

N° 69 - Vendredi 24 novembre 1989

LE ROYAUME-UNI DANS L'IMPASSE

Lorsqu'en début d'année les premiers indices de ralentissement de l'activité apparurent au Royaume-Uni on y vit l'amorce d'un atterrissage en douceur de l'économie, plutôt que les signes avant-coureurs d'une récession. La politique monétaire, clairement restrictive depuis le printemps 1988, donnait les résultats souhaités par les autorités : modération de la consommation, atténuation des tensions sur les capacités de production, détente du marché de l'immobilier. Les exportations de biens et services se redressaient, après deux trimestres consécutifs de baisse. La menace inflationniste semblait dès lors moins vive et le déficit extérieur sur la voie d'une possible amélioration.

Le retournement conjoncturel est amorcé...

C'était faire peu de cas des déséquilibres accumulés au cours des années quatre-vingt et surtout ignorer les risques de dépréciation de la livre sterling qui en découlaient. Dans un contexte mondial de resserrement des politiques monétaires, elle commençait dès le printemps à subir de fortes pressions à la baisse. La politique des taux d'intérêt s'est heurtée à ses limites dès lors qu'elle augmentait les anticipations de retournement conjoncturel et amplifiait en retour les pressions sur le change. Relevé à 14 % au mois de mai, puis à 15 % en octobre, le taux de base bancaire est deux fois supérieur à celui de mai 1988, atteignant son niveau le plus élevé depuis 1981, tandis que la livre continue de se déprécier. Les indicateurs cycliques sont au rouge depuis plusieurs mois. Le ralentissement de la demande intérieure, objectif affiché des autorités, est sans doute amorcé, mais l'arrêt de la croissance est encore plus net. Le déficit extérieur s'amplifie, l'inflation perdure, les données conjoncturelles récentes soulignent le caractère imminent du retournement.

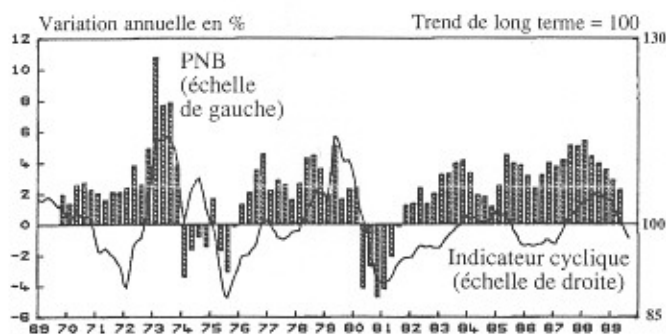
Après 0,6 % de hausse au premier trimestre, la croissance s'est à nouveau ralentie. Au deuxième trimestre le PNB, supérieur de 2,7 % à celui de l'an dernier, ne s'est accru que de 0,1 % par rapport au premier trimestre (- 0,2 % sur la base de la production). L'activité industrielle décline depuis le début de l'année. D'abord reflet des seules pertes pétrolières, dont la production était inférieure de 27 % à celle de l'an dernier, les chiffres accusent depuis le deuxième trimestre les résultats médiocres de l'industrie manufacturière. La production de biens d'équipement a cessé de croître, celle de biens de consommation suit avec quelques mois de décalage. Les services stagnent au deuxième trimestre. L'activité dans le secteur de la construction, encore soutenue en début d'année par le bâtiment industriel malgré le repli du logement, s'essouffle progressivement.

...à la suite du resserrement de la politique monétaire...

Les augmentations de taux d'intérêt, perçues vraisemblablement dans un premier temps comme une source de revenus supplémentaires, ont encouragé les dépôts porteurs d'intérêts plutôt que contraint l'endettement, dans une période où, de plus, les placements financiers s'avéraient moins attractifs en raison de l'inversion des taux d'intérêt. La masse monétaire dans sa définition «large» (M4) a, par conséquent, augmenté plus vite depuis la mi-1988, malgré la destruction de liquidités qu'impliquait l'excédent budgétaire de l'Etat. L'endettement des entreprises auprès des banques a continué de se développer au premier semestre 1989. Celui des ménages, dont la croissance s'est atténuée après les records de la seconde moitié de 1988, a été soutenu par des crédits à la consommation encore importants, qui ont annulé le ralentissement des emprunts hypothécaires. Le resserrement de la politique monétaire n'a commencé que très récemment à peser sur l'évolution du crédit intérieur. Les informations partielles disponibles pour l'été décrivent une décélération marquée de l'encours des crédits à la consommation jusqu'à l'automne, qui a contribué semble-t-il au ralentissement de la progression de la masse monétaire observé depuis juin. Dans sa définition la plus stricte, la masse monétaire M0 (billets en circulation et réserves auprès de la Banque Centrale), pour laquelle les autorités se fixent chaque année un objectif de croissance, augmente moins rapidement depuis le début de 1989 et le taux de liquidité de l'économie relatif à cette mesure baisse au cours des deux derniers trimestres.

La lenteur de l'ajustement du crédit intérieur aux niveaux actuels de taux d'intérêt et la persistance de l'inflation perpétueront la crispation monétaire au cours des prochains mois. Les pressions sur la livre se sont multipliées à l'automne, après que les résultats médiocres de l'inflation et du commerce extérieur aient été connus. Or il est peu vraisem-

1. Indicateur cyclique et croissance du PNB



Evolution de la masse monétaire et de ses contreparties

Détail des flux des dépôts et emprunts des agents privés

En milliards de livres

	1988				1989	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Besoin de l'Etat	- 2,9	- 1,6	- 2,1	- 5,0	- 5,7	- 0,1
Crédits privés	+ 18,2	+ 21,7	+ 22,4	+ 19,6	+ 21,7	+ 20,2
Extérieur	- 1,6	- 4,9	+ 1,4	- 3,6	- 4,2	- 1,9
Autres	- 2,1	- 2,2	- 3,5	- 0,3	+ 3,4	- 1,2
M 4	+ 11,6	+ 13,0	+ 18,2	+ 10,7	+ 15,2	+ 17,0
Ménages						
- dépôts	8,3	8,2	13,4	7,3	9,4	9,4
bancaires	3,6	2,8	7,7	2,9	3,6	4,7
- emprunts	10,0	12,7	13,8	11,0	11,4	10,6
hypothécaires	7,8	9,0	9,8	7,8	7,6	7,0
consommation	1,4	1,6	1,7	1,0	1,5	1,6
entrepreneurs individuels	0,7	2,0	2,2	2,3	2,4	2,0
Entreprises (*)						
- dépôts	0,8	2,8	4,3	4,1	2,7	4,7
en sterling	0,7	2,6	4,0	2,1	1,4	3,3
- emprunts	1,8	1,9	3,7	4,0	7,5	3,1
en sterling	2,0	2,4	3,1	3,0	3,6	2,6

(*) Compagnies industrielles et commerciales.

Source : CSO et Bank of England.

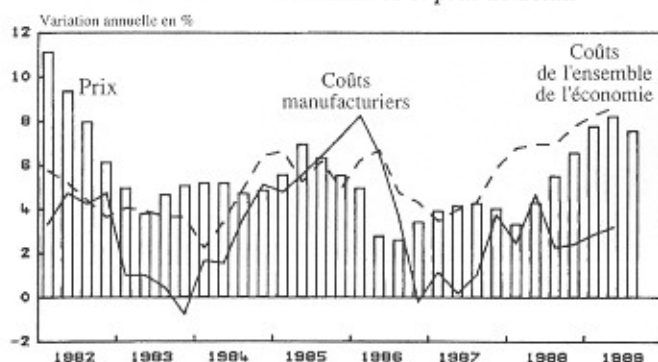
blable qu'une amélioration significative intervienne à cet égard dans un futur proche, quand bien même le ralentissement de la demande intérieure semble acquis.

...que la persistance de l'inflation prolongera

Si les tentatives d'explication de l'inflation interne au Royaume-Uni ont soulevé durant les années récentes une polémique sur ses fondements — coûts ou demande — le danger inflationniste actuel réside clairement dans le renchérissement des coûts salariaux. Sous l'effet des restructurations passées, les gains de productivité, particulièrement élevés dans l'industrie manufacturière (+ 6 % en moyenne en 1987 et 1988), plus lents dans l'ensemble de l'économie (2,5 % l'an sur la même période), avaient jusqu'à la mi-1988 permis simultanément de fortes hausses des rémunérations et des profits, sans que les entreprises aient dû relever trop vivement leurs prix. La hausse des prix à la consommation a été de 4,9 % l'an dernier, tandis que celle du salaire hebdomadaire moyen atteignait 8,7 % et celle des profits 13 %. Depuis la mi-1988 le ralentissement, puis l'arrêt de la croissance de la production industrielle a amplifié conjoncturellement l'essoufflement des gains de productivité, qui devait d'ailleurs, tôt ou tard, résulter de l'insuffisance de l'investissement. Les marges des entreprises se sont réduites et les prix tendus. L'arrêt de la surchauffe intérieure ne suffit pas à éliminer l'inflation salariale, à laquelle s'ajoutent les effets de la dépréciation de la livre.

Du premier semestre 1988 au premier semestre 1989 le rythme annuel d'inflation a presque doublé (de 4,6 à 8,6 %).

2. Coûts salariaux unitaires et prix de détail



Source : CSO.

La hausse nominale des salaires s'est encore accélérée en 1989 et dépasse actuellement 9 % l'an, dans l'industrie comme dans les services. Les difficultés d'embauche liées à l'insuffisance de la main-d'œuvre qualifiée ont été accentuées par le rythme rapide de créations d'emplois depuis le deuxième trimestre de 1987 (1,3 million, à raison de 885 000 emplois salariés) et la baisse de la population active (de 50 000 personnes entre le premier trimestre 1988 et le premier trimestre 1989). Le moindre chômage est en partie responsable de l'inflation salariale. Les hausses de coûts du logement ont par ailleurs multiplié les revendications : au cours des huit premiers mois de l'année l'indice des prix du logement a augmenté de 18 % l'an, à raison de 14 % pour les loyers, de 21 % pour les charges. Les revendications de la rentrée, qui ont le plus souvent abouti à des accords de revalorisation supérieurs à 9 % l'an (9,2 % pour les travailleurs manuels du secteur public), ne laissent augurer une détente.

Les services, responsables de la quasi totalité des créations d'emplois salariés (96 %), ont été les premiers à pâtir de l'alourdissement des coûts salariaux compte tenu de la faiblesse des gains de productivité. Ils constituent un secteur à haut risque inflationniste. Les gains de productivité de l'industrie manufacturière tendent à disparaître depuis le premier trimestre. L'évolution des coûts salariaux unitaires y devrait par conséquent rattraper rapidement celle des coûts de l'ensemble de l'économie et se transmettre aux prix.

La moindre inflation de cet été, qui résultait des baisses des prix des matières premières et de la décélération du prix du logement, pourrait par conséquent être sans lendemain. A raison d'une croissance économique qui ne dépasserait pas 1 % cette année (1,5 à 2 % hors secteur pétrolier) la hausse des prix à la production approcherait 7 %.

Entre octobre et janvier le taux de change effectif de la livre sterling s'est déprécié de 8,6 %, soit de plus de 11 % vis-à-vis du dollar et de 6 à 7,5 % vis-à-vis des principales monnaies européennes. Le prix des importations enregistrait déjà au deuxième trimestre une accélération sensible par rapport aux hausses antérieures. Pour les seuls produits manufacturés importés l'augmentation des prix atteignait un rythme annuel proche de 8 %. La baisse supplémentaire de la livre intervenue depuis aura accentué le renchérissement des importations au second semestre. En moyenne cette année l'inflation augmentera de 8 % environ, après 4,9 % en 1988.

La simple stabilisation des déficits extérieurs ne suffirait pas à calmer les tensions sur le change

L'amélioration du commerce extérieur attendue de l'arrêt de la croissance interne et du regain de compétitivité qu'occasionnera la dépréciation de la livre prendra du temps. Les importations ralentiront fortement en volume, mais renchériront. Le tassement de la demande intérieure dégagera des marges à l'exportation, encore récemment contraintes par l'insuffisance des capacités productives, mais les performances extérieures tarderont, en raison du recul de la compétitivité. Les écarts de coûts unitaires dans l'industrie manufacturière entre le Royaume-Uni et ses principaux partenaires se sont creusés ces dernières années. Les mouvements du change, qui les avaient amplifiés depuis 1987, permettront de les réduire, mais sans toutefois les annuler. De plus le regain d'investissement industriel des années 1987 et 1988 n'a pas comblé le sous-équipement antérieur, ce qui affecte sensiblement la spécialisation et la qualité des produits manufacturés du Royaume-Uni. Enfin l'environnement international sera moins propice qu'au cours des deux dernières années. Le déficit des échanges de produits manufacturés a dépassé 8 milliards de livres (85 milliards de francs) au premier semestre ; il sera du même ordre au second, soit plus du double de 1987. L'excédent pétrolier, en voie de disparition, compensera de moins en moins le déficit industriel. Le déficit commercial dépassera, en tout état de cause, les 20 milliards de 1988, pour avoisiner 24 milliards de livres.

La détérioration de l'excédent des invisibles (de 22 % au premier semestre par rapport à l'an dernier) continuera de peser sur le solde courant d'ici la fin de l'année. Le déficit courant approcherait en conséquence 20 milliards de livres — soit plus de 4 % du PNB.

Les pressions sur le change qui résultent de cette situation pourraient se manifester encore de manière brutale au cours des prochains mois et justifier une prudence extrême de la part des autorités monétaires.

Le ralentissement de la demande intérieure s'accroîtra en conséquence...

Les dépenses des ménages se modèrent. Supérieures de 30 % en 1988 à leur niveau de 1982, elles approchent le terme d'un cycle de croissance particulièrement vigoureux, inégal depuis la Seconde Guerre mondiale, exceptionnel parmi les pays occidentaux. Si la progression des revenus des ménages a bénéficié d'une forte augmentation des revenus salariaux réels et des baisses successives de la fiscalité sur les revenus, elle a cependant été en retrait de celle des dépenses de consommation : depuis 1982 le taux d'épargne des ménages s'est continuellement détérioré, passant de 12 à 4,5 % en 1988. L'an dernier le volume de la consommation progressait de 6,7 %, après 5,5 en moyenne les deux années précédentes. Celui de biens durables augmentait respectivement de 11,6 %, après 8,5. Au premier semestre de cette année la consommation n'a plus augmenté qu'à un rythme annuel de 3,8 %, notamment du fait d'un ralentissement assez net des achats de biens durables dont ceux destinés à l'habitat. Les mises en chantier mensuelles de logements privés ont chuté de 6 300 unités entre janvier et juillet. Les ventes au détail en volume ont baissé au troisième trimestre.

Bien que le resserrement des conditions de crédit ait mis du temps avant de contraindre la demande intérieure, on ne peut plus douter de son ralentissement effectif et à venir. Les ménages britanniques auront cette année peu de gains de pouvoir d'achat et moins d'emplois nouveaux (l'emploi salarié progressera de 1,5 % environ cette année, après 2,9 % l'an dernier). La ponction des remboursements d'emprunts en proportion de leur revenu disponible s'alourdira en conséquence et limitera leur consommation : bien qu'en augmentation de 3,4 % sur l'ensemble de l'année, elle progresserait de 0,5 % seulement au second semestre.

Les dépenses d'équipement productif ont baissé au deuxième trimestre et les perspectives d'investissement des industriels, jusqu'alors encourageantes, ont été brutalement affectées par les remontées des taux d'intérêt du printemps et de l'automne. La FBCF productive ayant progressé fortement au cours des deux dernières années (de 14,6 % à prix constants en 1988, après 9,2 %) en particulier dans l'industrie manufacturière, l'endettement des entreprises s'est considérablement accru et leur situation financière détériorée, malgré des profits records (+ 30 % l'an dernier dans les entreprises non pétrolières). De plus les stocks se sont fortement gonflés à

partir de la fin de l'an dernier. En 1988 le compte des entreprises industrielles et commerciales fait donc apparaître un besoin de financement net accentuant leur vulnérabilité aux mouvements des taux d'intérêt. Les charges d'intérêt atteignent des niveaux critiques, dans une période où des versements de dividendes élevés ponctionnent la marge d'autofinancement des entreprises. Optimiste jusqu'à l'été, le climat de confiance des industriels s'est retourné cet automne. Plus du tiers des industriels interrogés en octobre par la Confédération patronale britannique (CBI) déclaraient devoir réduire leurs dépenses d'investissement au cours des douze prochains mois, alors que l'enquête du mois de juillet faisait attendre une poursuite de la hausse.

...sans qu'on aperçoive une politique propre à rétablir les équilibres

La baisse de la livre, la persistance de l'inflation et des déséquilibres extérieurs rendent incertaine l'évolution économique des prochains mois. Si le Royaume-Uni entre effectivement en récession la gestion économique par les seuls taux d'intérêt atteindra rapidement ses limites ; or la déréglementation monétaire des années quatre-vingt a rendus inopérants la plupart des autres moyens usuels d'intervention. Peut-on escompter dans ces conditions un changement d'orientation budgétaire ?

La volonté du gouvernement de limiter l'intervention de l'Etat dans la vie économique a conduit depuis le début de la seconde législature du gouvernement Thatcher (1983) à restreindre les dépenses publiques. En pourcentage du PNB elles atteignent au cours de l'exercice fiscal 1988-1989 39,5 %, au lieu de 46 % en 1983-1984. Les investissements du secteur public, qui équivalaient à 25 % de l'investissement national en 1984, n'en représentaient plus que 12 % en 1988 ; ceux des seules administrations centrales sont passés de 12 à 6,5 %. Les recettes de privatisation ayant en outre abondé les revenus de l'Etat, le besoin de financement du secteur public est devenu négatif depuis 1987, malgré les baisses importantes de la pression fiscale sur les ménages et les entreprises.

L'excédent public, à présent de 3 % du PNB, pourrait certes être utilisé à des fins de relance de l'activité. Toutefois un tel choix, opposé à celui des années récentes (les excédents ayant été consacrés au remboursement de la dette publique et à des baisses d'impôts sur les revenus), bouleverserait la gestion économique du pays. Les discussions budgétaires, qui se déroulent traditionnellement en automne, pourraient certes aboutir néanmoins à relever cette année substantiellement les dépenses dans les secteurs les plus naufragés du domaine public. Mais, en tout état de cause, l'impact immédiat de ces mesures sera faible, précisément en raison du désengagement massif de l'Etat dans l'économie au cours des années récentes et parce qu'on ne peut raisonnablement anticiper de changement marqué de la volonté politique libérale du gouvernement. Une relance par le biais fiscal semble par ailleurs exclue. Reconnues comme responsables de la surchauffe de la consommation, les baisses de la fiscalité sur les revenus pourraient même être suspendues cette année.

Les marges de manœuvre actuelles des autorités britanniques apparaissent donc très réduites et peu à même d'éviter l'entrée en récession. Celle-ci sera-t-elle un remède ? La politique libérale a bien réveillé certaines forces productives, mais pas plus que les précédentes elle n'a réussi à relancer l'effort d'épargner, tant le cheminement heurté de l'économie par le passé avait retardé la satisfaction des besoins. Dans une situation caractérisée par l'insuffisance de l'offre compétitive, la récession permettra de réduire temporairement les déséquilibres, mais sans faire que l'investissement nécessaire soit réalisé.

3. Charge d'intérêts des entreprises

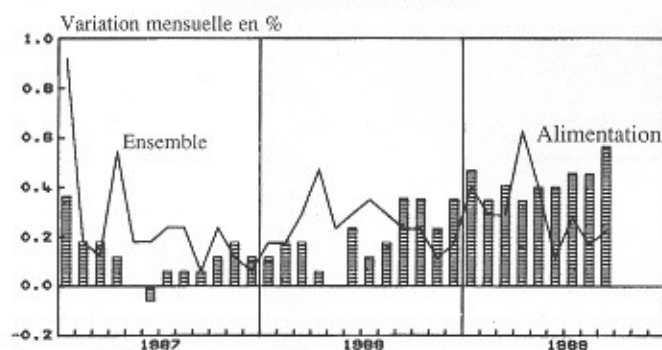


Sources : CSO, calculs OFCE.

Véronique RICHES
Département des diagnostics de l'OFCE

FRANCE

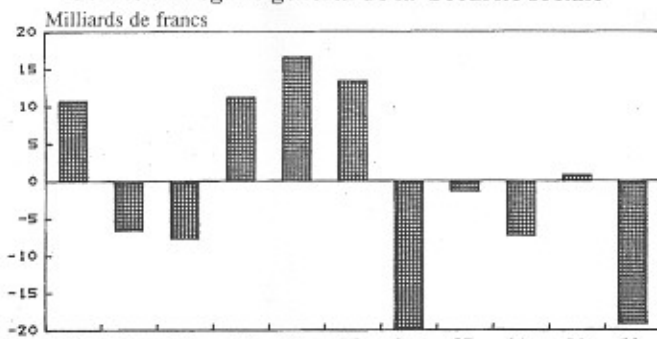
Prix à la consommation



Source : INSEE.

Les prix de détail ont augmenté de 0,2 % en septembre, soit 3,4 % sur un an. Le différentiel annuel d'inflation vis-à-vis de la RFA s'est à nouveau réduit, de 0,5 en août à 0,3 point. La baisse des prix des produits manufacturés privés (-0,1 %) a été largement favorisée par les réductions de taux de TVA. Hors taxes ceux-ci se seraient accrus de l'ordre de 0,2 %, soit leur tendance depuis le début de l'année. En revanche les prix alimentaires augmentent plus rapidement (+0,6 %). Octobre se présente *a priori* moins bien. Les tensions persistent pour la viande et les légumes, les loyers sont relevés (+0,1 point sur l'indice d'ensemble), ainsi que les tarifs de l'énergie : poursuite de la hausse du fuel, reprise de celle de l'essence. La réduction de l'écart d'inflation vis-à-vis de la RFA pourrait donc s'interrompre.

Soldes du régime général de la Sécurité sociale



Source : Commission des comptes de la Sécurité sociale.

La commission des comptes de la Sécurité sociale envisage un déficit pour le régime général de 19,2 milliards en 1990 (-17,6 hors opérations en capital) après 800 millions d'excédent en 1989 qui a bénéficié du relèvement de 1 % de la cotisation vieillesse. Mais cette prévision pour 1990 n'inclut pas les prélèvements de 0,4 % sur les revenus imposables (5,8 milliards) et de 1 % sur les revenus du capital (2 milliards) dont la reconduction maintenant acquise ramènerait le déficit à un peu plus de 11 milliards. Les mêmes tendances se manifesteraient : déficit de la branche maladie après un équilibre, hausse du déficit de la branche vieillesse (-20 milliards), excédents des branches accidents du travail (+2,6 milliards) et famille (+3,2 milliards). Ultérieurement le déficit serait financé par une cotisation sociale sur l'ensemble des revenus.

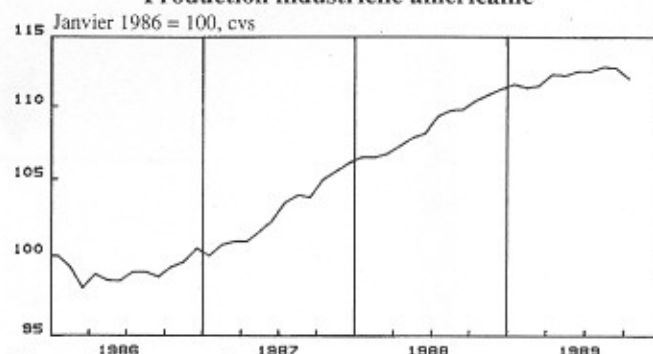
L'Observatoire Français des Conjonctures Économiques (OFCE) publie sous le même titre « Observations et diagnostics économiques » une Revue trimestrielle et une Lettre le dernier vendredi du mois, sauf en juillet et août. Les signataires s'expriment à titre personnel.

ABONNEMENTS Tarifs 1989	LETTRE 10 n°/an	REVUE 4 n°/an	REVUE ET LETTRE
Institutions, Entreprises	150 F	330 F	420 F
Particuliers	75 F	210 F	250 F

Les demandes d'abonnement sont à adresser à l'OFCE avec un chèque à l'ordre de FNSP-OFCE-Publications.

ÉTRANGER

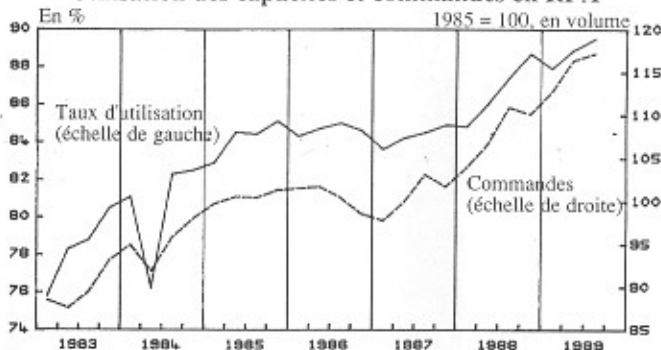
Production industrielle américaine



Source : Département du commerce américain.

Aux États-Unis la production industrielle a baissé de 0,7 % en octobre. Les turbulences intérieures (grèves et tremblement de terre) ont accentué une décélération engagée depuis plusieurs mois déjà. Entre avril et septembre la production n'avait progressé que de 0,5 %. Le ralentissement de l'activité pourrait s'avérer durable compte tenu de la dégradation confirmée du climat économique. Les ventes au détail se sont contractées de 1 % en valeur en octobre, soit probablement davantage en volume, après avoir augmenté de 0,5 %. Les achats d'automobiles ont baissé de 19 %. La croissance du PNB, encore de 2,5 % au troisième trimestre, des créations d'emplois toujours supérieures à 200 000 par mois et le redressement récent de l'indice de confiance des industriels écartent toutefois le risque d'immédiate récession.

Utilisation des capacités et commandes en RFA



Sources : Bundesbank, IFO.

En RFA l'activité reste soutenue au troisième trimestre, après la forte croissance du PNB au premier semestre (+4,6 % par rapport aux six premiers mois de 1988). Les commandes à l'industrie se sont inscrites en hausse de 0,7 % par rapport au précédent trimestre (+5,7 % sur un an). Dès lors les tensions sur les capacités manufacturières se sont renforcées (89,5 % en septembre au lieu de 88,9 % trois mois auparavant selon l'IFO). Les industries de biens de consommation et d'équipement (le taux d'utilisation est de 93,6 % dans la mécanique) sont à la limite supérieure de leur capacité, tirées par la demande étrangère. Dans ce contexte, la dépréciation du DM en termes réels (-2,3 % depuis le début de l'année, -2,9 % en moyenne en 1988 selon la Bundesbank) aggrave les risques de surchauffe et renforce le camp de réévaluationnistes.