avait progressé de 14 % au 1er trimestre avait pratiquement retrouvé son niveau de décembre en juin. Il avait pourtant regagné plus de 9 % début septembre.

A ce niveau, le cours des actions était vraisemblablement trop élevé, à l'image de ce que l'on pouvait constater à l'étranger. Le "multiple de capitalisation" 1/ moyen des actions cotées à la bourse de Paris se situait selon plusieurs sources (en particulier CCF et SAFE) autour de 14 ou 15 alors que celui des obligations du secteur public 2/ était revenu autour de 9 à 10, par suite de la hausse des taux.

Multiples de capitalisation



Depuis le mois de septembre l'indice hebdomadaire INSEE des valeurs à revenu variable avait entamé un repli : de 109,3 le 4 septembre, il était revenu à 101,5 le 9 octobre (- 7 %) 3/.

La crise du mois d'octobre a transformé ce repli en chute brutale. D'une part le contexte international redonnait vigueur aux anticipations de baisse du dollar, donc de tensions au sein du SME et de hausse des taux d'intérêt, d'autre part, l'effondrement en chaîne des marchés des actions ne pouvait pas épargner la bourse de Paris où la capitalisation boursière était détenue à 25 % - 30 % par des non-résidents.

Les ordres de vente ont ainsi fait reculer l'indice hebdomadaire des valeurs à revenu variable de 7,6 % dans la semaine du 12 au 16 octobre, de 9,6 % dans celle du 19 au 23, et encore de 5,9 % dans celle du 26 au 30. Au total, la baisse avait atteint près de 25 % sur un mois. Par rapport à la fin de 1986, la chute était de 20 % ; elle était de 30 % par rapport au plus haut de l'année, soit fin mars. De ce seul fait la capitalisation boursière des actions (qui totalisait 1.100 milliards de Francs fin 1986) aurait été réduite de 220 milliards par rapport à décembre et de près de 400 milliards par rapport à fin mars. L'indice CAC est ainsi revenu à son niveau de début 1986 (autour de 270 fin novembre, base 100 fin 1981).

1/ ou PER, "price earning ratio" : rapport de la capitalisation boursière des sociétés à leur bénéfice total.

2/ inverse des taux de rendement en bourse

3/ Base 100 fin d'année 1986

Evolution de l'indice des actions françaises à Paris

(Cours du mercredi)
(Base 100 au 1er mercredi de janvier 1985)
(Données hebdomadaires)



Source : Indice CAC general

A l'issue du mois de novembre, on pouvait estimer que la valeur du patrimoine des ménages en actions cotées et non cotées, participations et obligations, tel qu'on peut l'établir pour la fin 1986 à partir de données fournies par la Banque de France (2.100 milliards de francs) aurait été amputé de 230 milliards environ. Pour les sociétés, les moins values auraient été du double, alors que leur portefeuille d'actions, participations et obligations n'était supérieur que d'un tiers à celui des ménages. La part des actions cotées et non cotées et des participations est en effet prépondérante chez les sociétés.

L'ampleur de ces chiffres doit immédiatement être relativisée. Ces moins values succèdent en effet à de fortes plus-values, estimées pour 1984, 1985 et 1986 à 145 milliards, 170 milliards et 295 milliards pour les ménages et 310 milliards, 450 milliards et 695 milliards pour les sociétés, selon les tableaux d'opérations financières établies par la Banque de France, lesquels revalorisent les actions non cotées et les participations.

Evolution des portefeuilles de valeurs mobilières des ménages et des entreprises depuis 1983 (1)

	1983			1984			1985			1986			1987		
	E	F	PV	E	F	PV	E	F	PV	E	F	PV	E		
Ménages	1.116	83	145	1.344	141	172	1.657	160	295	2.112	ND	-227	ND		
SQS	1.299	65	312	1.676	59	447	2.182	138	694	3.014	ND	-478	ND		

F : flux annuel

PV : plus-values au cours de l'année

E : encours en fin d'année

(1) Ces montants incluent les obligations et les actions, cotées et non cotées, ainsi que les autres participations (parts de SARL, sociétés civiles, etc). Les actifs non cotés sont évalués par référence aux valeurs cotées. Ceci repose sur l'hypothèse que la valorisation boursière reflète bien l'évolution de la valeur de l'ensemble des sociétés. Si des tensions sur le marché financier font fortement varier les cours de bourse, il peut cependant être exagéré de répercuter ces variations sur l'estimation des actifs non cotés. Toutefois, il serait encore plus inexact de ne recenser ces derniers qu'à leur valeur nominale, ce qui reviendrait à ignorer toute possibilité de croissance des sociétés. Par ailleurs, les portefeuilles ici recensés incluent tout à la fois les titres acquis directement et ceux détenus via les OPCVM. De cette façon, sont donc recensées les actions et les obligations adossées à des parts et actions d'OPCVM achetées par les ménages et les SQS mais pas les liquidités correspondantes des OPCVM.

Cependant, une partie des moins values enregistrées ces dernières semaines peut-être effectivement considérée comme perte potentielle par les agents qui ont acquis les titres à un cours supérieur à celui aujourd'hui constaté. Sont ainsi perdantes les acquisitions réalisées depuis le début de 1986.

On peut tenter d'apprécier globalement cette perte potentielle par rapport au prix d'émission en recensant les flux d'émissions d'actions françaises et d'obligations françaises à taux fixe réalisées depuis le début de 1986, lesquelles correspondent aux acquisitions nettes réalisées en contrepartie.

Acquisitions de titres et pertes potentielles (1)								
	1986				1987			
	86.1	86.2	86.3	86.4	87.1	87.2	87.3	
Actions françaises								
* cotées :								
acquisitions	11,3	27,3	10,0	16,3	11,6	19,7	8,2	
pertes potentielles	-0,5	-5,8	-2,4	-4,2	-3,6	-6,2	-2,5	
* non cotées :								
acquisitions	21,8	15,9	16,3	13,9	32,4	24,6	27,2	
pertes potentielles	-0,7	-2,2	-2,6	-2,4	-6,7	-5,2	-5,5	
* privatisées :								
(hors Suez) acquisitions	-	-	-	3,6	21,6	17,5	26,3	
(hors Suez) pertes potentielles				-	1,0	-2,0	-2,3	
Obligations françaises à taux fixe								
acquisitions	81,2	51,6	42,7	4,2	50,0	20,5	-3,1	
pertes potentielles	-2,6	-4,6	-4,1	-0,3	-2,2	-0,8	-	
Perte totale du trimestre	-3,8	-12,6	-9,1	-6,9	-11,5	-14,2	-10,3	
Perte cumulée		-16,4	-25,5	-32,4	-43,9	-58,1	-68,4	
Sources : Crédit Lyonnais pour le montant trimestriel des acquisitions - Indices INSEE des valeurs françaises à revenu variable (actions) et à revenu fixe (obligations) pour la mesure des moins-values par rapport à la date d'acquisition.								
(1) Les pertes potentielles sont des moins-values enregistrées par rapport à la valeur d'acquisition des titres. Elles devraient normalement être enregistrée en comptabilité soit comme moins-values effectivement réalisées si les titres sont vendus à perte, soit comme provisions pour dépréciation d'actifs si les titres dévalorisés sont concernés par les porteurs.								

On met ainsi en évidence des pertes potentielles de l'ordre de 70 milliards, (45 milliards si l'on ne tient pas compte des actions non cotées). Il est quelque peu délicat de chercher à les répartir entre les agents. On peut toutefois considérer que les ménages doivent en supporter environ 30 milliards (soit 40 %) et les sociétés de 15 à 20 milliards (30 % des actions et 10 % des obligations). Le reste serait à ventiler entre les assurances, les établissements de crédit et les non-résidents.

Ce sont ces pertes potentielles qui, réalisées ou provisionnées, devraient affecter les résultats des entreprises au titre de l'année 1987 (qui seront rendus publics à partir du deuxième trimestre 1988).

Toutefois, globalement, les sociétés ont placé leurs actions auprès des ménages à des cours élevés dans la période précédant le krach ; elles ont donc bénéficié d'un transfert de richesse en accroissant leur actif net. Au contraire, la chute des cours a dévalorisé les titres de propriété acquis par les ménages. Ce transfert est manifeste dans le cas du rachat de leurs propres titres par les sociétés, directement ou par le biais d'entités de groupe.

Par ailleurs, au sein d'un même secteur institutionnel, les agents ne sont pas tous dans une situation identique. Certains ont pu transformer en bénéfiques effectifs les plus values enregistrées lorsque les cours progressaient, soit directement en revendant des titres, soit indirectement en collectant des fonds à bon compte sur le marché des actions. Au contraire, ceux qui, ayant trop tardé à se désengager, détenaient des portefeuilles importants à la veille du krach devront supporter l'essentiel des moins-values.

A la suite du krach, les marchés de capitaux ont continué de chercher leur nouvel équilibre. Le marché des actions ne paraît pas encore s'être stabilisé. Certes les émissions se sont nettement ralenties et les privatisations ont été reportées. Cependant le marché reste lourd, chaque velléité de reprise pouvant entraîner des dégagements supplémentaires de porteurs dans l'attente de la première éclaircie venue.

Il reste toutefois qu'avec un multiple de capitalisation revenu autour de 10 le prix des actions françaises a retrouvé un niveau plus en rapport avec les performances des entreprises.

Par ailleurs le climat sur le marché obligataire peut s'améliorer. Sur toutes les bourses mondiales, des arbitrages ont été opérés des actions vers les obligations, entraînant un ajustement technique du taux à la baisse. Après avoir dépassé 11,40 % début octobre et atteint brutalement 12,0 % le 19 octobre, le taux de rendement des emprunts d'Etat est revenu à 10 % fin octobre. Depuis lors le taux a perdu 25 points de base et de nombreux opérateurs peuvent encore anticiper de légers ajustements à la baisse, au fur et à mesure que s'assouplit la politique monétaire en RFA. Enfin le remboursement de l'emprunt 7 % 1973 courant janvier 1988 doit apporter des ressources au marché, de façon un peu lissée par des rachats anticipés par la Caisse d'Amortissement de la Dette publique et marginalement par des remises de titres de cet emprunt en paiement d'actions de privatisées ou d'obligations assimilables du Trésor (OAT).

Cependant, les taux sur le marché interbancaire ont été relevés afin de préserver la stabilité du SME. Alors que les taux à terme s'étaient vivement redressés courant octobre, la Banque de France a remonté de 3/4 de point ses taux directeurs (taux des pensions à 7 jours porté à 8 3/4 et taux des appels d'offres porté à 8 1/4) pendant que la Bundesbank abaissait les siens (de 0,2 point seulement) en un mouvement coordonné. Courant novembre et début décembre les deux banques centrales ont ensuite simultanément réduit leur taux d'intervention. Ramené à 7 3/4 %, le taux des appels d'offres reste toutefois très supérieur aux taux d'intervention de la Bundesbank (2,5 % pour l'escompte, autour de 3 % pour les pensions). Ceci étant, les taux bancaires débiteurs se trouvent désormais plutôt orientés à la hausse.

Ceci ne paraît pas de nature, pour l'instant, à freiner la demande de crédit, qui pourrait rester soutenue, notamment pour les entreprises, par suite d'un financement plus difficile à travers le marché des actions. En outre, la préférence pour les placements à court terme dont les instruments sont fort bien rémunérés, ne devrait pas spontanément se démentir dans la période d'incertitude actuellement traversée.

C'est pourquoi les autorités monétaires continueront de surveiller attentivement l'évolution des liquidités (L) et, en particulier, de celles gérées par les établissements de crédit (M3). En outre, la progression du crédit intérieur total, affectée par l'augmentation soutenue de certains types de crédits, fera l'objet d'un suivi vigilant.

Enfin, l'objectif de progression de M2, (agrégat de monnaie regroupant les moyens de paiement) qui sera respecté en 1987, est de nouveau fixé pour 1988 sous la forme d'une fourchette de 4 % à 6 %. Ce sera le seul objectif monétaire publié pour l'année à venir.

2. La politique budgétaire

2.1 Les charges du budget de l'Etat : Une évolution très restrictive durant les années 1987 et 1988

En 1987, les charges du budget de l'Etat 1/ devraient atteindre 1.120 milliards de francs. La différence avec le montant inscrit dans la loi de finances initiale 1987 (1.054,2 milliards de francs), provient principalement 2/ de crédits ouverts en contrepartie de fonds de concours, - environ 48 milliards de francs - de crédits ouverts par le collectif budgétaire de fin d'année 1987 - 29,6 milliards de francs financés en partie par des annulations de crédits de 11,6 milliards de francs -, et de 2,1 milliards de solde de crédits d'avances.

Par rapport à l'année 1986, les charges du budget de l'Etat seraient en progression de 0,9 %, progression faible en comparaison de :

- celle du produit brut en valeur (4,5 % prévu par le Rapport Economique et Financier, plutôt 5,2 % prévu aujourd'hui par l'INSEE, avec 3,2 % de croissance du prix du PIB) ;
- de la progression retenue dans la loi de finances initiale pour 1987 : 1,9 % d'augmentation de charges de l'Etat entre la loi de finances initiale pour 1986 et la loi de finances initiale pour 1987.

La moindre croissance des dépenses de l'Etat durant l'année 1987 est particulièrement nette pour les dépenses de fonctionnement (titre III, moyens des services) : notamment réduction des effectifs de la fonction publique, ainsi que pour les dépenses civiles en capital qui diminuent (même lorsqu'on réintègre dans ces dépenses les dotations en capital financées par les privatisations).

1/ c'est-à-dire dépenses définitives du budget général + solde des opérations définitives des comptes d'affectation spéciale + solde des opérations temporaires.

2/ Les crédits d'avance ouverts en août 1987 (7,3 milliards de francs) pour le financement des mesures contre le chômage de longue durée, et en faveur de la sécurité sociale, ont été financés par annulation de crédits de 5,2 milliards.

La loi de finances initiale pour 1988 inscrit un montant de charges de l'Etat de 1.083,6 milliards de francs soit une progression de 2,8 % par rapport au montant inscrit dans la loi de finances initiale 1987 (progression de 1,9 % si l'on raisonne à structure 1987/1). Hors collectif budgétaire, le montant des charges de l'Etat progressera de 0,9 %^{2/} en 1988 (progression de 0,2 % à structure 1987). De nouveau, cette évolution prévue des charges paraît très modérée en comparaison de la croissance prévue du PIB en valeur (4,4 % de croissance, avec 2,2 % pour le prix du PIB).

- 1/ Dans la loi de finances initiale pour 1988, sont inscrits 50 milliards de francs de produits de la privatisation dont 15 sont affectés en dotations en capital aux entreprises publiques.
- 2/ La progression de 11,6 % inscrite dans la loi de finances initiale pour 1988 (par rapport à la loi de finances initiale pour 1987) de crédits ouverts pour la ministère des Affaires Sociales et de l'Emploi, au titre de l'emploi, correspond en fait à une progression de 2,3 % puisque le ministère a profité de 6 milliards de crédits supplémentaires durant l'année 1987.

Chiffrage de l'action discrétionnaire de l'Etat en matières de dépenses publiques en 1988

L'action discrétionnaire de l'Etat en 1988 se résume, d'après le projet de loi de finances, d'une part par une prise en charge par l'Etat de dépenses qui, l'année précédente, ne figuraient pas au budget de l'Etat (rebudgétisations), d'autre part par des mesures nouvelles qui se traduisent par un effort global d'économie.

Rebudgétisations

- réintégration de la dette du Fonds Spécial pour Grands Travaux dans le budget général (au titre I) soit : + 1,7 milliard de F
- la nouvelle caractéristique des emprunts émis par l'Etat entraîne une charge supplémentaire (titre I) de : 2 milliards de F
(compensée par une rebudgétisation de recettes de même montant, voir plus loin*)
- les crédits de recherche, concernant la filière électronique sont désormais repris en charge par le budget général (au titre IV) au lieu d'être inscrits au budget annexe des PTT + 0,1 milliard de F
- le coût des bonifications en faveur du logement est en 1988 retracé dans le budget (au titre IV) au lieu d'être pour partie couvert par un fonds de concours versé par le FRGCE (Fonds de réserve et de garantie des caisses d'épargne), soit : + 7,4 milliards de F
- les subventions versées par l'ANAH (Agence Nationale pour l'Amélioration de l'Habitat) sont rebudgétisées en 1988 (au titre III) soit : + 0,2 milliard de F
- on budgétise (au titre IV) la charge liée à l'inscription dans la dotation générale de décentralisation DGD de l'écrêtement des recettes fiscales transférées aux départements, soit : + 1 milliard de F
(compensée par une rebudgétisation de recettes de même montant, voir plus loin1/)
- les dotations en capital effectuées, grâce aux recettes de privatisation, au profit de la SNCF, ports maritimes allègent les dépenses (titre V), soit : - 3,2 milliards de F

Au total l'Etat prend à sa charge 9,2 milliards de dépenses supplémentaires.

1/ voir encadré chiffrage de l'action discrétionnaire de l'Etat en matière de recettes fiscales et impact macroéconomique.

L'effort de limitation des dépenses se lit sur les dépenses de biens et services, sur les interventions et sur le budget d'investissement. Pour les premières, le projet de loi de finances montre une progression faible de 3,5 %. Le budget d'investissement indique aussi une progression de 3,3 % en crédits de paiements et une augmentation du budget des investissements civils de 0,9 %. Enfin les interventions globalement progressent de 2,1 % ; ce sont les interventions économiques (subventions aux entreprises) qui diminuent de 7,5 % au profit des interventions sociales et des autres interventions (voir encadré, pour un chiffrage à structure constante).

Mesures nouvelles

Pour évaluer les mesures nouvelles en matière de dépenses, on compare les dépenses inscrites dans le projet de loi de finances 1988 à structure 1987 aux dépenses inscrites dans le projet de loi de finances 1987. Ce chiffrage est certainement fragile et repose sur des conventions.

On suppose d'une façon générale que l'évolution du service de la dette (titre I) (hors rebudgétisations, et réduction d'intérêts grâce aux opérations de désendettement est entièrement spontanée.

Pour les salaires et les pensions, on suppose que la norme serait le maintien du pouvoir d'achat à effectifs constants. La progression des salaires et pensions entre les deux lois de finances initiales est de 2,9 %. Elle correspondrait alors à une dépenses nouvelle de l'Etat de 1,7 milliard de francs.

Pour les autres dépenses du budget, on fait l'hypothèse qu'on peut mesurer l'effort d'économie du budget général par l'écart entre les dépenses constatées et ce qu'elles auraient été si en volume comme en prix elles avaient la progression du PIB (+ 4,4 %).

Ainsi pour les dépenses de biens et services, on chiffre cet effort d'économie à 0,8 milliard de francs.

A structure 1987, les interventions, au lieu d'augmenter, diminuent de 0,6 %. L'effort d'économie serait alors de 16,7 milliards de francs dont 5,6 milliards de francs sont à soustraire compte tenu de diminution de bonifications d'intérêt dues à des mesures antérieures et à l'évolution des taux d'intérêt.

Enfin le budget d'investissement progresse de 3,3 % ; si l'on débudgétise les dotations en capital au profit de la SNCF, ports maritimes, effectuées grâce aux recettes de privatisation ce budget progresse alors de 5,4 %. La dépense nouvelle de l'Etat serait alors de 1,6 milliard de francs.

Globalement les mesures nouvelles se résument en une diminution des interventions économiques et sociales. Il est difficile d'évaluer l'impact macroéconomique qu'elles peuvent avoir hors transfert administrations publiques - autres agents.

**Dépenses du budget général par grande fonction en 1987 et 1988
(crédits de paiements associés aux lois de finances initiales)**

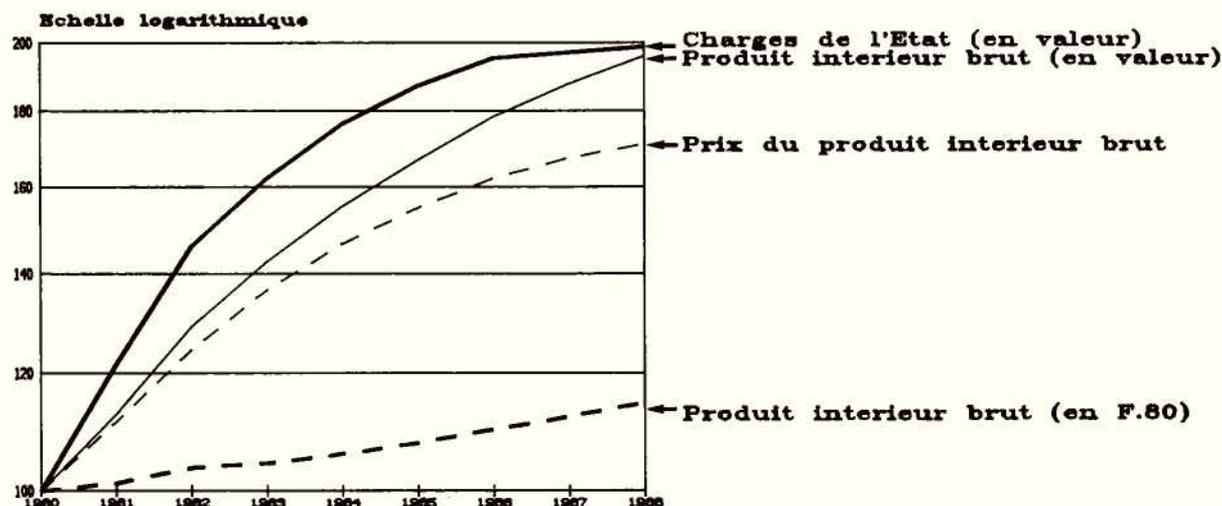
Milliards de francs - Taux de croissance

	1987	1988	1988/1987(%)
Intérêts de la dette (1)	98,5	104,1	5,7
Salaires et charges sociales (2)	314,6	325,7	3,5
Dépenses courantes de biens et services (3)	65,1	67,2	3,2
Pensions (4)	95,7	96,6	0,9
Interventions (5)	322,6	329,3	2,1
dont : - économiques (6)	99,9	92,4	-7,5
- sociales (7)	151,2	154,5	2,2
Budget d'investissement (8)	153,4	158,5	3,3
Solde des comptes d'affectation spéciale	-0,3	-0,1	
TOTAL	1.049,9	1.081,5	3,0

Source : Rapport de la commission des Finances, projet de loi de Finances 1988

- (1) Titre I, net des remboursements et dégrèvements - (2) Titre III, parties 1 et 3, partie 6 (80 %)
 (3) Titre II, titre III, parties 4, 5 et 7 et titre III, partie 6 (20 %) - (4) Titre III, partie 2 - (5) Titre IV
 (6) Titre IV, parties 4 et 5 - (7) Titre IV, parties 6 et 7 - (8) Titre V, VI et VII

**Evolution des charges de l'Etat et du produit intérieur brut
(Indice base 100 en 1980)**



La période 1981-1988 se décompose ainsi en quatre :

- la période 1981-1982 : les charges de l'Etat ont évolué à un rythme élevé (environ 20 % par an) nettement supérieur à celui du produit intérieur brut en valeur (environ 13 à 15 % par an) ;
- la période 1983-1984 : les charges de l'Etat et le produit intérieur brut en valeur ont progressé à des rythmes proches (environ 10 % par an) ;
- la période 1985-1986 : les charges de l'Etat sont stables en volume, leur progression respecte celle du prix du produit intérieur brut (entre 4 à 6 % par an) ;
- enfin la période 1987-1988 1/ : la progression des charges de l'Etat est inférieure de plus de la moitié à celle du prix du produit intérieur brut.

Cette analyse reste valable lorsqu'on se restreint aux charges hors services de la dette.

1/ Ce raisonnement est effectué hors collectif budgétaire 1988.

2.2 Malgré des restrictions de dépenses budgétaires en 1987 et 1988 un poids de la dette publique encore en augmentation

Le poids de la dette publique en France a fortement progressé au cours de ces dernières années. Il est passé de 14,9 points de PIB en 1980 à 23,8 points de PIB en 1986. Durant les années 1987 et 1988, il devrait continuer d'augmenter, malgré l'affectation pour les années 1987 de 40 milliards de francs 1/ au désendettement de l'Etat et aussi la réduction prévisible du déficit budgétaire de plus de 12 milliards de francs en 1987. Enfin, en 1988, bien que le désendettement permis par les recettes de privatisations de 1987 entraîne une économie d'intérêts de 2,7 milliards de francs, la charge de la dette stricto sensu continue d'augmenter de 4,7 % (mais de seulement 0,4 % si l'on raisonne à structure 1987). En terme de poids dans les recettes fiscales nettes, la charge de la dette (nette des remboursements et dégrèvements, et des prélèvements sur recettes) serait supérieure à 11 % en 1987 et 1988.

2.3 Solde budgétaire : une réduction retenue de 14 milliards en 1988

Pour l'année 1987, le solde budgétaire hors FMI et hors FSC, après remboursements et dégrèvements, compte tenu du collectif budgétaire de fin d'année et des révisions de recettes, devrait être sensiblement égal au solde budgétaire de la loi de finances initiale pour 1987, soit - 129 milliards de francs (ou encore - 2,47 points de produit intérieur brut 2/). L'année 1987 serait la troisième année (après les années 1982, 1986) durant laquelle le déficit de l'Etat, en exécution de loi de finances est très proche du déficit annoncé en loi de finances initiale. En effet, la baisse du prix du pétrole a induit une plus forte croissance que prévue en 1986 ainsi qu'une évolution plus favorable des revenus des ménages et des bénéficiaires des entreprises ; ce qui a permis un supplément de recettes nettes pour l'Etat aussi bien en 1986 qu'en 1987. Ainsi pour 1987, l'Etat enregistre un supplément de recettes fiscales de 19,3 milliards (impôts sur le revenu, impôts sur les sociétés, TVA) malgré une avance de trésorerie de 6 milliards aux entreprises au titre de l'impôt sur les sociétés.

Pour l'année 1988, le déficit budgétaire annoncé se réduit encore de plus de 14 milliards de francs (il est égal à 114,9 milliards de francs dans la loi de finances initiale pour 1988). Il faut rappeler que les rebudgétisations de recettes et de dépenses contribuent pour 10 milliards de francs à cette réduction, mais qu'elles n'ont pas d'incidence sur le besoin de financement des administrations publiques.

2.4 Les recettes fiscales

Les données disponibles jusqu'à octobre 1987 permettent d'avoir une vision plus précise des rentrées fiscales en 1987, même si certains chiffres restent sujets à révision.

Les recettes totales nettes (des remboursements, dégrèvements et prélèvements sur recettes) du budget général devraient être plus élevées que prévues de 20 milliards de francs, soit 943,6 milliards de francs, d'après l'évaluation révisée du collectif budgétaire de fin d'année. Dans la loi de finances initiale pour 1988 les recettes totales nettes sont en progression de 2,7 % par rapport à cette évaluation révisée ; en

1/ Sur environ 62 milliards de francs de recettes de privatisations en 1987, 22 milliards de francs sont affectés aux dotations en capital, 5 milliards de francs permettent de payer les intérêts et les amortissements des emprunts contractés pour financer les nationalisations, et 35 milliards de francs sont affectés à la caisse d'amortissement de la dette publique.

2/ Avec la croissance du PIB en valeur de 4,4 % dans la loi de finances initiale.

particulier les recettes fiscales nettes augmentent de 2,1 %. Mais pour apprécier correctement l'évolution des recettes du budget général et raisonner à "structure constante" il convient d'en déduire les rebudgétisations et de tenir compte des transferts de recettes (voir encadré). Ainsi à "structure constante", hors allègements fiscaux (25 milliards), et hors mesures de recettes supplémentaires 1/, les recettes fiscales nettes progresseraient en 1988 de 3,3 % chiffre compatible avec une croissance même inférieure à 4,4 %.

La progression des impôts sur le revenu des ménages est assez soutenue en 1987 : 5,2 % (soit + 11,5 milliards de francs). En effet, l'évolution assez forte du revenu imposable en 1986, la forte croissance des rappels d'impôts sur exercices antérieurs, ainsi que les recouvrements des prélèvements pour la sécurité sociale de 0,4 % sur le revenu imposable au premier trimestre (+ 5 milliards de francs) et de 1 % sur les revenus des capitaux mobiliers et immobiliers en fin d'année (0,95 milliard de Francs), atténuent, en terme de rentrée fiscale, pour les administrations publiques, les allègements fiscaux de la loi de finances pour 1987 (13 milliards de francs).

Pour 1988 le projet de loi de finances complète l'effort d'allègement de l'impôt sur le revenu en réduisant les taux marginaux de 4 % pour les tranches de 10 à 45 % et de 2 % pour les tranches de 50 à 58 %. Enfin le prélèvement de 0,4 % sur le revenu imposable pour le financement de la sécurité sociale est reconduit et devrait être recouvré au premier trimestre 1988.

Les autres impôts directs des ménages (+ 2,7 % en 1987) comprennent en premier lieu les impôts locaux. Leur ralentissement observé en 1987 (+ 6 % après 9,2 % en 1986) devrait se poursuivre en 1988 sous l'effet d'un sursis à l'actualisation des valeurs locatives et de la prise en compte d'un coefficient correcteur dans le calcul de la base imposable. Enfin l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières reste stable en 1987.

Après deux années de forte progression (16,9 % en 1985 et 20,8 % en 1986), l'impôt sur le bénéfice des sociétés et quasi sociétés non financières ralentit en 1987 (+ 12,5 %). En 1987 le taux de l'impôt sur les sociétés est de 45 %. Les dispositions fiscales de la loi en faveur de l'Epargne adoptée au 3 juin 1987 ont permis de déterminer les acomptes payés en 1987 sur la base d'un taux de 42 % et de reporter sur le solde versé en 1988 le complément d'impôt dû. Cette mesure de trésorerie a joué à partir du troisième acompte et explique l'évolution très contrastée de l'impôt sur le bénéfice entre le premier et le second semestre. A partir de 1988, le taux de l'impôt sur les sociétés s'établit définitivement à 42 %. La suppression de la possibilité d'étalement des plus values nettes à court terme permettra une rentrée fiscale supplémentaire de 1,25 milliard de francs. Enfin la réforme de la fiscalité de groupe n'aura de répercussions budgétaires qu'en 1989.

Les impôts à la production, autres que la taxe à la valeur ajoutée, augmentent en 1987 de 4,8 % après 8,4 % en 1986. Cette évolution modérée provient principalement de celle des diverses taxes sur l'énergie.

La TIPP progresserait en 1987 de 4,9 %, rythme nettement inférieur à celui de 1986 (11,1 %) mais encore assez soutenu, par le seul jeu de l'indexation habituelle et de l'effet en année pleine des relèvements décidés dans le cadre de la loi de finances pour 1986. En 1988, l'évolution de la TIPP 2/ devrait être plus forte, soit 6 % en moyenne annuelle, en raison de son indexation et surtout de l'intégration du timbre douanier, et malgré les réductions de taux sur le fioul lourd et le gaz naturel et le report de la date de mise en place du nouveau tarif de la TIPP. Les recouvrements de la taxe professionnelle devraient diminuer en 1987 (- 2,4 % après 3,2 % en 1986) à

1/recettes supplémentaires de 3 milliards de francs (dont 1,25 milliards de francs d'imposition des plus values à court terme).

2/ La taxe spécifique au profit du Fonds spécial pour Grands Travaux a toujours été intégrée dans la TIPP, au sens de la Comptabilité trimestrielle, au contraire de la TIPP au sens budgétaire.

cause de l'allègement de 5 milliards décidé dans la loi de finances 1987. Pour 1988 ce mécanisme d'allègement est maintenu et poursuivi par un lissage de l'augmentation de la taxe supportée par les entreprises qui investissent ou embauchent, cela entraînera une diminution des recettes de l'ordre de 2 milliards de francs. En 1988 la taxe sur les frais généraux est supprimée après une réduction de moitié de son taux d'imposition en 1987 (coût pour les Administrations publiques : 1,05 milliard de francs en 1987 et 1,2 milliard de francs en 1988).

Les recettes perçues par l'Etat au titre de la taxe sur la valeur ajoutée augmenteraient de 5,9 % en 1987 à un rythme proche de celui de la consommation des ménages en valeur en 1987 (5,2 %). Enfin les diverses mesures d'allègement de la TVA prises pour les années 1987 et 1988 : baisse des taux de TVA sur les voitures de tourisme et les motos (à partir du 17 septembre 1987), sur les disques et les supports enregistrés, sur les attractions foraines, déduction supplémentaire sur le gazole et le gaz liquéfié, exonération des prestations de soins délivrées par l'ensemble des établissements hospitaliers, seront en fait, en grande partie, compensées en terme de recettes, par l'assujettissement des Télécommunications à la TVA.

Le taux de pression fiscale obtenu en rapportant la masse des impôts versés par les agents intérieurs au produit intérieur brut en valeur atteindrait ainsi en 1987 le niveau de 25,3 % soit 0,2 point de plus qu'en 1986.

Impôts recus par les administrations publiques en évolution et en niveau										
Part en %		Evolution en %							Niveau en Mds de F	
		1986			1987			1988	1986	1987*
1986		I	II	MA	I	II*	MA*	I*		
62,3	Impôts liés à la production			6,3			5,4		814,9	859,3
36,4	. TVA budgétaire brute	1,6	1,5	5,1	4,1	0,8	5,9	2,0	475,7	504,0
16,6	. Impôts sur les produits	3,5	7,6	9,8	2,5	2,1	7,4	3,6	217,2	233,4
	dont : TIPP + CNE	3,3	7,0	11,1	3,5	-0,2	4,9	5,7	95,1	99,7
3,4	. Impôts sur les salaires	1,4	4,1	8,4	0,4	6,5	5,8	0,8	45,1	47,7
5,9	. Autres impôts liés à la production	1,4	7,3	4,5			-2,1	0	76,9	75,3
	dont : taxe professionnelle			3,2			-2,4	0	58,4	57,0
37,7	Impôts courants sur le revenu, le patrimoine et le capital			10,1			5,1	4,0	492,5	517,5
7,6	. Impôt sur le bénéfice	20,6	0,2	21,1	14,5	-5,1	11,8	8,8	99,5	111,2
	dont : SQS non financières	18,8	-1,3	20,8	17,9	-7,7	12,5	7,9	77,8	87,5
17,0	. Impôt sur le revenu des ménages	10,1	2,2	4,2	5,1	-1,7	5,2	3,7	221,5	233,0
10,9	. Autres impôts sur le revenu et le patrimoine	3,1	1,4	8,5	1,4	-1,4	2,0	1,2	142,8	145,6
	dont : taxes locales	6,8	-0,7	9,2	4,7	3,4	6,0	2,6	91,5	97,0
2,2	. Impôts en capital			39,7			1,1		28,1	28,4
100,0	Total recettes fiscales			6,7			5,3		1 307,4	1 376,8

Source : comptabilité trimestrielle

* : estimation

Les évolutions présentées par semestre sont des taux de croissance de moyenne semestrielle.

**Chiffrage de l'action discrétionnaire de l'Etat
en matière de recettes fiscales et impact macroéconomique**

L'action discrétionnaire de l'Etat en 1988 en matière de recettes budgétaires, se résume, d'une part par les budgétisations (resp débudgétisations) de recettes qui l'année dernière ne figuraient pas (resp figuraient) au budget de l'Etat, d'autre part par des mesures nouvelles qui se traduisent par un effort d'allègement global.

Budgétisations et débudgétisations

- . La budgétisation des missions du fonds spécial de grands travaux entraîne un supplément de recettes (TIPP) de 4,8 milliards de francs.
- . La budgétisation de l'agence nationale pour l'amélioration de l'habitat entraîne un supplément de recettes (produits de l'enregistrement) de : 1,4 milliard de francs.
- . Différentes opérations de rebudgétisations (recettes de coupons courus sur émissions d'obligations assimilables du Trésor, changement d'affectation de la garantie accordée par l'Etat aux caisses d'épargne, écrêtement des recettes transférées aux départements) majorent les recettes non fiscales de 13,2 milliards de francs.
- . En raison de l'assujettissement des télécommunications à la TVA, la recette non fiscale en année pleine de 6,1 milliards de francs, prélevée sur le budget annexe des PTT est transférée en recettes fiscales (de TVA).

Mesures nouvelles

Les allègements fiscaux supplémentaires en 1988 se répartissent de la façon suivante :

- 14,6 milliards pour les sociétés et quasi sociétés hors PTT non financières, dont 6,1 milliards dus à l'assujettissement des télécommunications à la TVA et donc finalement 8,5 milliards pour les sociétés et quasi sociétés non financières ;
- 10,3 milliards de francs pour les ménages ;
- 6,9 milliards de baisse des taux de TVA pour les ménages et les entreprises.

Impact macroéconomique des principales mesures fiscales

On chiffre, à l'aide du modèle METRIC (réestimé en collaboration INSEE-DP), les effets macroéconomiques sur les années 1988 et 1989 des allègements fiscaux. L'impact expansionniste de ces allègements est très faible ; il l'est encore plus lorsqu'on prend en compte les mesures de financement de la sécurité sociale déjà décidées pour le premier semestre 1988 (prélèvement de 0,4 % du revenu imposable et hausse du prix du tabac de 10 % au 1er avril) ; enfin il pourrait être plus que compensé si on prenait en compte l'impact restrictif d'un financement possible supplémentaire, par les ménages, de la sécurité sociale, au deuxième semestre.

Les allègements fiscaux pour les ménages donnent lieu à une simulation keynésienne simple qui fait jouer les mécanismes habituels multiplicateur - accélérateur du modèle. La réduction de l'impôt sur le revenu permet d'augmenter le revenu réel des ménages de 0,31 % en 1988. En raison de son inertie la consommation des ménages s'accroît de 0,17 % la première année et de 0,23 % la seconde année. Enfin l'accroissement du produit intérieur est limité (0,11 % la première année, 0,13 % la seconde année).

La réduction des taux de TVA donne lieu à une simulation keynésienne initialisée par des baisses de prix. Par l'intermédiaire des baisses initiales de prix, elle allège les coûts des entreprises et leur permet une meilleure compétitivité ; elle a de plus un effet direct d'augmentation de la consommation des ménages par l'effet de reconstitution d'encaisses réelles. Elle met en oeuvre par la suite les enchaînements dynamiques usuels du modèle. La hausse du produit intérieur brut est de 0,07 % en 1988 et de 0,08 % en 1989. La baisse du niveau du prix à la consommation des ménages est de 0,23 % en 1988 et de 0,29 % en 1989.

Pour une même valeur initiale d'allègement, la réduction des impôts sur le revenu permet une plus forte augmentation du niveau du produit intérieur brut que la réduction des taux de TVA (à deux ans, ces deux types de mesures ont le même effet) et induit ainsi une plus forte dégradation de la capacité de financement de la Nation. Par contre, en terme de prix, la réduction des taux de TVA permet une diminution des prix alors que la réduction de l'impôt sur le revenu a un effet nul à court terme.

Les allègements fiscaux pour les entreprises, hors effets de l'assujettissement à la TVA des Télécommunications, portent principalement sur les impôts liés à la production autres que la TVA (TIPP, taxe professionnelle). Ces allègements pourraient induire une certaine diminution des prix de production et par là même avoir un effet de relance sur la demande, et aussi pourraient avoir un impact direct d'augmentation de l'investissement des entreprises. Pour ces dernières, ces allègements sont de même nature mais de sens opposé aux réductions de subventions d'exploitation inscrites dans la loi de finances pour 1988. L'effet résultant est alors difficilement appréciable à l'aide du modèle METRIC.

Enfin, l'assujettissement des PTT (classé en Comptabilité Nationale en sociétés et quasi-sociétés non financières) à la TVA correspond à un transfert de revenu des PTT vers les sociétés et quasi-sociétés non financières hors PTT, par l'intermédiaire d'une baisse du prix de leur consommation intermédiaire. Ex ante ce transfert est neutre sur la capacité de financement des administrations publiques en raison de la diminution du prélèvement de l'Etat sur les PTT. L'impact macroéconomique passe par l'intermédiaire de baisse de prix de production et est légèrement expansionniste (+ 0,05 % à un an, + 0,09 % à deux ans).

Effets sur les années 1988 et 1989 des mesures décidées dans la loi de finances initiale pour 1988 (écart en % par rapport à un compte de référence qui n'incorpore pas ces mesures mais qui incorpore les mesures de la loi de finances de 1987 et les mesures d'urgence de mai 1987

	Mesures concernant les ménages (10,3 Mds de francs supplémentaires en 1988)						Baisse des taux de TVA (1,2 Mds de frs supplémentaires en 1987, 6,9 Mds de frs supplémentaires en 1988)						
	1988				1988	1989	1987	1988				1988	1989
	88.1	88.2	88.3	88.4			87.4	88.1	88.2	88.3	88.4		
Ecart en % sur le niveau de :													
. PIB marchand (volume)	0,07	0,09	0,13	0,13	0,11	0,13	0,02	0,03	0,06	0,08	0,08	0,07	0,08
. Consommation des ménages (volume)	0,11	0,15	0,19	0,21	0,17	0,23	0,02	0,05	0,08	0,11	0,13	0,09	0,13
. Investissement des SQS-EI (volume)	0,15	0,24	0,32	0,33	0,27	0,32	0,04	0,09	0,15	0,20	0,22	0,17	0,22
. Prix à la consommation	0	-0,01	-0,01	-0,01	-0,02	-0,03	-0,13	-0,20	-0,22	-0,25	-0,26	-0,23	-0,29
. Importations (volume)	0,31	0,34	0,52	0,45	0,40	0,38	0,05	0,15	0,26	0,33	0,33	0,27	0,25
Ecart en milliers sur le niveau de :													
. emploi	0,9	2,3	4,6	6,9	3,6	12,0	0,2	0,8	1,8	3,2	4,5	2,6	7,1
Ecart en milliards de francs sur le niveau de :													
. capacité de financement des administrations publiques					-8,7	-7,3						-4,5	-3,9
. capacité de financement de la Nation					-4,2	-4,2						-2,1	-1,9

Remarque : Pour calculer l'écart sur les taux de croissance au lieu de l'écart sur les niveaux, on peut en première approximation prendre la différence de deux écarts sur les niveaux. Par exemple, les mesures, concernant les ménages, augmentent le niveau du PIB marchand de 0,07 % en 1988.1 et de 0,09 % en 1988.2 et augmentent la croissance du PIB marchand de 0,07 point en 1988.1 et de 0,02 point en 1988.2 ; les mesures concernant les ménages augmentent ainsi la croissance du PIB marchand de 0,11 point en 1988 et de 0,02 point en 1989.

	Mesures concernant les entreprises : assujettissement des Télécommunications à la TVA (0,7 Md de Frs en 1987, 6,1 Mds de Frs en 1988)						
	1987	1988				1988	1989
	87.4	88.1	88.2	88.3	88.4		
Ecart en % sur le niveau de :							
. PIB marchand (volume)	0,02	0,03	0,05	0,06	0,08	0,05	0,09
. Consommation des ménages (volume)	0,02	0,03	0,06	0,07	0,08	0,06	0,09
. Investissement des SQS-EI (volume)	0,04	0,08	0,13	0,17	0,20	0,15	0,25
. Prix à la consommation	-0,05	-0,09	-0,12	-0,15	-0,18	-0,13	-0,23
. Importations (volume)	0,05	0,06	0,12	0,15	0,15	0,12	0,13
Ecart en milliers sur le niveau de :							
. Emploi	0,4	0,9	1,8	3,1	4,4	2,6	8,1
Ecart en milliards de francs sur le niveau de :							
. Capacité de financement des administrations publiques						-0,5	1,1
. Capacité de financement de la Nation						-1,3	-1,6

Effets sur les années 1988 et 1989 de mesures de financement de la Sécurité Sociale en 1988 (écart en % par rapport à un compte de référence qui incorpore les mesures de la loi de finances 1987 et les mesures d'urgence de mai 1987

	Prélèvement de 0,4% du revenu imposable (5 Mds de frs au premier trimestre 1988)						Hausse de 10 % du prix du tabac au 1er avril 1988							
	1988				1988	1989	1988				1988	1989		
	88.1	88.2	88.3	88.4			88.1	88.2	88.3	88.4				
Ecart en % sur le niveau de :														
. PIB marchand (volume)	-0,13	-0,05	-0,07	0	-0,06	0	-0,02	-0,04	-0,06	-0,04	-0,08			
. Consommation des ménages (volume)	-0,21	-0,08	-0,09	-0,02	-0,10	-0,02	-0,03	-0,06	-0,09	-0,06	-0,12			
. Investissement des SQS-EI (volume)	-0,30	-0,17	-0,17	-0,01	-0,16	0	-0,05	-0,10	-0,16	-0,10	-0,22			
. Prix à la consommation	0,03	0	0,01	0,01	0,01	0	0,18	0,20	0,22	0,20	0,27			
. Importations (volume)	-0,61	-0,07	-0,32	0,12	-0,22	0,05	-0,07	-0,17	-0,28	-0,17	-0,30			
Ecart en milliers sur le niveau de :														
. Emploi	-1,7	-2,9	-4,4	-4,5	-3,4	-3,6	-0,3	-0,9	-2,0	-1,1	-5,8			
Ecart en milliards de francs sur le niveau de :														
. Capacité de financement des administrations publiques					4,5	-0,7					3,5	3,9		
. Capacité de financement de la Nation					1,6	-0,4					0,9	2,4		

	Augmentation des cotisations sociales salarisées (1) (16 Mds de frs au deuxième semestre 1988)							
	1988				1988	1989		
	88.1	88.2	88.3	88.4				
Ecart en % sur le niveau de :								
. PIB marchand (volume)					-0,20	-0,28	-0,24	-0,39
. Consommation des ménages (volume)					-0,32	-0,44	-0,38	-0,64
. Investissement des SQS-EI (volume)					-0,46	-0,72	-0,59	-1
. Prix à la consommation					-0,04	-0,04	-0,04	-0,08
. Importations (volume)					-0,94	-1,04	-0,50	-1,36
Ecart en milliers sur le niveau de :								
. Emploi					2,6	7	4,8	24,2
Ecart en milliards de francs sur le niveau de :								
. Capacité de financement des administrations publiques							13,8	24,0
. Capacité de financement de la Nation							5,0	14,2

(1) L'augmentation des cotisations sociales salariales de 16 Mds de frs est une éventualité possible permettant de financer le déficit de la Sécurité Sociale. Elle correspondrait en fait à un maintien des mesures d'urgence de mai 1987 et à une hausse des cotisations salariales de 9 Mds de frs.



III - Les salaires et les prix

En 1987 comme au premier semestre 1988, le pouvoir d'achat du taux de salaire horaire ouvrier serait simplement maintenu, et le SMIC ne bénéficierait pas de "coup de pouce" supplémentaire. C'est aussi la préoccupation de maintien du pouvoir d'achat (du salaire moyen dans le secteur privé, du salaire des personnes en place dans le secteur public) qui prédomine dans les négociations salariales, par ailleurs plus différenciées que dans le passé. Compte-tenu de forts gains de productivité apparente du travail, le coût salarial unitaire dans l'industrie baisse en 1987, mais devrait recommencer à progresser au premier semestre 1988 du fait du ralentissement de la production. L'évolution du prix de l'énergie induit cependant des mouvements de sens opposé sur le coût des consommations intermédiaires ; si bien que les coûts d'exploitation comme les prix de production dans l'industrie croîtraient à un rythme semestriel régulier (0,3 % et 0,6 % respectivement) du début 1987 à la mi-1988.

Après une hausse sensible début 1987, due notamment à la libération des prix des services, les prix de détail croissent à un rythme modéré de 0,2 % par mois sur la seconde partie de l'année. Pour 1987, l'indice des 296 postes augmenterait donc de 3,2 % en glissement (décembre 1986/décembre 1987), ce qui permet une réduction de l'écart d'inflation avec nos principaux partenaires.

Au cours du premier semestre 1988, la hausse des prix de détail pourrait être de 1,8 % soit un rythme plus élevé qu'au second semestre 1987 : celui-ci a en effet bénéficié de réductions du taux de TVA sur divers produits industriels (ce qui a ralenti de 0,2 point la progression de l'indice d'ensemble), tandis qu'une forte hausse du prix du tabac en avril contribuera au contraire pour 0,2 point à la remontée de l'indice.

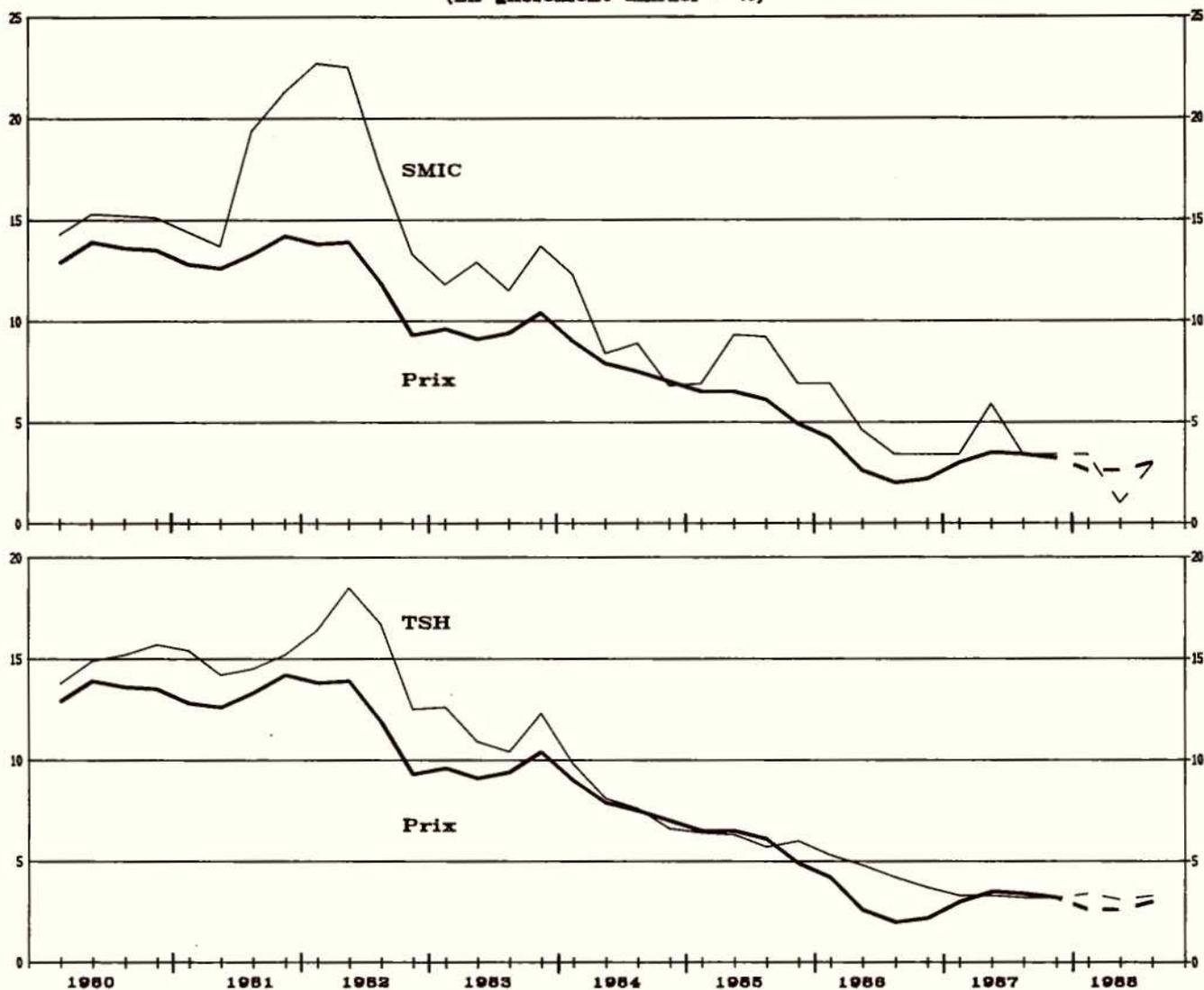
1. Le taux de salaire

Estimée à + 0,8 % pour le quatrième trimestre, la progression du taux de salaire horaire des ouvriers serait de + 3,4 % en glissement sur l'année 1987. Le gain de pouvoir d'achat du TSH entre janvier 1987 et janvier 1988 1/ serait de + 0,8 %, gain dû au seul fait que la forte hausse des prix de janvier 1987 disparaît de la période de référence. En moyenne annuelle, la progression nominale entre 1986 et 1987 serait de + 3,3 % et le pouvoir d'achat resterait stable.

Replacés dans un contexte de plus long terme, les gains de pouvoir d'achat enregistrés en 1986 du fait d'une décélération des prix plus forte que prévue apparaissent bien comme un phénomène exceptionnel sur la période récente. La progression du taux de salaire horaire se réduit de façon très régulière d'octobre 1983 à fin 1987. De 1983 au milieu de 1985, la courbe des évolutions de prix est quasi confondue avec celle des taux de salaire, puis connaît un brusque décrochement en 1986 (créant un gain de pouvoir d'achat) pour revenir se confondre en 1987 avec la tendance des évolutions de salaires. En 1987, comme d'ailleurs au premier semestre 1988, le pouvoir d'achat du taux de salaire horaire serait simplement maintenu.

1/ Le pouvoir d'achat du taux de salaire horaire est calculé par rapport aux prix aux dates de l'enquête du ministère du Travail (janvier, avril, juillet, octobre).

Prix et salaires
(En glissement annuel - %)



La prévision d'évolution du taux de salaire horaire ouvrier pour le premier semestre 1988 correspond donc exactement à la hausse prévue des prix de détail (1,8 %).

Le taux de salaire horaire		Glissement trimestriel en %									
		1986		1987*				1988*			
		GA	MA	87.1	87.2	87.3	87.4*	GA*	MA*	88.1*	88.2*
Taux de salaire horaire		3,3	4,2	1,0	0,8	0,7	0,8	3,4	3,3	0,8	1,0

Source : Ministère du travail ; ces chiffres peuvent différer légèrement du taux de salaire horaire des comptes nationaux. Ce dernier est en effet mis en moyenne trimestrielle, corrigé des variations saisonnières et couvre un champ catégoriel plus vaste.

La hausse du SMIC en 1987 est identique à celle du TSH (3,4 %) et ne bénéficie donc pas de "coups de pouce". Le dernier relèvement du SMIC date du 1er juillet 1987. Le franchissement de la barre de 2 % d'augmentation des prix devrait, selon nos prévisions, intervenir au 1er mars 1988 et, compte tenu des délais de connaissance de l'indice, conduire à une hausse du SMIC au 1er mai, suivie d'une nouvelle hausse au 1er juillet (2,8 % au total) comme c'est le cas chaque année, pour rattraper le reliquat d'inflation après mars et les gains de pouvoir d'achat du TSH. On n'a pas retenu ici l'hypothèse d'un "coup de pouce" du SMIC sur l'horizon de la prévision.

Le suivi des négociations dans les conventions collectives permet d'affiner la prévision de salaires basée sur une équation économétrique indexant les salaires sur les prix de détail. Celle-ci prend bien en compte la tendance générale de long terme, mais de brusques mouvements sur les prix, par exemple, ne se répercutent pas aussi brusquement sur les salaires. En effet depuis 1983, la tendance à la programmation annuelle des hausses de salaires décidées à partir d'un objectif de prix fixé en début d'année s'est beaucoup développée. Elle a pour effet de "lisser" en partie les évolutions du taux de salaire horaire. Deux exemples l'illustrent bien sur la période récente. En 1986, les accords passés en début d'année se fixaient un objectif de prix (et donc d'évolution des salaires) qui s'est révélé, exceptionnellement, plus élevé que les prix constatés. Les salaires ont connu des gains de pouvoir d'achat du fait de leur fixation en début d'année. A l'inverse, début 1987, la publication d'un indice de prix de janvier en forte hausse n'a pas remis en cause les accords déjà signés, et n'a été que partiellement prise en compte dans l'évolution à court terme du taux de salaire horaire.

Pour la fin de l'année 1987 et le début 1988, les informations disponibles au 1er décembre 1987 sont encore très limitées. A cette période de l'année, on peut estimer que, dans la plupart des branches, les augmentations prévues dans le calendrier annuel des négociations 1987 ont été effectuées. Cependant quelques suppléments peuvent être accordés d'ici la fin de l'année, certaines branches ayant réservé des clauses de rendez-vous en fin d'année en cas de dépassement d'un certain seuil de prix. Ce rattrapage jouera probablement quelque peu sur les salaires au 1er janvier 1988.

Les négociations de 1988 sont quant à elles, contrairement aux pratiques habituelles, très peu entamées. Le CNPF a adressé ses recommandations aux entreprises pour l'année à venir. Elles ne comportent aucune indication chiffrée et recommandent simplement de s'inspirer de trois principes :

- les augmentations générales doivent évoluer en fonction de critères économiques globaux et de la situation propre à chaque branche professionnelle et à chaque entreprise ;
- les performances individuelles doivent être prises en considération ;
- les salariés doivent être associés aux résultats économiques de l'entreprise.

En l'absence d'informations chiffrées plus utilisables, les prévisions sur le 1er semestre 1988 tiennent compte :

- d'un probable rattrapage au titre de 1987 dans les branches où les accords signés portaient sur des augmentations de salaires plus faibles que les évolutions de prix actuellement constatés. L'effet de ce rattrapage porterait sur les salaires du 1er trimestre 1988 ;
- de négociations certainement plus tardives et plus morcelées dans l'année, qui ne se concrétiseront pas forcément par une programmation annuelle ;
- des augmentations minimales du SMIC dont il a été fait état ci-dessus.

Dans les trois principales entreprises du secteur public à statut, EDF-GDF, RATP et SNCF, les augmentations de salaires négociées en début d'année (1,7 % en glissement) ont été révisées comme dans la fonction publique et portées à 2,1 % en glissement, le versement des augmentations supplémentaires ou rappels de salaire intervenant dans tous les cas au quatrième trimestre 1987. La masse salariale consacrée à la rémunération du personnel en place devrait donc augmenter de 3,5 %.

Dans la fonction publique, de même que dans le secteur public, une augmentation rétroactive a été accordée qui porte l'évolution en glissement à 2,1 % sur l'année. L'augmentation de 1 % qui prend effet en mai rétroactivement est effective sur la paie de novembre, le rappel sur six mois étant versé en décembre. Compte tenu des mesures catégorielles (instituteurs, attributions de points d'indices aux catégories B, C, D), l'indice brut de traitement des fonctionnaires augmenterait de 1,2 % en moyenne par rapport à 1986, soit une perte de pouvoir d'achat de 2,1 %.

On dispose à l'heure actuelle de peu d'informations sur l'évolution des salaires en 1988 dans le secteur public comme dans la fonction publique, d'autant plus, qu'à la différence des années précédentes, aucune lettre de cadrage n'est venue préciser les hausses envisagées. L'hypothèse retenue ici dans le secteur public comme dans la fonction publique est celle d'une progression des rémunérations de l'ordre de 3,5 % pour le personnel en place comme en 1987.

2. Les coûts et prix de production

Du fait de la stabilisation des prix de l'énergie et de la remontée des cours des matières premières industrielles, les coûts de production des entreprises ne bénéficient plus en 1987 de la baisse des coûts des consommations intermédiaires enregistrée en 1986.

Pour l'ensemble des entreprises non financières, le coût unitaire total de production qui s'était stabilisé en 1986 enregistre donc une légère progression en 1987 (+ 0,9 % prévu en moyenne annuelle). Les prix de production connaissent une accélération comparable et leur hausse (0,5 % par trimestre depuis début 1987) devrait atteindre 1,7 % en moyenne annuelle en 1987. L'écart entre les évolutions des coûts unitaires et des prix de production des entreprises s'explique d'abord par la vive croissance des prix des services à la suite de leur libération (voir ci-après).

Prix et coûts de production							
1986			1987				1988
GA	MA		GStI	GStII*	GA*	MA*	GStI*
		Ensemble des entreprises					
0,2	0,9	Prix de production	1,0	1,1	2,1	1,7	1,1
-0,2	0,2	Coût unitaire total	0,5	-0,1	0,4	0,9	1,0
		Industrie Manufacturières					
0	1,0	Prix de production	0,6	0,6	1,2	1,0	0,5
-1,2	-0,9	Coût d'exploitation (1)	0,2	0,3	0,5	0,5	0,3
-1,8	-1,6	dont : - coût des consommations intermédiaires	0,8	0,3	1,1	0,9	-0,1
0,7	1,3	- coût salarial	-1,6	0,4	-1,2	-0,6	1,2

(1) Pour le sous-ensemble constitué par l'industrie manufacturière, les comptes trimestriels ne calculent pas le coût unitaire total mais seulement le coût d'exploitation, hors prélèvements obligatoires et frais financiers.

Dans l'industrie manufacturière, la croissance des prix de production serait identique en 1987 à celle observée en 1986 (1,7 % en moyenne annuelle). Mesurée en glissement annuel, la hausse des prix de production montre par contre une accélération par rapport à 1986 (1,2 % après 0 %). Celle-ci provient de la remontée des coûts unitaires des entreprises industrielles, qui s'opère parallèlement à une réduction de l'écart entre coûts et prix de production.

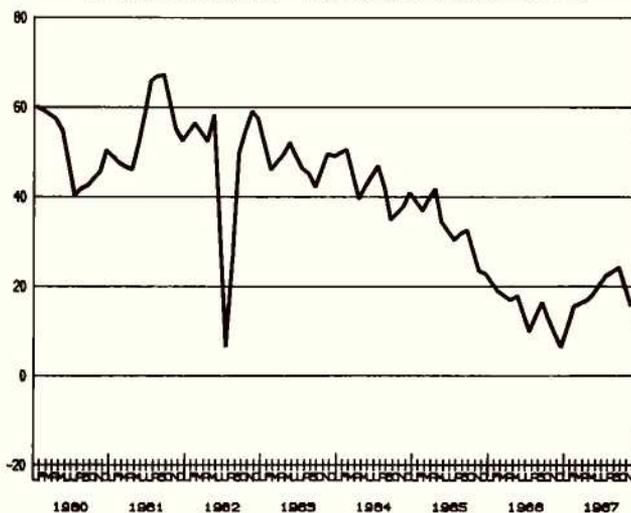
Le ralentissement du taux de salaire horaire en moyenne annuelle (la hausse en glissement est identique) conduit à une hausse inférieure à la croissance tendancielle de la productivité du travail dans l'industrie : le coût salarial unitaire baisserait donc de 0,6 % en moyenne annuelle en 1987.

Le rythme très élevé de croissance de la productivité du travail dans l'industrie automobile (autour de 13 % par an en 1986 et 1987) conduit à une baisse prononcée du coût salarial et du coût unitaire dans ce secteur en 1987 et à une divergence plus marquée que dans l'ensemble de l'industrie entre les évolutions des coûts et des prix de production. L'accroissement du taux de marge des entreprises de ce secteur s'explique par la forte substitution de capital au travail ; il permet de dégager les marges d'autofinancement nécessaire aux importants efforts d'investissements engagés (voir infra).

Pour l'ensemble de l'industrie manufacturière, on observe un comportement de marge différent sur les marchés intérieur et extérieurs : les prix sur le marché intérieur restent quasiment stables comme les prix d'importations ; les prix d'exportation, qui avaient baissé en 1986 retrouvent par contre une nette progression, qui peut s'expliquer par une baisse des prix sur les marchés de la zone dollar inférieure à la dévaluation du dollar (et donc une hausse des prix en Francs), ainsi que par un rattrapage par rapport à 1986.

Les perspectives de prix exprimées par les industriels à l'enquête activité restent à un bas niveau fin 1987. Au début 1988 le ralentissement de la production devrait entraîner de moindres gains de productivité et le coût salarial unitaire devrait croître à nouveau dans l'industrie. Le coût en consommations intermédiaires devrait par contre jouer un rôle modérateur, sous les hypothèses retenues ici sur le dollar et le prix de l'énergie, et grâce à l'assujettissement à la TVA des communications téléphoniques, qui réduit leur coût pour les entreprises. Au total, la hausse des prix de production de l'industrie manufacturière garderait le rythme de hausse voisin de 0,5 % par semestre observé depuis le second semestre 1986.

Perspectives de prix dans l'industrie manufacturière



3. Les prix de détail

Après l'accélération du premier trimestre (+ 1,2 %) due à la libération totale des prix et à l'arrêt de la baisse des prix de l'énergie, l'indice des prix de détail a retrouvé un rythme de hausse plus modérée. De mai à décembre 1987, le rythme mensuel d'inflation ne devrait pas dépasser 0,2 % par mois, ce qui porterait à 3,2 % le glissement de l'indice des prix de détail au cours de l'année 1987 (contre 2,1 % en 1986), et à 3,3 % la hausse en moyenne annuelle (après 2,7 % l'an passé).

La remontée du rythme annuel de l'inflation en 1987 recouvre en fait des évolutions divergentes : arrêt de la baisse des prix énergétiques et poursuite du ralentissement hors énergie (3,5 % en 1987 après 4 % en 1986) ; accélération des prix des services privés mais décélération régulière de ceux des produits manufacturés.

Les prix de l'énergie, qui avaient baissé fortement en 1986 (- 14,5 %) et contribué pour plus de la moitié au ralentissement des prix de l'année dernière, se stabilisent globalement en 1987. Depuis avril, les prix du pétrole brut importé se sont peu écartés de 18 dollars par baril (avec un point haut en août), et leurs fluctuations ont été nettement amorties par la fiscalité ainsi que par la politique de marges des distributeurs et des raffineurs. En fin d'année 1987, l'orientation des prix du pétrole à la baisse (à cause de l'excédent structurel de l'offre par rapport à la demande et de la baisse du dollar) devrait entraîner, compte tenu des délais habituels, une réduction des prix de l'énergie au détail au second semestre. La persistance de cette tendance baissière des cours internationaux au premier semestre 1988 serait compensée par le relèvement en deux étapes (février et mai) de la taxe intérieure sur les produits pétroliers (3,3 % au total).

Les tarifs de l'électricité devraient d'autre part être majorés conformément au contrat de plan entre l'Etat et EDF qui prévoit un rattrapage partiel de l'inflation. Compte tenu enfin de la légère hausse saisonnière du fioul, les prix de l'énergie croîtraient donc à nouveau au premier semestre 1988, quoique modérément.

Les prix alimentaires sont quasiment stables depuis le printemps mais ils pourraient connaître une légère accélération à partir de la fin 1987. D'une part, les quelques baisses ponctuelles des prix des produits des industries agricoles et alimentaires ne se

Prix de détail (296 postes)						
	Pondé- ration 1987	Evolutions en glissement				
		1986	1987			1988
		GA	GSm1	GSm2*	GA*	GSm1*
Alimentation	24	2,5	0,8	0,7	1,5	1,3
Produits industriels du secteur privé	33	4,5	-1,6	0,7	2,3	1,4
Services privés	17	5,1	5,2	2,6	7,9	2,4
Energie	9,5	-14,5	1,2	-0,5	0,7	0,5
Tarifs publics (hors énergie)	5	5,0	1,1	0,9	2,0	4,3
Loyers-eau	7,5	5,1	3,3	2,9	6,3	3,7
Santé	4	2,7	1,4	1,0	2,4	1,6
Ensemble	100	2,1	2,1	1,1	3,2	1,8
Ensemble hors énergie	90,5	4,0	2,2	1,2	3,5	1,9

reproduiraient plus. En outre, les prix des produits exotiques vont cesser de baisser, notamment pour le café du fait de l'instauration de quotas au stade de la production, qui devraient stabiliser les cours. Enfin, les excédents communautaires pèsent sur les prix des produits agricoles peu transformés (viandes, lait, fruits et légumes frais, vins) depuis un an ; quelques hausses sont attendues d'ici la mi-1988 qui seraient cependant très localisées.

Les prix des produits manufacturés du secteur privé décèlent régulièrement et leur glissement annuel devrait passer au dessous de 3 % en 1987 hors effet TVA. La réduction des taux de TVA concentrée dans ce secteur - pharmacie, automobiles, disques et cassettes enregistrées - réduira encore ce taux de 0,6 point au second semestre. Pour l'ensemble de l'année, le taux de hausse serait donc presque divisé par deux par rapport à 1986 (2,3 % contre 4,5 %).

Au sein des produits industriels, le secteur de l'habillement-textile, malgré un net ralentissement de son rythme de hausse de prix, conserve une nette croissance de ses prix relatifs par rapport à celui de l'ensemble des produits industriels. Ce mouvement devrait se poursuivre à court terme, à cause de la forte hausse des cours des fibres textiles naturelles importées observée récemment (+ 80 % d'août 1986 à août 1987).

En 1987, les prix des produits manufacturés ont bénéficié d'une diffusion retardée de la baisse du prix du pétrole de l'année précédente alors qu'en 1986 la répercussion limitée de la baisse des coûts au stade du détail avait permis un gonflement des marges à la production et à la distribution. Au premier semestre 1988, on ne s'attend pas à de nouvelles baisses ponctuelles des prix des produits industriels (on exclut de plus ici l'hypothèse de nouvelles baisses des taux de TVA).

Des tendances à une plus forte croissance des prix semblent aussi perceptibles chez les producteurs de biens de consommation, les détaillants et les grossistes au second semestre. Compte tenu des hausses faibles attendues des prix d'importations et de la marge de désinflation que représente encore l'écart entre prix de production et prix de détail, les prix des produits manufacturés du secteur privé pourraient pourtant garder un rythme modéré et en léger ralentissement, malgré l'accélération saisonnière de début d'année. Après 1,6 % et 1,3 % (hors effet TVA) au cours des deux précédents semestres, ils croîtraient de 1,4 % au premier semestre 1988.

Après la hausse soutenue du début de l'année, (5,2 % au premier semestre), les prix des services du secteur privé retrouvent au second semestre 1987 une tendance proche en rythme annuel de celle observée en 1986.

Les évolutions de prix opposées entre produits industriels et services du secteur privé - décélération des premiers et forte accélération des seconds (7,9 % sur l'année) - entraînent une croissance exceptionnelle des prix relatifs des services par rapport aux produits industriels : de l'ordre de 5,6 points en fin d'année au lieu de 0,6 point en 1985 comme en 1986.

Cette divergence des hausses des prix entre secteurs présente un caractère de rattrapage : à moyen terme, les prix des services augmentent plus que ceux des produits industriels compte tenu de gains de productivité nettement inférieurs. Le contrôle de ces prix depuis juin 1982 avait stabilisé les prix relatifs jusqu'au printemps 1986.

Une fois passés les effets directs de la libération des prix, le taux de croissance des prix des services privés est certes resté élevé mais il s'écarte moins de celui de l'indice d'ensemble, avec une croissance de l'ordre de 1,2 % par trimestre depuis la mi-1987 jusqu'à la mi-1988.

Les loyers sont en hausse de 6,5 % en 1987 au lieu de 5,1 % en 1986. Ils pourraient connaître une accélération en 1988, la loi Méhaignerie jouant alors à plein ; une hausse de 3,8 % a donc été retenue au premier semestre 1988.

Les tarifs publics hors énergie ont exercé un rôle très modérateur en 1987 (2 %) avec des variations assez diverses des différents postes : + 4,2 % pour le tabac mais - 0,5 % pour le téléphone. Des hausses importantes de tarifs publics sont attendues au premier semestre 1988 (4,7 % au total) : majoration des prix du tabac de 10 % au 1er avril pour financer les régimes sociaux, hausses de tarifs à la SNCF et à la RATP ; par contre une nouvelle baisse du téléphone est aussi prévue.

Le prix des services de santé a lui aussi crû moins vite que l'ensemble des prix en 1987 (2,4 %). Une revalorisation même partielle pourrait donc intervenir dans le courant du premier semestre pour les tarifs qui n'ont pas été augmentés en 1987 (dentistes, auxiliaires médicaux).

Mesuré en glissement sur douze mois, le rythme de hausse des prix atteint 3,2 % depuis septembre 1987, rythme qui devrait se maintenir jusqu'à la fin de l'année, et qui permet une réduction de l'écart d'inflation avec nos principaux partenaires (celui-ci était de 0,3 % en octobre). A partir du début d'année 1988, avec l'effacement des fortes hausses de janvier 1987, le rythme annuel d'inflation repasserait au dessous de la barre de 3 %, L'écart d'inflation en rythme annuel pourrait se réduire encore, notamment avec l'Allemagne (avec laquelle cet écart était de 2,3 points en octobre, dernier mois connu).

Glissement annuel des prix a la consommation de la France et de ses six principaux partenaires

