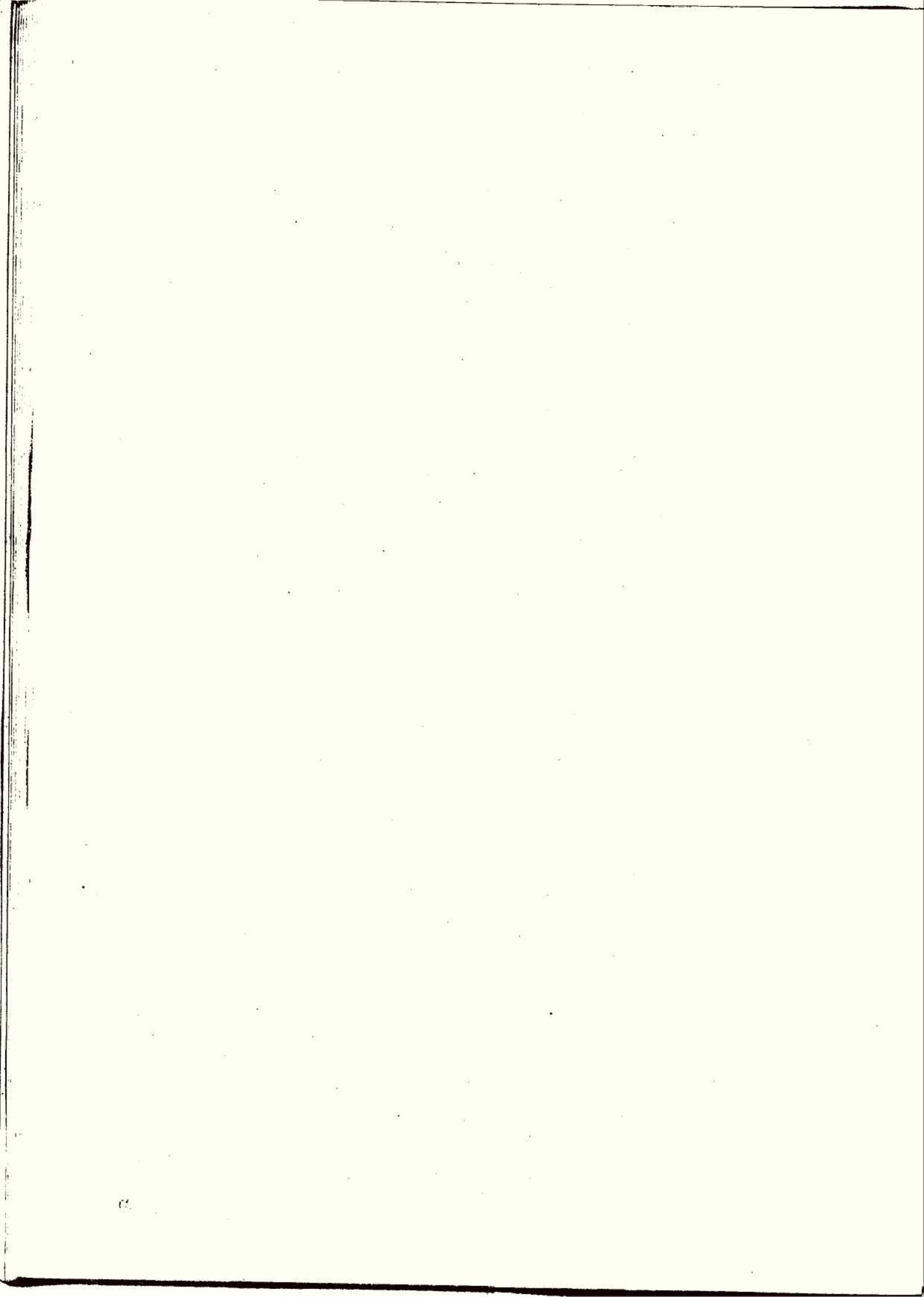


Fiches thematiques



Environnement international

La croissance mondiale devrait se réduire modérément en 1989 (elle passerait, en moyenne annuelle, selon les prévisions du FMI de 4,1 % en 1988 à 3,3 % en 1989). Au début de l'année toutefois, le fléchissement se limite aux Etats-Unis et au Royaume-Uni où il semble plus prononcé. Dans ces deux pays, la demande des ménages subit les effets du vif durcissement de la politique monétaire mise en oeuvre à partir de la mi-1988 pour lutter contre une situation tendant vers la surchauffe et devenant inflationniste.

En Europe continentale, après un début d'année encore vigoureux, un léger ralentissement devrait intervenir au second semestre. Il serait essentiellement le fait de la consommation privée qui pâtirait d'une progression moins rapide du pouvoir d'achat du revenu disponible brut, lié à une accélération des revenus moins forte que celle de l'inflation. Cette dernière résulte jusqu'à présent dans ces pays essentiellement de facteurs externes (prix des produits de base, taux de change) ou de mesures de renforcement de la fiscalité indirecte, et reste donc au second plan dans les préoccupations des responsables économiques.

Aux Etats-Unis, au contraire, des tensions inflationnistes d'origine interne viennent s'ajouter aux facteurs externes et les autorités monétaires ont choisi de privilégier la lutte contre la hausse des prix en poussant les taux d'intérêt courts à la hausse, ce qui a contribué à une appréciation du dollar. Cependant, cette mesure risque de contrarier à terme la réalisation d'un autre objectif qui est la réduction du déficit extérieur. Si cette contradiction s'avérait difficile à gérer, il en résulterait un risque important pour l'économie mondiale car elle pourrait aboutir à une escalade des taux d'intérêt et à une déstabilisation des marchés financiers. Cette hypothèse est actuellement écartée car le ralentissement de l'économie américaine devrait apaiser les tensions. Cependant, ce ralentissement pourrait ne pas être suffisant pour espérer une détente sur les taux d'intérêt.

Contribution des agrégats comptables à la variation du PNB/PIB

	en %									
	Etats Unis		Japon		RFA		Royaume-Uni		Italie	
	1988	1989	1988	1989	1988	1989	1988	1989	1988	1989
Consommation des ménages	1,9	1,5	2,8	2,0	1,4	1,0	4,1	2,0	2,4	2,2
Consommation des administrations Publiques	0,1	0,5	0,7	0,2	0,4	0,2	-0,2	0	0,6	0,7
FBCF	1,0	0,7	3,9	2,7	1,1	1,2	2,3	1,2	0,9	0,7
Exportations	2,0	1,2	1,4	2,5	2,5	2,5	-0,3	1,0	1,3	1,2
Importations	-1,3	-1,0	-3,3	-2,7	-1,8	-2,0	-3,5	-2,0	-2,0	-1,7
Variation de stock	0,2	0	0,2	0	0,4	0	0,3	0	0,5	0,2
PNB/PIB	3,9	3,0	5,7	4,7	3,4	3,0	3,7	2,2	3,9	3,5

Source : données et estimations pour 1989 : OCDE

Environnement international

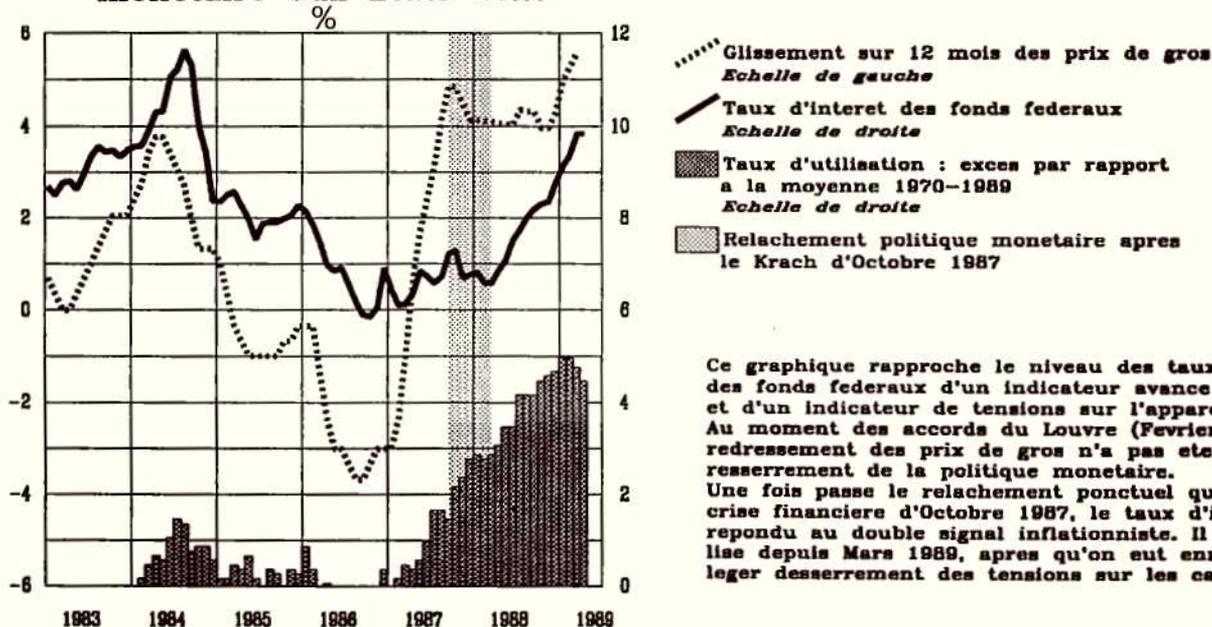
. Aux Etats-Unis, la croissance ralentit dès le début de 1989

En 1988, la croissance réelle du PNB a atteint 3,9 % aux Etats-Unis. Au premier trimestre 1989, une fois décompté l'effet du retour à la normale après la sécheresse du printemps et de l'été 1988, elle n'est que de 1,8 % en terme annuel, soit le taux le plus bas depuis deux ans. Des tensions perdurent toutefois dans l'appareil productif et sur le marché du travail (plus particulièrement dans les services), alors que le taux de chômage atteint son plus bas niveau depuis le premier choc pétrolier (5,2 %). Ces tensions poussent à la hausse les coûts salariaux, d'autant que la productivité du travail ralentit, et alimentent l'inflation.

Dans les mois à venir, le ralentissement devrait se confirmer. La croissance de la consommation des ménages s'est nettement infléchie au premier trimestre de 1989 (notamment pour les biens durables) et ce mouvement ne devrait pas être remis en cause d'ici la fin de l'année. En effet, la politique monétaire resterait prudente (eu égard aux tensions internes) et la modération du rythme de création d'emplois, observée dès le début de l'année devrait peser sur les revenus des ménages. Toutefois, l'ampleur du ralentissement de la consommation d'ici la fin 1989 apparaît encore incertaine. Le fléchissement du début d'année s'est accompagné d'une forte remontée du taux d'épargne (5,8 % au premier trimestre 1989 après 4,3 % au quatrième trimestre 1988) qui repose en partie sur des facteurs exceptionnels (versement de subventions aux agriculteurs) et qui dès lors est susceptible de s'estomper dans les mois à venir.

La croissance pourrait en outre pâtir d'un moindre dynamisme de l'investissement et des exportations. L'épuisement des gains de compétitivité autorisés par la baisse du dollar pèserait sur ces dernières et pourrait entraîner une réduction du déficit commercial moins nette qu'en 1988. Au total la croissance du PNB pourrait être de l'ordre de 3 % en 1989.

Inflation et politique monétaire aux Etats-Unis



Ce graphique rapproche le niveau des taux d'intérêt des fonds fédéraux d'un indicateur avance d'inflation et d'un indicateur de tensions sur l'appareil productif. Au moment des accords du Louvre (Février 1987), le redressement des prix de gros n'a pas été suivi d'un resserrement de la politique monétaire. Une fois passé le relâchement ponctuel qui suivit la crise financière d'Octobre 1987, le taux d'intérêt a répondu au double signal inflationniste. Il est stabilisé depuis Mars 1989, après qu'on eut enregistré un léger desserrement des tensions sur les capacités.

Environnement international

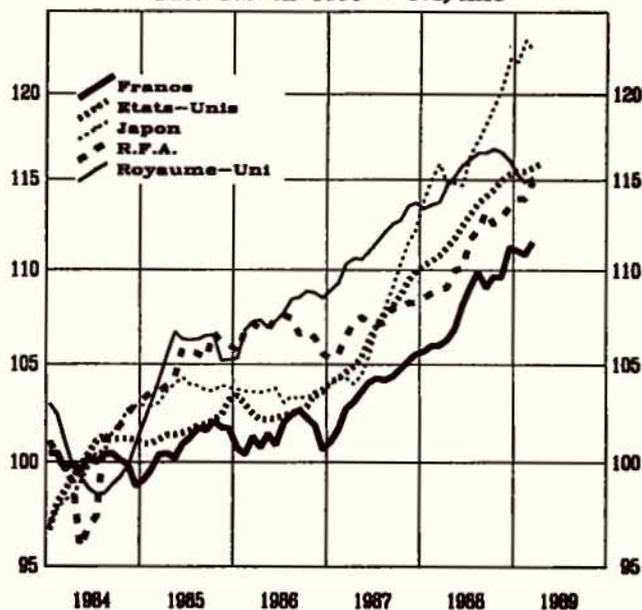
. Un ralentissement léger en Europe continentale, plus net au Royaume-Uni

En Europe continentale, la croissance se poursuit sur sa lancée en début d'année ; la progression vigoureuse du PIB en RFA au premier trimestre 1989 en fournit un exemple. En effet, l'effort d'investissement des entreprises qui a été un des moteurs essentiels de la croissance en 1988 ne se dément pas et la demande étrangère reste active. Toutefois les chiffres du premier trimestre sont notablement gonflés par la vigueur exceptionnelle de l'activité dans le secteur de la construction, due en partie à la clémence de l'hiver.

Dans les mois à venir, le dynamisme de la consommation privée devrait se modérer, en particulier en RFA, ce qui constituerait le principal facteur de ralentissement pour 1989. En effet, le pouvoir d'achat des ménages devrait être érodé par la rapide accélération des prix : la croissance de l'emploi, dont le rythme faiblirait, ne compenserait pas la décélération des revenus réels. Au total, la croissance du revenu disponible réel diminuerait d'un point environ dans l'ensemble de la Communauté. Le ralentissement serait plus marqué en RFA compte tenu de l'orientation restrictive de la politique budgétaire.

La croissance devrait être néanmoins soutenue par les autres composantes de la demande, qui offrent dans l'ensemble des perspectives plus favorables, et en définitive, le ralentissement serait peu marqué en 1989 en Europe continentale : compte tenu des acquis, la croissance du PIB en 1989 serait inférieure selon les pays d'un quart à un demi point à celle de 1988. Les pays les plus dynamiques en 1988 devraient subir la décélération la plus importante et, au total, les écarts de croissance dans les pays européens seraient moins importants.

Indices de la production industrielle
Base 100 en 1984 - CVS/MM3



Environnement international

La construction de logements devrait rester dynamique en moyenne annuelle essentiellement dans les pays du Nord (même si elle marque un peu le pas après la hausse très forte du début de l'année). En effet la construction de logements se relève de plusieurs années de marasme en Europe, et au retard à combler, s'ajoute une élévation des besoins liée à la reprise de l'emploi. En RFA, outre l'arrivée massive d'immigrants des pays de l'Est, les économistes estiment qu'un nouveau cycle du logement s'amorce.

La poussée de l'investissement productif devrait se poursuivre. Globalement, selon les enquêtes communautaires, l'investissement productif industriel devrait croître plus rapidement en 1989 qu'en 1988 (de + 7 % en 1988 à + 8 % en 1989 pour l'ensemble de la CEE de + 5 à + 7 % en RFA, de 9 à + 11 % en Italie et des rythmes à peine moins soutenus qu'en 1988 en Espagne et au Portugal). Il se pourrait toutefois qu'après les progressions rapides des derniers semestres, on arrive maintenant à la fin d'une phase d'ajustement du stock de capital, les perspectives en matière de demande devenant moins favorables. Toutefois, le niveau toujours très élevé des taux d'utilisation des capacités plaide pour des conclusions contraires à court terme. En outre, la perspective du marché unique devrait inciter les entrepreneurs à poursuivre leurs efforts de modernisation, en liaison notamment avec la perspective de l'ouverture du marché unique. Ainsi, à la différence de 1987 et 1988, la proportion des industriels qui déclarent investir dans un but de rationalisation s'accroît en 1989 sauf dans les industries de base où le mouvement va encore vers les capacités.

Quant à la demande intra-européenne (les échanges intra constituent près de 60 % du commerce des pays européens), elle dépendra bien évidemment de l'évolution des facteurs internes. Ainsi, au premier trimestre, les échanges intra-européens de biens intermédiaires et surtout de biens d'équipement ont progressé rapidement alimentant une croissance du commerce intra-européen de l'ordre de 6 % en valeur. Son dynamisme pourrait toutefois s'atténuer un peu sur le reste de l'année.

Des décalages conjoncturels importants devraient subsister entre l'Europe du Sud et l'Europe du Nord : la croissance de la demande intérieure resterait supérieure d'environ 1 point dans les pays méditerranéens car, même en ralentissement, la consommation y serait relativement dynamique en raison des rythmes élevés connus en 1988. De plus, cette demande aurait un contenu toujours fort en biens d'équipement. Par le biais des échanges extérieurs, elle devrait permettre une diffusion de la croissance au sein de l'Europe et suppléerait dans les pays du Nord à la faiblesse de la demande intérieure. Comme ce fut le cas pour le Royaume-Uni au cours de l'année dernière, cela se ferait au prix d'une nouvelle aggravation des déséquilibres courants intra-européens. L'Italie, l'Espagne et le Portugal verraient leurs échanges extérieurs se dégrader, d'autant que l'accélération des prix devrait peser sur leur compétitivité ; l'Allemagne au contraire devrait améliorer encore son excédent.

Au Royaume-Uni, après quatre années d'une croissance supérieure à la moyenne communautaire, le ralentissement serait plus marqué que dans le reste de l'Europe (de l'ordre de 1,5 point) ^{1/}. Les signes d'essoufflement de la croissance sont au Royaume-

^{1/}Toutefois l'analyse de l'économie du Royaume-Uni est rendue délicate par la divergence importante des statistiques mesurant le PIB et il existe un risque non négligeable que le ralentissement soit moins fort que prévu. Trois mesures du PIB sont publiées au Royaume-Uni, selon les emplois, la production, ou les revenus. En 1988, 2 points séparaient la croissance du PIB selon les emplois, la plus lente, et celle du PIB selon la production.

Environnement international

Uni perceptibles dès le début de l'année : stagnation de la consommation des ménages au premier trimestre 1989, production manufacturière ralentie, fléchissement marqué de l'investissement en logements. Les effets du resserrement de la politique monétaire et d'une vive accélération de l'inflation touchent essentiellement les ménages. Leur demande pâtit du relèvement des taux d'intérêt et d'un pouvoir d'achat fortement érodé par la hausse des prix. La forte hausse des coûts salariaux se conjugue à l'inflation (la plus élevée du G7) pour dégrader la compétitivité. Aussi la contribution de l'extérieur devrait-elle être encore légèrement négative : le déficit des échanges commerciaux s'alourdirait encore un peu. L'investissement des entreprises devrait toutefois rester dynamique comme dans le reste de l'Europe.

Un ralentissement d'un point de la demande mondiale

La demande de produits manufacturés adressée à la France en provenance de la Communauté Européenne (à 5) serait au total légèrement ralentie en 1989 par rapport à 1988, elle progresserait en moyenne de 8,8 % après 10 % en 1988. La demande en provenance de l'OCDE fléchirait plus fortement en raison notamment d'une moindre croissance américaine (8,9 % en 1989 après 10,5 % en 1988). En outre, au Japon, la demande intérieure quoique toujours très soutenue serait également moins forte et la progression des importations ne connaîtrait pas les rythmes élevés des semestres précédents.

On s'attend également à un léger ralentissement de la demande en provenance des PED en raison notamment d'une croissance un peu moins vive dans les NEI Asiatiques et d'un arrêt des gains de pouvoir d'achat des exportateurs de matières premières. La demande de l'OPEP connaîtrait une nette reprise en 1989 : 7,4 % en 1989 après 2,8 % en 1988. La forte hausse du prix du baril, se double d'une hausse significative des volumes exportés. Au total, la demande mondiale adressée à la France devrait ralentir d'un point entre 1988 et 1989 et progresserait de 8,7 % en moyenne annuelle.

**Demande mondiale de produits manufacturés adressée à la France
et sa décomposition par zone**

Volume, taux de croissance en %

	Moyennes semestrielles				Moyennes annuelles	
	1988		1989		1988	1989
	88.I	88.II	89.I	89.II		
OCDE	3,5	5,8	5,2	2,1	10,5	8,9
<i>dont CEE à 5</i>	2,9	6,6	4,2	2,6	10,0	8,8
Pays de l'Est	7,4	2,0	5,4	2,4	11,0	8,3
PED	3,8	4,8	4,1	2,9	7,9	7,6
OPEP	-2,7	3,7	3,3	4,3	2,8	7,4
Monde	3,2	3,2	5,1	3,0	9,8	8,7

Source : Direction de la prévision

L'inflation dans les pays de l'OCDE

Le mouvement de désinflation qui a touché les principaux pays de l'OCDE depuis 1980 s'est prolongé jusqu'en 1986, à la faveur de la chute des cours du pétrole au début 1986. Après une stabilisation de sa croissance en 1987, dans une fourchette de 1 à 5 % pour les six premières économies, la hausse des prix s'accroît légèrement en 1988 et plus fortement en 1989.

La reprise de l'inflation a été perçue dès le printemps 1988 par les autorités monétaires, comme en témoigne la remontée des taux d'intérêt à court terme observée depuis lors.

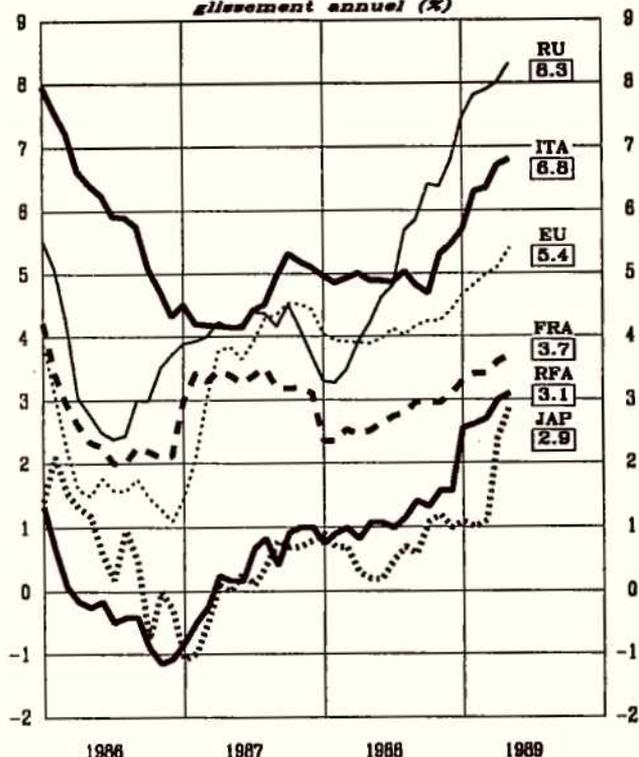
Pour l'essentiel, elle suit la forte croissance de la demande (3,8 % en 1987 puis 4,5 % en 1988 pour la demande intérieure réelle de l'OCDE), qui a engendré des tensions sur l'offre. L'utilisation des capacités de production a atteint des degrés historiques avec des goulots d'étranglement dans les biens d'équipement et surtout les biens intermédiaires. La hausse de la demande de travail a, dans beaucoup de pays (Etats-Unis, Royaume-Uni, Japon, RFA), fait apparaître des tensions dans les secteurs les plus sollicités (services notamment). Ainsi aux Etats-Unis, la croissance des salaires tend à s'accroître (5,1 % en glissement annuel dans les services début 1989).

Cette forte demande a induit une hausse du prix des matières premières industrielles à partir du début de 1987 (voir fiche), dont la répercussion en aval a été masquée pour un temps par la baisse du prix du pétrole à l'automne 1987. Plus récemment, la forte remontée du prix du pétrole, consécutive à la fin de la guerre entre l'Irak et l'Iran, et à l'accord sur les quotas qui en a résulté, est soutenue au premier semestre 1989 par une demande plus forte que prévue.

Des facteurs plus spécifiques sont à l'origine des coups observés début 1989 dans certains pays : augmentation de la fiscalité indirecte en RFA^{1/}, Italie, Japon ; répercussion sur les dépenses de logement du haut niveau des taux hypothécaires au Royaume-Uni^{2/} ; conséquences de la politique agricole de la CEE sur certains marchés (viandes par exemple).

L'autre élément qui différencie la situation de chaque pays est le taux de change. Au cours de l'année 1988, les taux de change effectifs du Japon, des Etats-Unis et du Royaume-Uni se sont réévalués,

Indices des prix à la consommation
glissement annuel (%)



tandis que ceux de la RFA, de la France et de l'Italie se sont dépréciés. Au premier semestre 1989, seul le taux de change effectif du dollar s'apprécie. Pour cette dernière raison, les Etats-Unis, qui bénéficient d'une évolution de change désinflationniste se singularisent de leurs partenaires, l'Europe du SME en particulier, confrontés à une inflation importée.

1/ Cette hausse apporte depuis janvier une contribution de l'ordre de 0,7 point au glissement annuel des prix de détail.

2/ La hausse des taux s'étant faite pour l'essentiel entre mai et août 1988 (de 7,5 % à 12 % pour l'argent au jour le jour), son effet sur le glissement annuel des prix, de l'ordre de 2 points, devrait s'estomper d'ici le mois d'août 1989.

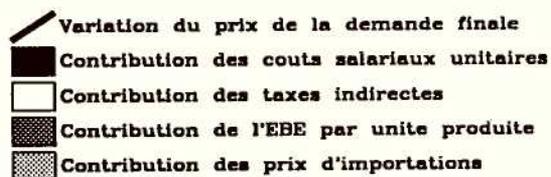
Environnement international

Une décomposition du déflateur de la demande totale (valeur ajoutée totale + importations) met en évidence la contribution des différents coûts : coûts salariaux unitaires (pour l'ensemble de l'économie), excédent brut d'exploitation des entreprises par unité produite, impôts indirects (nets des subventions d'exploitation) par unité produite, et prix d'importation ^{1/}.

Les situations françaises et allemandes paraissent comparables : les deux facteurs qui priment sont l'inflation importée et la croissance des marges des entreprises. Par contre, l'inflation aux Etats-Unis et au Royaume-Uni repose d'avantage sur des causes internes, l'évolution défavorable des coûts salariaux unitaires pesant pour plus de la moitié dans la formation de la hausse du prix de la demande.

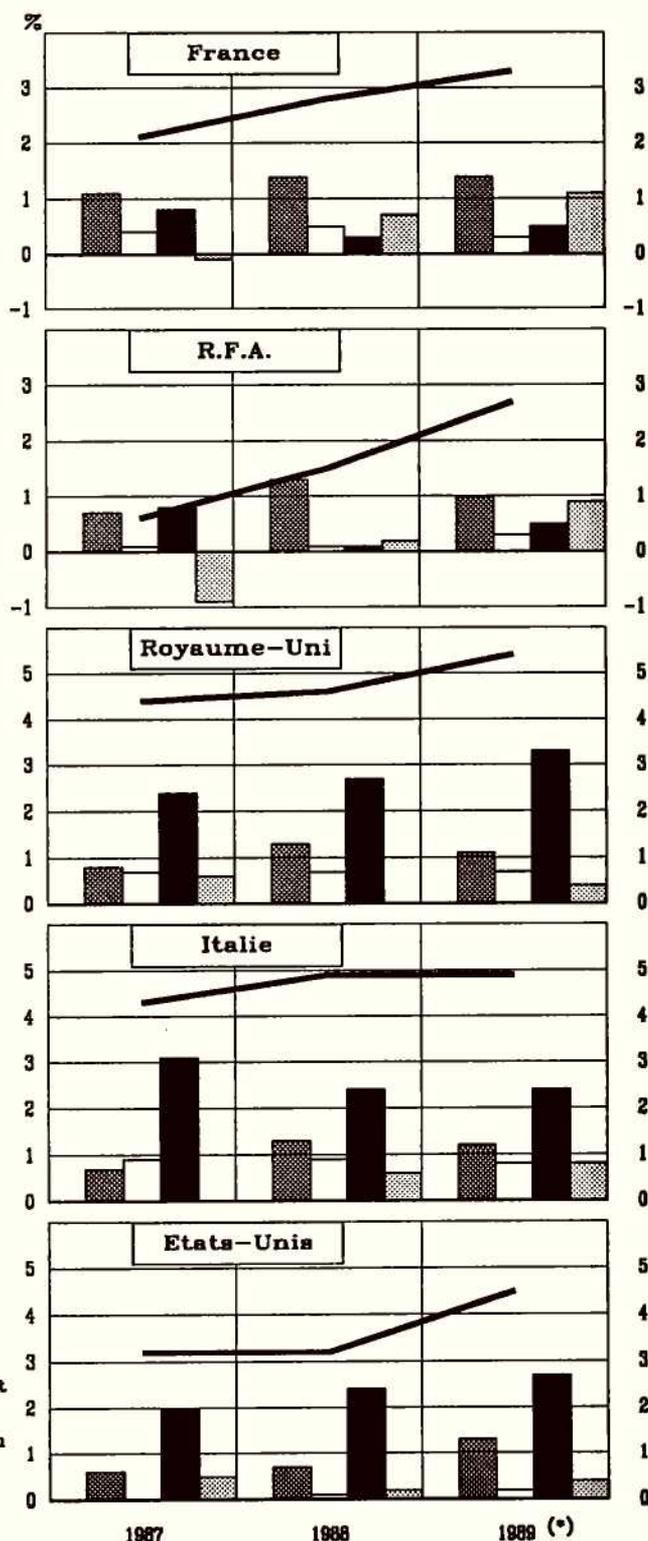
Dans les pays où l'accélération de l'inflation est essentiellement d'origine externe, l'évolution à venir dépend pour beaucoup de l'ajustement des salaires, jusqu'à présent différé. Pour les Etats-Unis et le Royaume-Uni, seul le ralentissement de la croissance en apaisant les tensions sur le marché du travail et sur les capacités de production paraît devoir infléchir l'accélération des prix.

^{1/} Source : Eurostat. Economie européenne suppl A N°4. Les prévisions pour 1989 sont celles des budgets économiques de la Commission.



Source : Economie Européenne
Supplement numero 4 d'Avril 1989

(*) Prévisions pour 1989 de la Commission des Communautés Européennes
Celles-ci datent du début 1989 et sous-estiment la contribution des prix à l'importation, en raison des hypothèses de change et de prix du pétrole. Pour l'Europe, la comparabilité n'en est pas affectée.



Politique monétaire et financement

Politique monétaire et taux d'intérêt

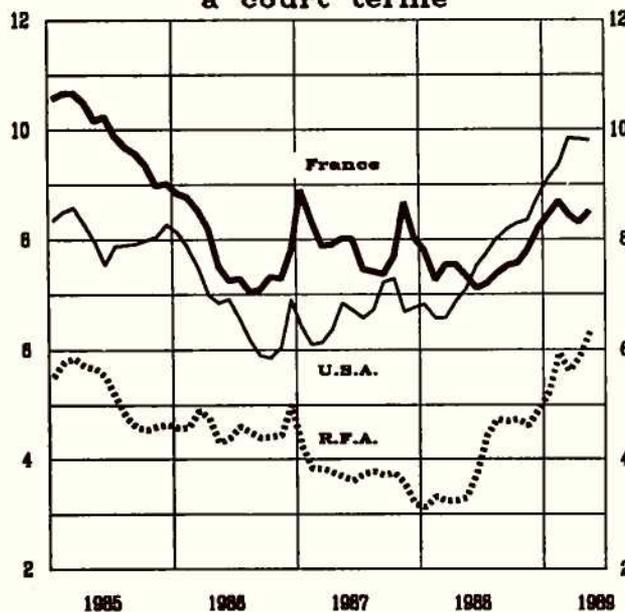
Guidée par son objectif de stabilité du taux de change, la France a participé dès la fin du mois d'août 1988 au mouvement de durcissement des politiques monétaires conduit aux Etats-Unis depuis le début de l'année 1988 puis en RFA.

Les taux d'intervention de la Banque de France ont en effet été relevés à partir du 26 août 1988 pour être portés à 8,25 % et 9 % (respectivement pour les appels d'offres et pour les pensions à 7 jours) le 19 janvier dernier, en même temps que la Bundesbank rehaussait d'un demi-point ses taux directeurs (à 4 % et 6 %).

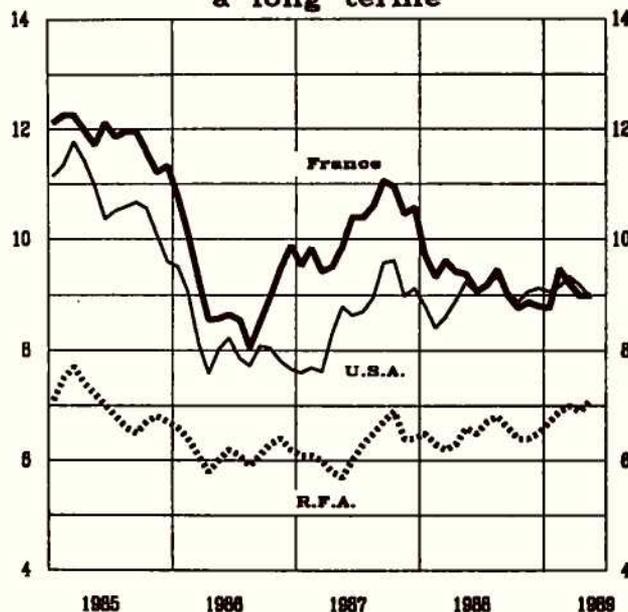
Le taux de l'argent au jour le jour a ainsi été porté jusqu'à 8,70 % en février (en moyenne mensuelle), enregistrant une remontée de plus de 1,5 point par rapport à l'été 1988. Depuis février, il s'est orienté à la baisse puis a été stabilisé (à 8,51 % en mai) par la Banque de France qui a laissé inchangée la fourchette de ses taux d'intervention.

Les anticipations de baisse du marché révélées par l'aplatissement de la courbe des taux, sont en effet difficiles à avaliser dans un contexte international incertain. En particulier l'attitude des autorités monétaires allemandes ne paraît pas devoir s'assouplir. Certes, le 20 avril dernier, la hausse d'un demi-point des taux allemands a logiquement répondu de façon isolée à un affaiblissement spécifique du deutschmark. Toutefois un redressement de celui-ci pourrait bien ne pas être suivi d'un assouplissement de la politique monétaire allemande, eu égard à son caractère peu restrictif et à la hausse un peu plus rapide des prix en RFA. Et c'est même à un nouveau relèvement d'un demi-point des taux directeurs allemands (à 5 % et 7 %) et français à (8,75 % et 9,5 %) que l'on a assisté le 29 juin dernier.

Taux d'interet nominaux
a court terme



Taux d'interet nominaux
a long terme



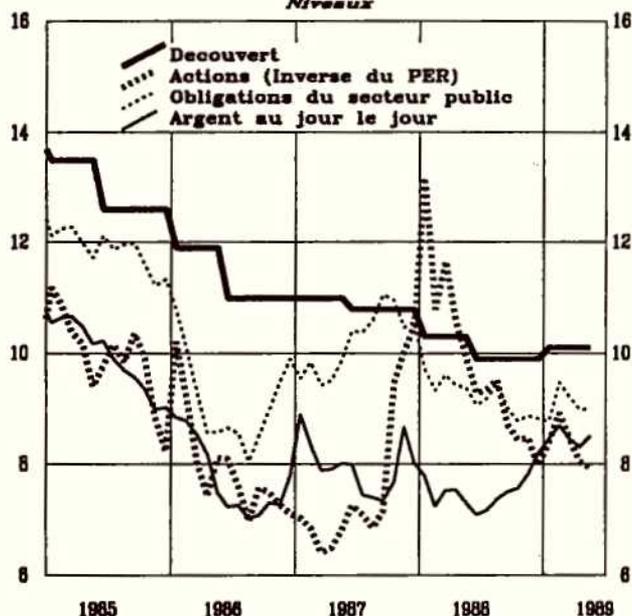
Politique monétaire et financement

En outre, si les résultats enregistrés par la France en matière d'inflation restent encourageants, la persistance de tensions sur les capacités de production et la vive croissance des financements incitent à la vigilance dans un contexte où l'équilibre extérieur reste fragile.

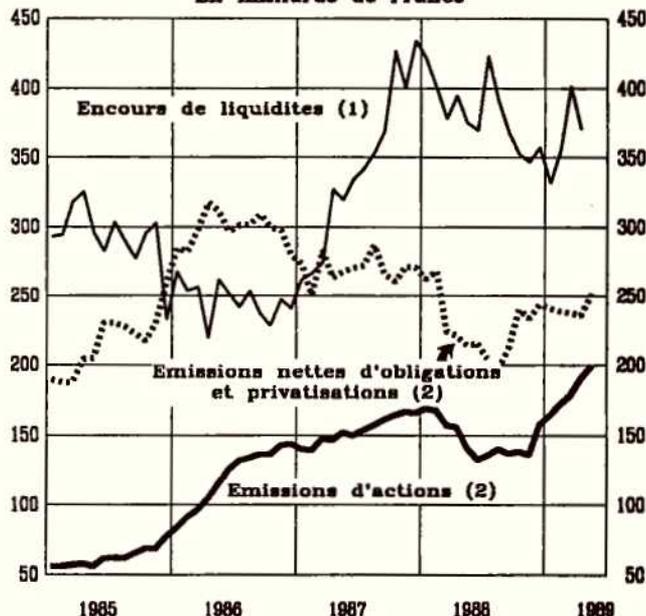
Cette orientation de la politique monétaire a interrompu, à la fin de 1988 et au début de 1989, le mouvement de baisse des rendements observés en France en 1988, sur les divers marchés de capitaux (voir infra).

Le coût du crédit est de ce fait orienté à la hausse au début de 1989, pour la première fois depuis 1981. En janvier, le relèvement du taux de base bancaire (de 9,25 % à 9,60 %) est venu confirmer cette nouvelle orientation, déjà perceptible pour les concours indexés sur les taux monétaires. En outre les réponses aux enquêtes de conjoncture (test financier Banque de France d'avril ; enquête Trésorerie INSEE de mai) font état du relèvement général des taux débiteurs.

Taux de rendement nominaux
France
Niveaux



Placements auprès des
agents résidents
En milliards de Francs



(1) Variations sur 12 mois
(2) Cumuls sur les 12 derniers mois

Les marchés de capitaux

Avec la remontée des taux d'intérêt, à la fin de 1988 et au tout début de 1989, le ralentissement de la progression des liquidités s'est interrompu sous l'effet de la demande d'actifs contenus dans L-M2 (titres du marché monétaire, dépôts à terme et assimilés), la progression de M2 restant quant à elle modérée (le glissement annuel de L (mis en MM3) atteint ainsi 9,1 % en mars après 8,5 % en décembre 1988, et 11,5 % en décembre 1987). En effet, outre l'orientation à la hausse des taux créditeurs, la faiblesse de l'écart entre les taux courts et les taux longs et l'incertitude qui en résulte quant à l'évolution future des taux rendent plus attractifs les placements courts.

Politique monétaire et financement

Placements chez les agents résidents 1/		Flux en Mds de F						
		Trimestriels				Annuels		
		88.1	88.2	88.3	88.4	89.1	1987	1988
Actions et titres assimilés		30,8	23,5	52,4	51,8	53,6	177,9	158,5
	<i>dont appel public à l'épargne 2/</i>	3,3	3,0	9,4	15,4	6,4	48,5	31,1
Obligations 3/		30,3	57,1	74,5	87,8	41,8	217,5	249,7
Liquidités 4/		67,1	108,3	90,7	83,8	91,0	421,2	349,9

Source : Banque de France - Crédit Lyonnais

1/ financiers et non financiers - CVS
 2/ bruts
 3/ émissions nettes
 4/ en MM3

• A l'inverse on observe depuis le début de 1989, un ralentissement des émissions obligataires nettes. Les taux d'intérêt obligataires, qui se sont repliés tout au long de 1988, hésitent. Ils n'ont pas suivi les taux courts dans leur hausse, le marché semblant parier, comme sur les marchés étrangers, sur le caractère provisoire du durcissement des politiques monétaires. L'aplatissement de la courbe des rendements est le reflet de cette situation. En outre, les émissions à taux fixe (76 % des émissions au 1er trimestre) sont privilégiées par les émetteurs qui cherchent à bénéficier de la stabilisation des taux longs.

L'élargissement du marché primaire est vraisemblablement suspendu au rétablissement d'une hiérarchie plus marquée des taux d'intérêt selon le terme des titres. Dans l'hypothèse de stabilité des taux courts cela proviendrait d'un léger relèvement des taux longs.

Le marché des actions quant à lui n'a en rien souffert de la hausse récente des taux courts. La demande y reste soutenue et tire les cours vers le haut : aux alentours de 490 début juin, l'indice général CAC, enregistre une progression de 40 % en un an, de 60 % en 15 mois et dépasse de 8 % la moyenne mensuelle maximale observée en avril 1987. Simultanément l'amélioration des perspectives de bénéfices limite la progression du PER moyen qui retrouve toutefois un niveau élevé (de l'ordre de 12,5, soit un rendement apparent de quelque 8 % seulement). Le retour de la cote à des hauts niveaux a toutefois pour avantage de soutenir un fort flux d'émissions, voire de stimuler les émissions par appel public à l'épargne.

Les entreprises bénéficient donc actuellement d'un marché des actions favorable, qui sera peut être concurrencé un peu plus fortement par le marché obligataire dans l'avenir.

Au total, la demande d'actifs financiers émis par les agents résidents se révèle soutenue quoiqu'en retrait par rapport au deuxième semestre 1988, essentiellement du fait du recul des émissions obligataires nettes.

Politique monétaire et financement

Parallèlement, le Crédit Intérieur Total (dette des agents non financiers) continue de progresser rapidement, même si l'on observe une légère inflexion au premier trimestre 1989. Sa variation sur un an est en effet revenue de 12,6 % en décembre 1988 à 11,5 % en mars 1989. Ce ralentissement provient de celui des crédits distribués par les banques (+ 16,2 % en mars contre 17,8 % en décembre 1988 en variations d'encours sur 12 mois) et plus particulièrement des crédits aux ménages.

Financement de l'économie		en Milliards de Francs						
		Trimestriels 1988				1989	Annuels	
		88.1	88.2	88.3	88.4	89.1	1987	1988
Emission d'actions par les SQS		30,7	19,1	37,7	54,0	52,2	138,2	141,5
Variation du crédit intérieur total		238,7	154,3	151,9	189,9	199,4 1/	536,4	734,8
dont : dette publique ajustée		139,6	19,0	40,1	-25,3		114,9	173,4
crédits à l'économie		75,3	124,0	84,7	210,4		391,8	494,4
obligations et billets de trésorerie		20,3	9,9	17,1	1,0		31,8	48,3
emprunts extérieurs à MLT		3,4	1,4	10,0	3,9		-1,9	18,7

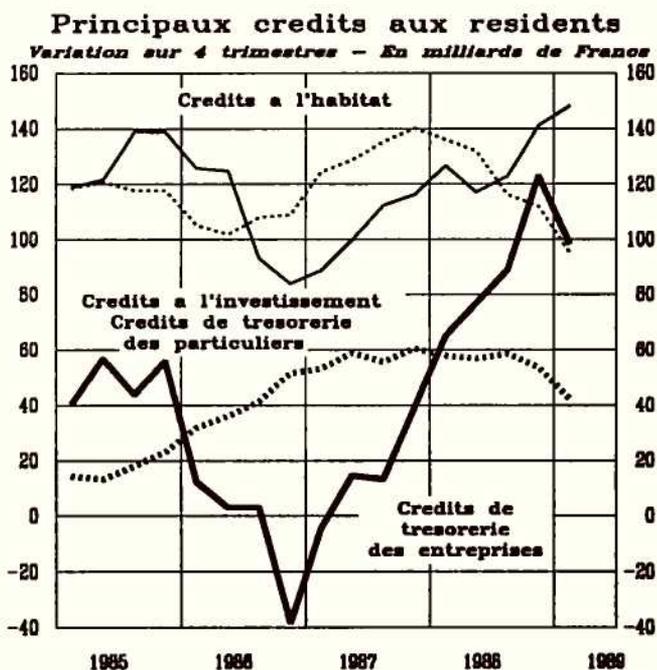
1/ estimations sur la base d'un taux de croissance de 11,5 % sur 12 mois

Source : Banque de France

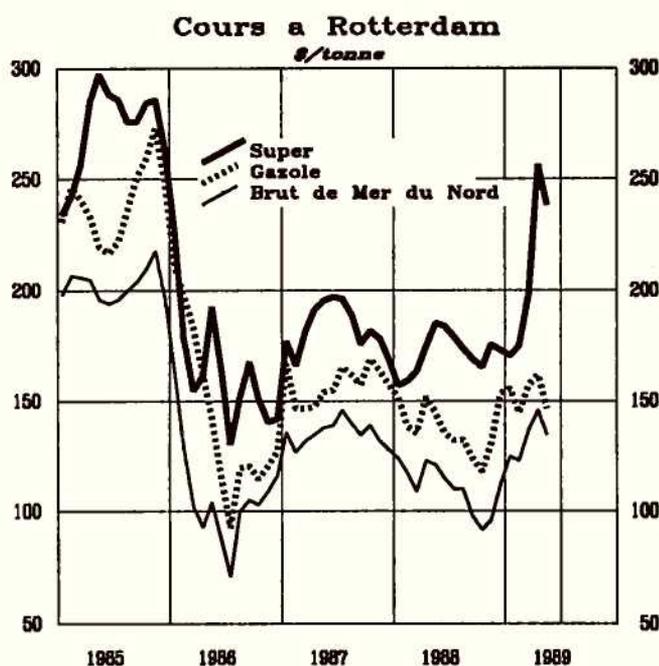
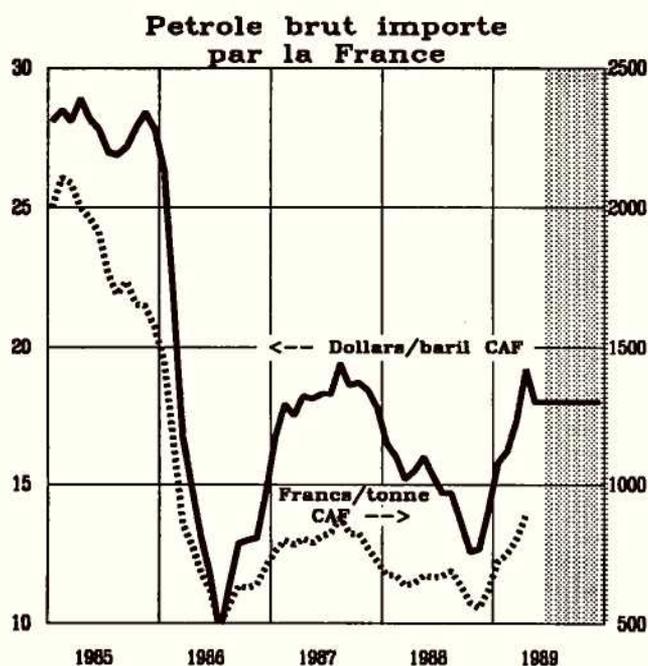
A la décélération des crédits à l'habitat, engagée dès 1988, s'ajoute depuis le quatrième trimestre 1988 celle particulièrement nette des crédits de trésorerie aux particuliers. Selon des données partielles, ne concernant que les banques, le rythme de variation annuelle des encours de ce dernier type aurait baissé de 5 points entre décembre et mars ce qui serait cohérent avec une progression du total des encours de moins de 5 milliards au premier trimestre 1989 (CVS) alors que l'augmentation d'encours avait été de 13,2 milliards en moyenne par trimestre en 1988.

Les tests financiers de la Banque de France prolongent ce ralentissement au deuxième trimestre.

Les crédits aux entreprises seraient dans leur ensemble relativement peu concernés par un tel ralentissement. La distribution des crédits de trésorerie (en termes de variation d'encours) serait restée sur sa tendance récente au premier trimestre 1989, tandis que celle des crédits à l'investissement aurait accéléré. D'ici la fin de l'année la demande de crédits de trésorerie des entreprises devrait progresser avec l'augmentation des besoins nés d'une activité soutenue. Compte tenu des prévisions quant à l'effort d'équipement des entreprises, les crédits à l'investissement pourraient encore se développer de façon significative, mais à un rythme moins soutenu qu'au premier trimestre.



Prix des matieres premieres



Prix du pétrole		Niveaux										
	Niveaux trimestriels								Niveaux annuels			
	88.1	88.2	88.3	88.4	89.1	89.2	89.3	89.4	1987	1988	1989	
\$ en F	5,7	5,8	6,3	6,1	6,3	6,5	6,5	6,5	6,0	6,0	6,45	
PETROLE												
Baril de "BRENT" en \$	15,9	16,3	14,5	13,6	17,4	18,5	18,0	18,0	18,5	15,1	18,0	
Baril importé en \$	15,9	15,6	14,4	13,1	16,4	18,3	18,0	18,0	18,1	14,7	17,9	
Tonne importée en FRF	662	662	664	590	760	880	860	860	798	641	850	

Prix des matieres premieres

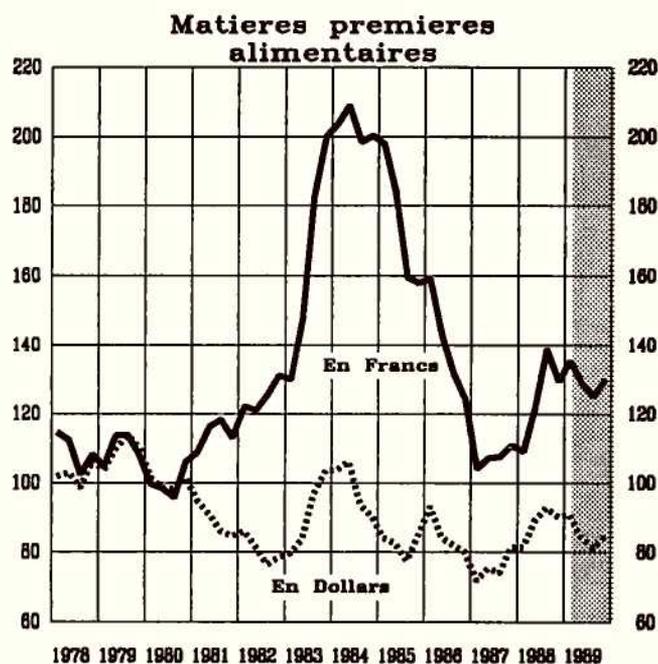
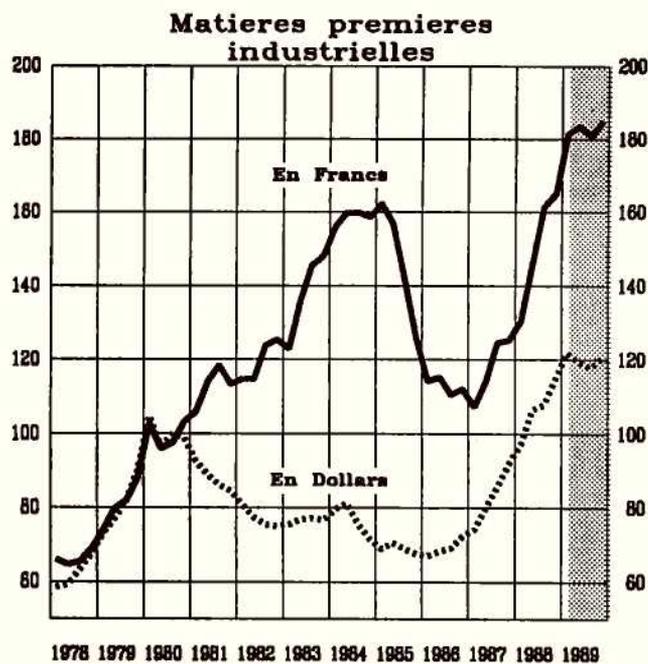
Pétrole

Avec une activité internationale qui ne ralentirait que modérément, la consommation mondiale de pétrole pourrait croître d'au moins 1,2 million de barils/jour en 1989, soit de 2,4 % après + 3,0 % en 1988. Déjà sur le seul premier semestre, sa progression estimée à 2,4 % par rapport au premier semestre 1988 semble avoir été freinée par des facteurs conjoncturels (climat, livraison de fioul anticipées en RFA pour des raisons fiscales). Comme la production hors OPEP ne devrait guère augmenter sur l'ensemble de l'année, la demande adressée à l'OPEP, évaluée à 20,5 millions de barils/jour au premier semestre, atteindrait au moins 21 millions de barils/jour au second, même après le rétablissement d'une production normale en Mer du Nord.

Après avoir nettement produit au dessus de sa part de marché au second semestre de l'année 1988, provoquant ainsi une chute des cours, l'OPEP a réalisé un sensible ajustement de sa production à la baisse en début d'année. Les bilans de l'Agence Internationale pour l'Energie font, du reste, état d'une diminution des stocks OPEP au premier trimestre, corrigeant l'accumulation liée à l'accélération de sa production en fin d'année 1988. Quant aux stocks recensés dans l'OCDE, ils restaient modérés : au 1er avril, il couvraient 98 jours de consommation soit seulement 68 jours détenus par les compagnies et donc disponibles pour la consommation.

En décidant de relever de 1 million de barils/jour le plafond de sa production pour le situer à 19,5 millions de barils/jour, l'OPEP paraît en partie adapter ses quotas à la progression de la demande qui lui serait adressée. Malgré les réserves émises par le Koweït et les Emirats quant à leur allocation jugée trop faible, l'écart entre la demande et le niveau global des quotas paraît suffisant pour que le prix du baril se stabilise autour de 18 \$.

Prix des matieres premieres



Prix de l'énergie et des matières premières importées en francs													Evolution en %		
	Glissements trimestriels								Glissements annuels			Moyennes annuelles			
	88.1	88.2	88.3	88.4	89.1	89.2	89.3	89.4	1987	1988	1989	1987	1988	1989	
Energie	-7,9	-3,8	0,7	-10,1	18,6	14,5	-2,3	2,2	3,5	-20,4	37,8	-9,8	-14,5	20,7	
<i>Pétrole</i>	-14,1	0	0,3	-11,1	28,8	14,5	-1,2	-	17,5	-23,5	45,8	3,0	-19,7	32,6	
Mat. premières industrielles	4,1	11,6	10,6	2,2	10,0	1,2	-1,4	2,2	11,8	31,5	12,2	4,2	27,8	21,3	
Mat. premières alimentaires	-1,4	11,6	13,9	-6,8	4,6	-4,7	-3	4	-10,9	16,8	0,5	-22,9	16,2	4,0	

Prix des matières premières

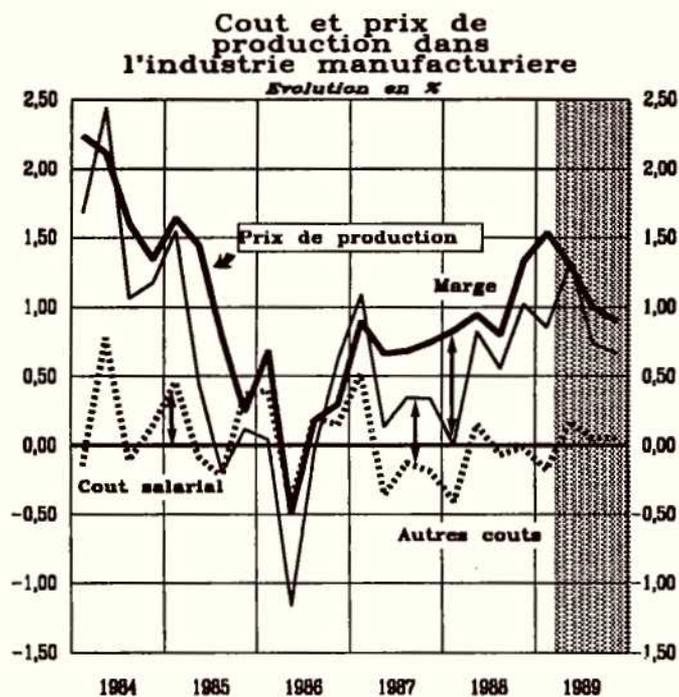
Matières premières industrielles et agricoles

En dépit de la hausse actuelle de certaines matières premières agro-industrielles (coton, pâte à papier), les prix en dollars des matières premières industrielles devraient se stabiliser.

Après une hausse quasi-continue depuis deux ans (+ 70 %), les prix internationaux des matières premières industrielles importées exprimés en Francs cessent de progresser depuis avril. Cette pause qui reproduit avec un délai l'essoufflement des cotations des matières premières faisant l'objet de transactions dans les bourses de marchandises, traduit une diminution des tensions sur les approvisionnements mais non leur totale disparition, compte-tenu de la bonne tenue de l'activité au niveau mondial. La persistance "d'un déport" (cotation au comptant supérieure à l'échéance trois mois) à la Bourse des Métaux de Londres souligne - dans le contexte actuel - la faiblesse des disponibilités immédiates et aussi celle des stocks des utilisateurs. Cependant la réduction de ce "déport" et l'arrêt de la dégradation des stocks en Bourse depuis le début de l'année conforte cette tendance à l'accalmie.

Le marché des matières premières alimentaires devrait rester très favorable au commerce extérieur français. En effet le prix des matières premières alimentaires importées exprimé en francs qui s'est retourné à l'été 1988, continuerait d'être orienté à la baisse. Après l'envolée du printemps 1988, les cours des oléagineux sont en baisse sensible ; quant aux produits tropicaux, les difficiles tentatives d'accord entre producteurs et consommateurs ne devraient pas parvenir à redresser durablement les cours vu l'encombrement des marchés. A l'inverse, les cours des produits exportés (blé, sucre) devraient rester élevés, en l'absence de stocks importants.

Couts et prix de production



Source : Comptabilité nationale trimestrielle

Les coûts d'exploitation et les prix de production dans l'industrie manufacturière

	Glissements semestriels						Glissements annuels			Moyennes annuelles		
	87.I	87.II	88.I	88.II	89.I	89.II	1987	1988	1989	1987	1988	1989
Coût des consommations intermédiaires	1,8	1,7	1,8	2,5	3,6	2,1	3,5	4,3	6,0	2,3	3,7	6,1
Coût salarial unitaire 1/	0,7	-1,5	-1,4	-0,3	0,0	0,6	-0,8	-1,8	0,6	1,2	-3,1	0,0
. Salaire moyen par tête	2,5	2,0	1,4	1,8	2,4	2,4	4,5	3,2	4,8	4,9	3,6	4,3
. Productivité	2,0	3,5	2,8	2,2	2,4	1,8	5,5	5,0	4,2	3,7	6,7	4,3
Coût unitaire d'exploitation 1/	1,5	0,9	1,0	1,8	2,8	1,8	2,4	2,8	4,6	2,0	2,0	4,7
Prix de production	1,6	1,4	1,8	2,1	2,9	1,9	3,0	3,9	4,8	2,1	3,4	5,0
dont												
. biens intermédiaires	1,3	1,8	2,1	4,3	4,4	1,9	3,1	6,4	6,3	0,5	4,7	8,3
. autres produits manufacturés	1,7	1,3	1,5	0,9	2,2	1,9	3,0	2,4	4,1	3,0	2,6	3,7

1/ hors prélèvements obligatoires

Couts et prix de production

Les coûts unitaires d'exploitation qui croissaient à un rythme très modéré en 1987 et jusqu'au premier semestre 1988 grâce à la baisse du coût salarial, et à la modération du coût des consommations intermédiaires se sont accélérés au deuxième semestre. De 2 % l'an, leur rythme de hausse est passé à 3,5 % en raison de l'accélération du coût des consommations intermédiaires accompagnée d'une moindre baisse du coût salarial. Ce changement dans leur rythme de hausse pourrait se prolonger en 1989 avec une accélération passagère au premier semestre. Un arrêt de la baisse du coût salarial unitaire viendrait en effet s'ajouter à la hausse du coût des consommations intermédiaires.

Le coût salarial unitaire a baissé à un rythme annuel d'environ 3 % entre la mi 1987 et la mi 1988. La forte activité a en effet entraîné des gains de productivité particulièrement élevés. Avec une modération de ces gains de productivité à partir du second semestre 1988 et une revalorisation un peu plus rapide des salaires rendue possible par l'amélioration des résultats des entreprises, il pourrait croître à nouveau légèrement en 1989, tout en restant un élément fortement modérateur du coût d'exploitation.

Entraîné par la hausse des prix des matières premières et leur répercussion dans le prix de l'ensemble des biens intermédiaires, le coût des consommations intermédiaires s'est accéléré au second semestre 1988. Son rythme annuel de hausse est ainsi passé de 3,5 % à 5 % environ. En 1989, la hausse des prix de l'énergie et l'accélération des prix d'importation de biens manufacturés, sensible au premier semestre, devraient provoquer une forte progression de ces coûts suivie d'un net ralentissement au second semestre. Leur rythme annuel de hausse reviendrait ainsi autour de 4 % après 6,5 % environ au premier semestre.

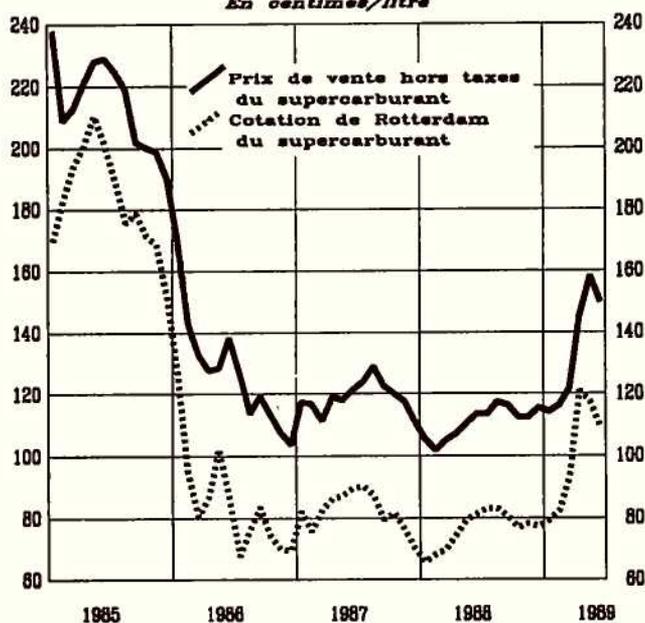
Au total le coût unitaire d'exploitation subirait le même type d'inflexion, revenant à un rythme de 4 % l'an au second semestre après une accélération autour de 6 % en rythme annuel au premier semestre.

Ce profil se retrouverait sur les prix de production. Contrairement au second semestre de 1988, l'ensemble de l'industrie manufacturière hors biens intermédiaires devrait en effet commencer à répercuter l'accélération de son coût d'exploitation et ainsi stabiliser son taux de marge d'exploitation.

Prix de détail

Comparaison : entre le prix de vente hors taxes du Super et les cotations de Rotterdam et les cotations de Rotterdam

En centimes/litre



Les prix de détail

Groupes de produits (et pondérations 1989)	Glissements semestriels 1/						Glissements annuels 1/			Moyennes annuelles 2/		
	87.II		88.II		89.II*		1987	1988	1989*	1987	1988	1989*
	87.I	87.II	88.I	88.II	89.I*	89.II*						
Alimentation (23%)	0,8	0,6	0,8	1,6	2,4	2,0	1,4	2,4	4,4	1,8	1,6	
Produits manufacturés du secteur privé (33%)	1,6	0,5	1,2	1,0	1,3	1,6	2,1	2,3	2,9	3,3	2,0	
Services du secteur privé (18%)	5,2	2,4	3,1	2,1	2,7	2,0	7,8	5,2	4,8	7,8	5,6	
Energie (9%)	1,2	-0,7	0,3	0,3	5,4	-1,0	0,5	0,6	4,4	-3,1	-1,0	
Autres tarifs publics (5%)	1,1	0,9	2,5	1,2	-0,1	1,0	2,0	3,7	0,9	2,8	3,2	
Loyers-eau (8%)	3,3	2,9	3,1	2,7	2,5	2,3	6,2	5,9	4,9	5,5	6,0	
Santé (4%)	1,4	1,1	3,1	0,5	0	1,1	2,5	3,6	1,1	2,1	3,9	
ENSEMBLE (100%)	2,1	1,0	1,7	1,4	2,1	1,5	3,1	3,1	3,7	3,1	2,7	3,6
Ensemble hors énergie (91%)	2,2	1,1	1,8	1,5	1,8	1,8	3,3	3,3	3,6	3,8	3,1	
Hors effets spécifiques : 3/												
Ensemble	2,1	1,2	1,7	1,6	2,2	1,5	3,3	3,3	3,8			
Ensemble hors énergie	2,2	1,4	1,8	1,6	2,0	1,8	3,6	3,5	3,8			

1/ Les glissements semestriels ou annuels sont ici des glissements en termes mensuels (c'est-à-dire, pour les glissements annuels, de décembre de l'année précédente à décembre de l'année indiquée).

2/ La prévision de l'indice moyen annuel pour 1989 repose sur la prévision d'évolution de l'indice mensuel d'ici à la fin de l'année, et sur une estimation de la correction pour produits frais.

3/ hors effet des baisses de taux de TVA et du pincement des marges sur les produits pharmaceutiques.

Prix de détail

Après un premier semestre où le rythme de hausse des prix est en nette augmentation (2,1 %), le second semestre marquerait le retour à une tendance similaire à celle du second semestre 1988 (1,5 % en 89.II pour 1,6 % en 88.II hors effet TVA). En l'absence de nouvelles baisses de TVA 1/, le glissement sur 12 mois des prix de détail qui était de 3,1 % en fin d'année 1988 et de 3,7 % en mai, resterait à ce niveau en fin d'année. L'hypothèse d'une stabilisation du cours du dollar et du prix du pétrole influe sur cette prévision puisque 10 % sur le prix du pétrole représente mécaniquement un dixième de point sur l'indice des prix d'ensemble.

Bien que les prix énergétiques apparaissent comme le facteur déterminant du profil de la hausse des prix en 1989, d'autres groupes de l'indice des prix contribuent à la hausse plus forte des prix cette année : en effet la croissance de l'indice hors énergie s'infléchirait elle aussi légèrement à la hausse pour se situer à 3,6 % en 1989 après 3,3 % en 1988. Cette inflexion proviendrait des produits alimentaires et des produits manufacturés du secteur privé tandis que les autres secteurs joueraient un rôle nettement modérateur.

Dans le secteur de l'alimentation, l'inflexion à la hausse date de la mi-1988. La tendance des prix est ainsi passée de 1,4 % l'an à la mi-1988, à 2,4 % en fin d'année 1988 (2,7 % hors effet TVA) puis à près de 5 % au premier semestre 1989. Elle serait de 4,4 % en fin d'année. Outre les tensions sur les vins et les produits exotiques qui ont pesé sur l'évolution du premier semestre, le principal facteur de hausse reste les effets retardés des quotas laitiers mis en place depuis 1984 ; engendrant en raison des abattages, une réduction de l'offre de viandes et de produits laitiers, ils ont induit des tensions sur les prix de ces produits qui devraient durer jusqu'en 1990. Au second semestre, une certaine décélération est à attendre sur la hausse des prix de ces produits comme sur celle des produits exotiques ; par contre les prix du porc entreraient dans une phase de hausse sensible. Grâce aussi à une stabilité des prix des fruits et légumes frais, la hausse des prix dans l'ensemble du secteur alimentaire serait moins vive au second semestre qu'au premier tout en restant encore soutenue (2,0 %).

En hausse très marquée au premier semestre (+ 5,4 %), les prix énergétiques ont subi avec un léger décalage le renchérissement des cours du pétrole et des produits pétroliers raffinés. Le raffermisssement du prix du pétrole s'est aussi accompagné d'une augmentation des marges de raffinage et de distribution particulièrement importante en mars-avril ; le prix du super hors taxe est ainsi passé de 119 c/l à la mi-mars à 161 c/l à la mi-mai soit une hausse de 35 % qui s'est traduite par une augmentation d'environ 10 % des prix toutes taxes du fait de l'importance de la fiscalité. Depuis la mi-mai, les prix régressent, et la baisse s'accroît après la mi-juin. Ce mouvement semble indiquer un retour à un niveau de marge plus normal. Au second semestre, dans l'hypothèse d'un prix du pétrole qui resterait à 18 \$ le baril et d'un dollar à 6,50 F, alors que les prix du gaz croîtraient de 2 % du fait d'une indexation retardée sur le cours du pétrole, les prix du secteur énergétique dans son ensemble pourraient baisser de 1,0 % compte tenu de la saisonnalité des prix des carburants et d'une faible réduction des marges de raffinage et de distribution.

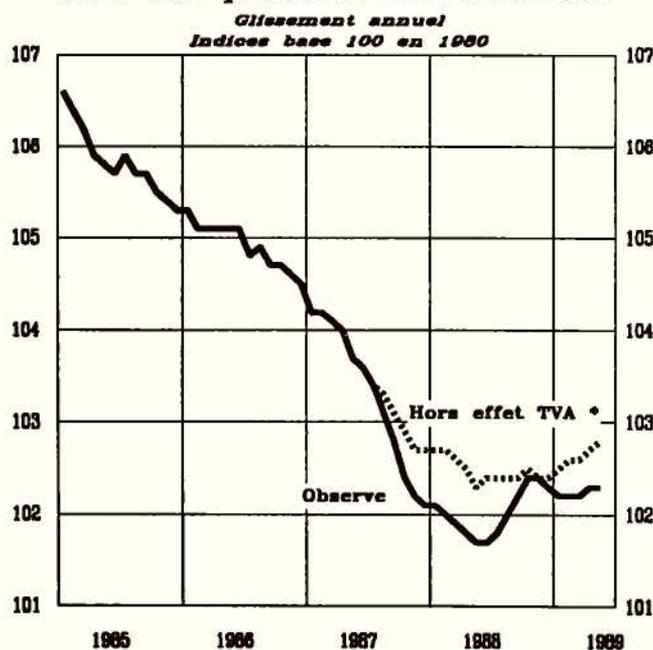
1/ Décidés fin 1988, la baisse du taux majoré de 33,3 % à 28 % et le pincement des marges sur les produits pharmaceutiques ont un impact sur l'indice des prix essentiellement au début de 1989. Au 1er janvier 1989, le taux réduit de 7 % est passé à 5,5 %. Les produits et services concernés sont les livres, les hôtels et certains spectacles, les voyages organisés, les transports publics et la redevance télévision.

Prix de détail

Les prix du secteur des produits manufacturés privés devraient, sur l'ensemble de l'année, marquer une légère accélération déjà sous-jacente au premier semestre. Leur hausse serait ainsi de 2,9 % contre 2,3 % en 1988. Hors effet TVA, l'accélération serait de 0,8 point (3,2 % en 1989 après 2,4 % en 1988) ; elle resterait modérée en comparaison de la hausse des coûts au stade de la production. Au premier semestre, les prix de ce secteur, dont la hausse sera vraisemblablement de 1,3 % (1,2 % au premier semestre 1988,) ont bénéficié d'une baisse du taux de TVA sur certains produits et de la réduction du taux de marge des pharmaciens, sans lesquelles l'accroissement aurait été de 1,6 %. L'effet global de ces mesures est de 0,4 point dont 0,1 point au second semestre 1988 et 0,3 point au premier semestre 1989. Les prix des produits manufacturés commencent ainsi à intégrer une faible partie de la remontée du coût des consommations intermédiaires lié au renchérissement des biens importés (matières premières en particulier), à la hausse du dollar et du prix du pétrole. Du fait de l'aspect très progressif de cette répercussion, cette légère augmentation du rythme de hausse au stade du détail devrait se maintenir au second semestre.

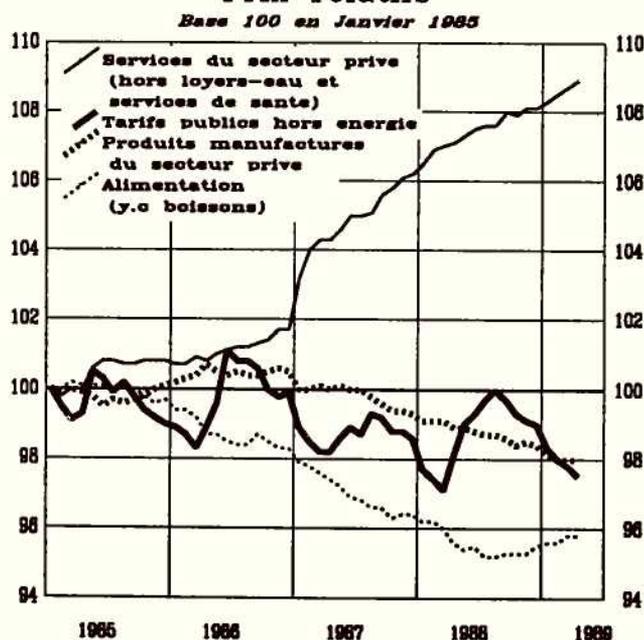
Les autres secteurs devraient bénéficier d'une certaine modération. Les prix des services du secteur privé poursuivraient leur ralentissement : leur hausse en 1989 serait de 4,8 % (5,0 % hors effet TVA) après 5,2 % en 1988. Au premier semestre, ils étaient déjà sur cette tendance ; y contribuait la relative modération du prix des services des garagistes dont les hausses ne se distinguaient plus de la moyenne du secteur, tandis qu'une hausse soutenue affectait le prix des spectacles et des consommations dans les cafés. La croissance du prix des loyers s'infléchirait nettement : 5,2 % en 1989 après 6,2 % en 1988. Au premier semestre, leur hausse est déjà modérée par rapport à l'an dernier (2,4 % contre 3,2 %) grâce au secteur libre plutôt qu'au secteur réglementé des HLM ; les mesures prises devraient aussi limiter leur croissance au second semestre. Quant aux prix administrés - services publics et santé -, restés quasiment stables au premier semestre, ils devraient connaître un ajustement modeste au second : 1,0 % pour les tarifs publics, 1,1 % pour la santé avec une hypothèse conventionnelle de hausse de 1,5 % sur les honoraires médicaux.

Prix des produits manufacturés



* Y.c placement des marges sur les produits pharmaceutiques

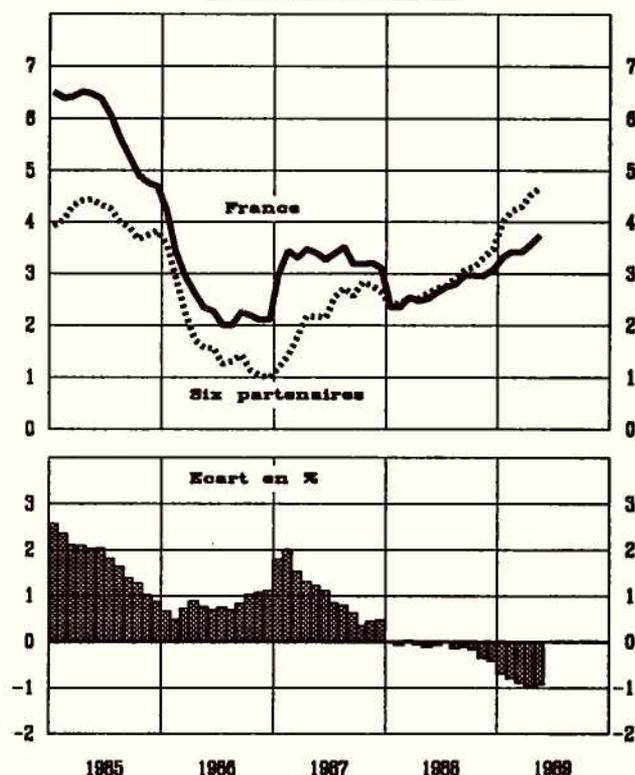
Prix relatifs



Prix de détail

Indice de prix à la consommation
comparé à celui de nos
principaux partenaires
Glissement sur un an

En dépit de l'accélération observée au premier semestre, l'écart d'inflation par rapport à nos principaux partenaires s'est nettement accru en notre faveur. En effet ces derniers sont confrontés au même regain d'inflation pour une grande part lié à l'impact de la forte activité mondiale sur les cours internationaux (matières premières, pétrole) ; de plus, des facteurs qui leur sont propres pèsent sur leur rythme d'inflation tels l'augmentation des salaires et des taux d'intérêt au Royaume-Uni et l'alourdissement de la fiscalité indirecte qui a eu lieu en RFA. Même si cet écart se réduisait au second semestre, son évolution devrait rester favorable sur l'ensemble de l'année.



Comparaison des prix à la consommation 1/

moyennes, taux annualisés %

	1987	1988	1989*	1989*	
				89.I	89.II
France	3,1	2,7	3,6	3,7	3,7
RFA	0,6	1,3	3,0	3,75	3,0
Royaume-Uni	3,8	5,0	5,75	5,75	5,5
Italie	5,1	5,0	5,75	6,5	5,25
Etats-Unis	4,5	4,2	5,0	5,0	5,25
Japon	-0,1	0	2	2	2,75

1/ au sens des comptes nationaux

* : pour la France, prévisions de l'INSEE ; pour les autres pays, prévisions de l'OCDE, juin 1989. En moyenne semestrielle sur les deux semestres de 1989