

Chronique de conjoncture

Après deux chocs pétroliers : diagnostics et perspectives

Philippe Sigogne,

Directeur du Département des diagnostics

Monique Fouet,

Chargée d'études à l'OFCE,

responsable de la Division Environnement International

Avant-propos

L'expérience des dix dernières années a montré que la politique économique est en possession de moyens puissants ; mais elle a aussi mis en évidence que nombre de dispositions visant à réguler l'activité ont en pratique été inefficaces, voire inflationnistes, soit qu'elles aient été prises à contretemps, soit que des contre-mesures les aient rapidement annulées. Les responsabilités en sont multiples : les principales sont sans doute les faibles capacités à prévoir et à conserver son sang-froid. D'où un fréquent décalage d'horizon entre des remèdes de court terme, souvent administrés trop brutalement, et des affections de long terme qui nécessiteraient un traitement continu et dégressif, à l'abri des poussées de fièvre. Si le consommateur est par nature facilement stimulé, l'investisseur a besoin d'assurance à longue échéance : pour lui, faire la part entre l'acquit et le réversible est impératif. Force est de constater que les volte-face budgétaires et monétaires ne lui ont pas facilité la tâche.

Eviter cet écueil nécessite un effort permanent d'explication et de rigueur de la part des décideurs publics et des économistes. Que les orientations de moyen terme soient clairement énoncées et fixent les règles du jeu économique est un préalable indispensable à la levée de l'expectative des détenteurs de capitaux, financiers, physiques et intellectuels. Que les actions quotidiennes soient constamment confrontées à ces orientations doit permettre de limiter les situations conflictuelles. Que l'analyse des effets de ces politiques soit faite dans l'administration et hors de l'administration, en référence aux orientations ainsi données, peut éclairer le champ de décision des agents économiques privés.

L'économiste, pour sa part, doit s'efforcer d'aller au-delà de la simple estimation d'un taux de croissance ou d'un rythme d'inflation et rappeler sans cesse le contexte dans lequel ces éléments s'inscrivent. Lorsqu'un événement extérieur ou une mesure de politique interne risque d'aviver des tensions et d'entraîner tôt ou tard un correctif, les évolutions immédiates de l'économie donnent une fausse idée des tendances qui seront

réellement soutenables. C'est au conjoncturiste de tirer le signal d'alarme suffisamment tôt et fort en balisant le terrain sur lequel l'économie peut s'engager sans menaces excessives dans l'année qui suit. Si par là il a pu éviter à l'investisseur de se fourvoyer, il le sécurisera à l'avenir et l'encouragera par là même à saisir les occasions qui ne risquent pas d'être remises en cause à brève échéance.

Bien décrire et explorer les marges de manœuvre de l'économie française est le pari que souhaite tenir l'Observatoire français des conjonctures économiques. Pour ce faire son département « Diagnostic » entend mettre l'accent, dès ce premier numéro de sa revue, sur l'incidence de notre environnement international. Aussi confrontera-t-on l'économie de la France à celle de ses principaux partenaires. Ensuite, pour éviter de contracter la « myopie du court-termiste », des études plus structurelles permettront de mieux encadrer les inflexions qui se dessinent à court terme.

Parallèlement seront développés à l'OFCE par la collaboration de ses trois départements des instruments visant à apprécier mieux les effets des actions budgétaires et monétaires afin de pouvoir mieux informer les chefs d'entreprise et les particuliers des conséquences des décisions publiques.

La phase de récession qui a suivi en Occident le second choc pétrolier aura duré plus de deux ans. Certes moins brutal que le premier, ce choc est advenu dans une situation conjoncturelle moins critique. Mais il a frappé des économies structurellement affaiblies et s'est trouvé amplifié par une concurrence internationale exacerbée, alors que la marge de manœuvre des politiques économiques s'était rétrécie.

Cette phase paraît toucher à sa fin. Une baisse des taux d'intérêt aux Etats-Unis y permettra en effet une lente reprise de l'activité, mais risque de relancer l'inflation. La dépréciation probable du dollar vis-à-vis du deutschmark qui s'ensuivra desserrerait les contraintes pesant en Europe sur les politiques économiques. Elle permettrait à une reprise modérée de s'amorcer, bien qu'on ne puisse guère compter sur une forte croissance des importations mondiales, car la demande des pays non industrialisés fléchira.

L'économie française a moins bien réagi que ses partenaires aux prélèvements externes. La baisse relative des profits intervenue à la suite du premier choc pétrolier s'est encore accentuée après le second. Jusqu'au printemps de 1981, les restrictions budgétaires ont accentué le freinage de l'activité, tandis qu'une contrainte monétaire moindre qu'à l'étranger permettait aux entreprises de recourir davantage à des financements externes.

La nouvelle politique suivie depuis le milieu de 1981 a légèrement accru les ressources des particuliers et ainsi, les dépenses de consommation. Mais malgré l'amélioration de l'activité et des résultats d'exploitation, les entreprises ont réduit leurs investissements. En l'absence de perspectives de croissance mieux assurées, il est à craindre qu'elles en réalisent peu dans les mois à venir si les circonstances extérieures obligent à maintenir des taux d'intérêt élevés, alors que les différentiels de prix avec l'étranger s'aggraveront.

L'environnement international

La phase de récession dans les pays industrialisés aura duré plus de deux ans

Le second choc pétrolier n'a pas constitué une répétition à l'identique du premier, mais il s'en rapproche néanmoins par de nombreux aspects ; c'est pourquoi, comparé à 1975-1976, l'environnement international de la France ne sera en 1982 ni tout à fait le même, ni tout à fait un autre. C'est à marquer les similitudes et souligner les différences que l'on s'attachera ici en analysant les chocs pétroliers eux-mêmes, puis les phases conjoncturelles et la situation structurelle des économies industrielles qu'ils ont atteintes, et enfin les réactions des agents privés et des politiques économiques qu'ils ont suscitées.

Le second choc pétrolier, non identique au premier, a atteint les économies industrielles dans une phase conjoncturelle différente...

Alors que le premier enchérissement massif du pétrole était intervenu soudainement fin 1973 (le prix de référence du baril OPEP était passé de 3 à 11,5 dollars en l'espace de trois mois), le second a résulté d'une succession de hausses étalées sur près de deux ans : ce prix est passé de 13 dollars début 1979 à 30 fin 1980. S'il a été aussi ample que le premier, le second enchérissement a donc été moins brutal. L'expression « second choc » pétrolier n'est donc pas tout à fait adéquate ; mais elle est fréquemment utilisée, de sorte qu'on l'emploiera ici par souci de simplification.

Contrairement à ce qui s'était passé en 1973 et début 1974, les prix des matières premières n'ont pas simultanément enregistré une flambée. Les matières premières industrielles ont connu une hausse modérée en 1979, puis une stabilisation en 1980, tandis que les matières premières agricoles baissaient sur l'ensemble de ces deux années.

Poussée inflationniste et ponction extérieure sur les revenus ont donc été moindres pour les économies industrielles durant le second choc pétrolier que lors du premier.

Ce sont des situations conjoncturelles très différentes que sont venus perturber les deux chocs pétroliers. Le premier avait atteint des économies industrielles en période de surchauffe généralisée : le sommet du cycle venait tout juste d'être atteint, de sorte que les tensions inflationnistes étaient vives alors que la croissance de l'activité se ralentissait déjà et même, s'interrompait aux Etats-Unis et en Allemagne.

Lorsque le second choc pétrolier s'est amorcé, seuls les Etats-Unis étaient dans une situation comparable à celle de 1973. Les pays européens et le Japon étaient après le rattrapage de 1976 et la pause de 1977, engagés depuis quelques trimestres déjà dans la voie d'une croissance lente et peu inflationniste (*I et III*)^(*). Le second choc pétrolier

(*) Ces chiffres renvoient aux planches du Cahier de graphiques situé en fin de revue.

a donc interrompu une phase de croissance, alors que le premier avait précipité l'entrée dans une phase de récession. En conséquence, la réaction a été plus tardive et plus longue, et un peu moins ample dans le second cas.

Cela est illustré de manière exemplaire par l'évolution des stocks. Ils avaient en effet été fortement gonflés en 1972 et 1973, la surchauffe conjoncturelle s'accompagnant d'anticipations à la hausse sur les prix des matières premières ; ce comportement avait du reste la hausse effective de ces prix. Puis ils s'étaient dégonflés massivement dès le printemps 1974, en partie sous l'effet du maintien de politiques monétaires restrictives.

En 1979-1980 en revanche le processus de stockage a accompagné et non pas précédé le choc pétrolier. Celui-ci constituait en effet, par son étalement, la principale cause des anticipations inflationnistes. Le processus de déstockage a ensuite été plus lent à s'amorcer notamment du fait que les politiques monétaires ont tardé à devenir restrictives.

En outre, dans la plupart des pays industrialisés, les entreprises avaient à la suite du premier choc pétrolier adopté un comportement plus prudent en matière de stocks. Ainsi l'excédent à écouler en 1980-1981 a-t-il été moindre qu'en 1974-1975, de sorte que l'effet récessionniste de cet ajustement a été amorti.

...et une situation structurelle modifiée.

Ces économies étaient moins vulnérables dans la mesure où la croissance de moyenne période reposait sur des fondements plus équilibrés. A des degrés bien entendu divers selon les pays, le moteur principal de l'activité économique était en effet constitué par un fort mouvement d'investissement, qui se révélait nécessaire après plusieurs années de stagnation ou de déclin et était devenu possible grâce à l'assainissement de la situation financière des entreprises. Il concernait la modernisation des capacités productives plus que leur extension. Le contraste était donc grand avec 1973, année où une longue période d'investissements massifs et parfois excessifs touchait à sa fin. En conséquence, comparé à la chute du milieu des années 1970, le fléchissement enregistré par l'investissement productif en 1980-1981 apparaît modéré.

Mais ces économies étaient néanmoins affaiblies par la lenteur de leur croissance pendant plusieurs années s'accompagnant de difficiles restructurations des appareils productifs. Elles l'étaient aussi parce que le prix « réel » du pétrole, atteignant au début de 1981 un niveau supérieur de 40 % à celui du début 1974 rendait économiquement obsolète une fraction additionnelle des équipements productifs.

La récession a été aggravée par la concurrence internationale...

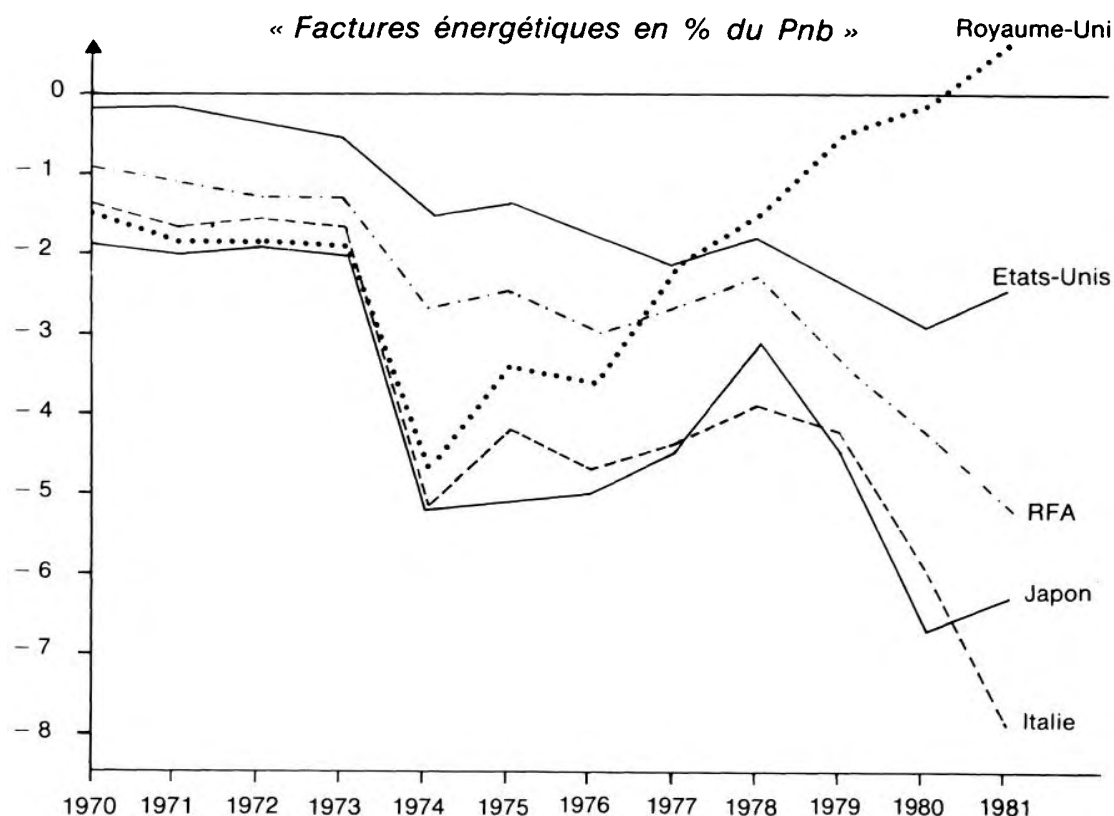
Le second choc pétrolier a provoqué dans les économies industrielles des réactions en plusieurs temps.

Dans un premier temps l'alourdissement de la facture énergétique s'est surtout traduit par une hausse des prix intérieurs de l'énergie.

Dans un second temps, c'est-à-dire durant l'hiver 1979-1980, il a impulsé un sursaut spéculatif de l'activité : les anticipations inflationnistes ont conduit les ménages aussi bien que les entreprises à pratiquer des achats de précaution. Les enquêtes de conjoncture (II) montrent à quel point l'incertitude était alors grande quant aux tendances ultérieures de l'activité. Nombre d'observateurs, ne voyant pas se profiler une récession imminente, pensaient que le second choc pétrolier avait été « absorbé » sans autre forme de procès.

Mais dans un troisième temps, c'est-à-dire au printemps 1980, la production industrielle (I) et plus généralement l'activité économique ont amorcé un mouvement de baisse. Correspondant au surcroît de prélèvement pétrolier, ce mouvement a en outre été initialement amplifié par des ajustements compensant les achats d'anticipation des mois précédents.

Le prélèvement pétrolier imposé aux pays industrialisés dans leur ensemble n'a pas entraîné pour chacun d'entre eux un ralentissement de l'activité économique proportionnel à l'importance de ses importations énergétiques :



En effet, les pays industriels ont tenté de se transférer les uns aux autres, par le biais de leurs échanges extérieurs, l'impact récessif de l'enchérissement du pétrole : ils ont tenté de contracter leurs importations et d'accroître leurs exportations.

Seul le Japon est parvenu à pratiquer cette stratégie de manière durablement efficace (VIII). D'autres, tels les Etats-Unis n'y ont réussi que de manière éphémère. Ce faisant, les uns et les autres ont enclenché un processus cumulatif de ralentissement du commerce mondial qui a contribué à transformer le ralentissement de l'activité économique en véritable récession.

Cette récession s'est propagée de l'un à l'autre au fil du temps (I), car les pays les plus compétitifs à un moment donné parvenaient effectivement à transférer sur les autres une partie de la contrainte récessive. Mais cette compétitivité immédiate dépendait pour une large part des taux de change. Or ces derniers ont fluctué fortement, exerçant sur les échanges extérieurs des influences retardées.

... et difficilement maîtrisée par les politiques économiques.

En l'absence de concertation internationale, les autorités économiques étaient mal armées pour maîtriser ce processus récessionniste auto-entretenu. En effet, après le premier choc pétrolier, elles avaient d'abord maintenu le caractère restrictif déjà adopté par les politiques monétaires afin de lutter contre l'inflation, puis, elles avaient pu redresser l'activité grâce à leurs politiques budgétaires.

Mais précisément, en raison de l'effort ainsi consenti et donc des déficits cumulés pendant plusieurs années, les finances publiques n'étaient plus à même de fonder, à l'issue du second choc pétrolier, une stratégie de relance. C'est en partie pour cela que les autorités économiques ont hésité à combattre l'inflation par la politique monétaire, craignant d'aggraver une récession qui ne pourrait pas être ultérieurement surmontée par la politique budgétaire.

C'est donc tardivement (VI) sauf au Japon et en RFA, que les taux d'intérêt ont été sensiblement relevés, ce qui est alors venu prolonger la stagnation ou la récession de l'activité selon les cas.

A l'intérieur de ces marges de manœuvre étroites, les autorités économiques se sont efforcées de répartir différemment le fardeau du prélèvement pétrolier entre les agents économiques. Alors que ce fardeau avait essentiellement pesé sur les entreprises après le premier choc pétrolier, il a cette fois été largement reporté sur les ménages. Deux méthodes ont été — et sont encore — utilisées à cette fin.

En premier lieu, une forte pression est exercée sur le pouvoir d'achat des salaires. L'Etat intervient soit sur les mécanismes de fixation des salaires (aménagement de l'échelle mobile en Italie) soit sur le montant même de ces salaires (blocage aux Pays-Bas, et plus récemment en Belgique) ; ou bien encore, il contraint les entreprises à limiter l'expansion de leur masse salariale (Royaume-Uni).

En second lieu, le pouvoir d'achat des revenus de transfert est limité : aux Etats-Unis et dans de nombreux pays européens, les systèmes de protection sociale font l'objet de révisions à la baisse.

Le Japon est longtemps parvenu à transférer sur l'Occident le poids du second choc pétrolier.

La moitié des importations japonaises de marchandises est constituée par des produits énergétiques ; un quart additionnel consiste en matières premières. C'est pourquoi les coûts de production japonais avaient été fortement affectés par le second choc pétrolier et par la dépréciation du Yen vis-à-vis du dollar en 1979 et début 1980, évolution qui contrastait avec celle du DM et n'a laissé place à une appréciation que durant les trois derniers trimestres de 1980 (VII).

La hausse des prix intérieurs induite par l'inflation importée a toutefois été rapidement maîtrisée : la progression des prix de détail, après avoir atteint au plus un taux somme toute modéré de 11 % l'an à l'hiver 1979-1980 (III), a retrouvé une tendance inférieure à 5 %. La production industrielle, après une diminution brève et peu ample (I), a recommencé à croître dès l'été 1980. Le déficit du commerce extérieur, apparu au printemps 1979, a disparu dès l'hiver 1980-1981, permettant à la balance courante de redevenir elle aussi excédentaire (VIII).

Cette performance est due en partie à la politique économique intérieure. Le jeu des instruments monétaires et budgétaires, ainsi que les niveaux auxquels se sont conclus au cours des années récentes les accords salariaux de printemps, ont fait que l'essentiel du prélèvement pétrolier a pesé sur les ménages. L'investissement n'a que peu et tardivement fléchi dans le secteur privé et a bénéficié d'une relance dans le secteur public.

Cette performance est surtout imputable à l'évolution des échanges extérieurs. Les exportations ont en effet réalisé une formidable poussée : à prix constants, elles ont augmenté de près de 50 % entre la mi-1979 et la fin 1981 tandis que les importations, après un fléchissement suivi d'un rattrapage, se situaient fin 1981 à un niveau proche de celui de la mi-1979 (VIII). Si la croissance du Pnb a été de 4,2 % en 1980 et 2,9 % en 1981, cela est dû au commerce extérieur à raison de 3,5 % puis 2,5 %. A ces effets de volume sont venus s'adjoindre des effets de prix, les termes de l'échange ayant cessé de se dégrader dès le début de l'année 1980 (VIII).

Ces évolutions commerciales résultent en bonne partie des amples fluctuations enregistrées par le Yen, dont il est difficile de dire dans quelle mesure elles sont contrôlées par les autorités économiques. Délibérées ou non, elles sont une cause majeure des récentes performances japonaises.

Toutefois les mécanismes qui ont permis au Japon de surmonter mieux que les pays occidentaux le second choc pétrolier commencent à épuiser leurs effets. D'une part, les exportations ont marqué le pas au dernier trimestre 1981 face au fléchissement de la demande mondiale et à la montée des réactions protectionnistes plus ou moins explicites aux Etats-Unis et en Europe.

D'autre part, les autorités économiques ne sont pas parvenues en 1981 à faire prendre le relais des exportations par la demande intérieure comme moteur de la croissance. C'est pourquoi le Pnb a accusé une baisse au dernier trimestre 1981.

Les politiques économiques menées aux Etats-Unis...

C'est dès le début de l'année 1979 que les Etats-Unis s'étaient engagés dans une stagnation économique (1) accompagnée d'une accélération de l'inflation, dernière phase du cycle amorcé fin 1975. Conjoncturellement fragile, l'économie américaine était en outre beaucoup plus vulnérable à un choc pétrolier en 1979 qu'en 1973.

Le poids de la contrainte énergétique s'était en effet considérablement accru. Sous le double effet d'une diminution de la production et d'une croissance de la consommation énergétiques, les importations pétrolières couvraient 25 % des besoins énergétiques nationaux en 1979 contre 18 % en 1973.

Ce n'est qu'en 1981 que la valeur des importations énergétiques a pu être stabilisée (83 milliards de dollars, comme en 1980), les volumes consommés diminuant sous l'effet de la récession économique et de l'enchérissement impliqué par la levée du contrôle des prix intérieurs.

Tensions inflationnistes et pressions récessionnistes importées ont donc été beaucoup plus importantes lors du second choc pétrolier. Deux objectifs, souvent contradictoires, s'imposaient donc à la politique économique. Tout au long des années récentes, les autorités monétaires ont privilégié la lutte contre l'inflation et donc durci leur attitude chaque fois que les autorités fédérales leur semblaient indûment privilégier la lutte contre la récession.

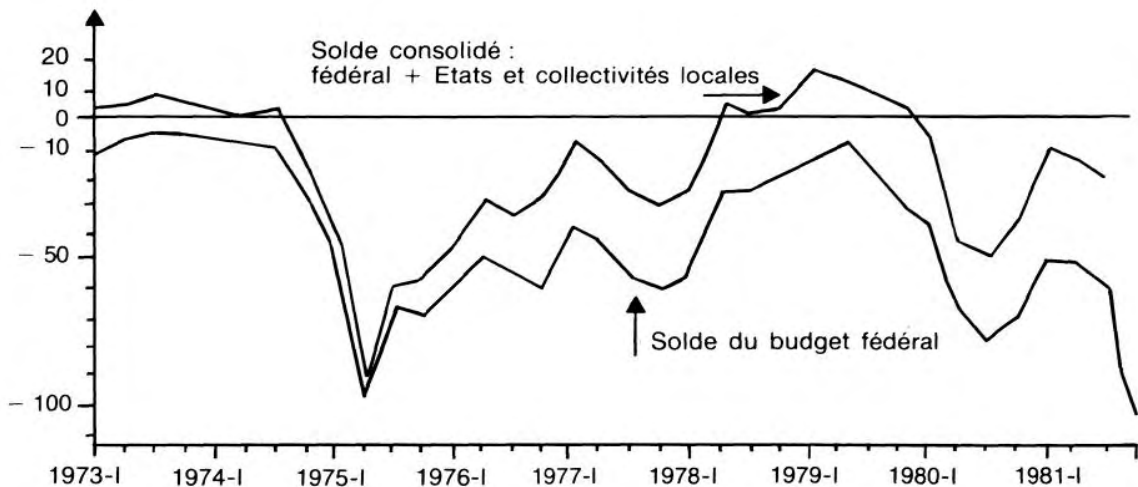
L'administration Carter, tout en procédant à la levée progressive du contrôle des prix énergétiques — ce qui avait dans un premier temps un impact inflationniste — a mené une politique budgétaire modérément expansionniste en 1979 puis progressivement restrictive au cours de l'année 1980.

Entrée en fonction en janvier 1981, l'administration Reagan s'est trouvée confrontée à une situation difficile. En effet, l'un des principaux axes de sa campagne électorale avait concerné la réduction de la pression fiscale, le freinage des dépenses publiques, et la disparition à brève échéance du déficit fédéral. Or, de mois en mois tout au long de l'année 1981, l'administration a été contrainte de limiter ses ambitions dans chacun de ces trois domaines en raison de la stagnation de l'activité.

En conséquence, la politique budgétaire n'a pas adopté en 1981 un caractère de relance sélective car elle n'a pas été à même d'opérer un transfert de ressources des ménages vers les entreprises comme le souhaitent les partisans de la théorie de l'offre. Mais elle n'a pas non plus adopté le caractère restrictif que souhaitent les monétaristes, car le déficit budgétaire exprimé en dollars courant n'a pas diminué. Le fait qu'il ait

été stabilisé témoigne toutefois d'actions délibérées à caractère nettement restrictif :

« Les soldes budgétaires américains en milliards de dollars »



Quoiqu'il en soit, face à l'attitude des autorités fédérales qu'elles jugeaient insuffisamment ferme, les autorités monétaires ont maintenu le caractère restrictif de leur propre politique. Celle-ci recourt depuis octobre 1979 à de nouvelles modalités : c'est sur la masse monétaire et non plus sur les taux d'intérêt que les autorités exercent leur contrôle. Désormais libres, les fluctuations des taux d'intérêt ont été extrêmement amples (VI).

Contrairement à ce qu'ont longtemps pensé de nombreux observateurs, bien que les charges d'intérêt soient déductibles du revenu imposable des ménages aussi bien que des entreprises, le niveau et les variations des taux d'intérêt exercent des effets conjoncturels brutaux sur l'économie américaine. Ce sont des taux élevés qui, à l'été 1981 comme au printemps 1980, ont précipité l'entrée dans une phase de récession ; c'est une forte baisse des taux qui avait impulsé l'éphémère reprise de l'année 1980.

... ont contribué à engager ce pays dans une phase de stop and go.

Les à-coups de la politique monétaire, joints au durcissement progressif de la politique budgétaire et aux effets du second choc pétrolier, ont perturbé le déroulement traditionnel du cycle conjoncturel propre à ce pays. L'entrée en récession a été différée tout au long de l'année 1979 par un long sursaut spéculatif alimenté par les anticipations inflationnistes.

Ces anticipations ont été brisées par le durcissement de la politique monétaire, de sorte qu'une diminution de l'activité s'est amorcée au printemps 1980 ; mais cette diminution a été rapidement enrayerée par la baisse des taux d'intérêt et le caractère encore légèrement expansionniste du budget, avant d'avoir pu produire ses effets classiques d'assainissement.

C'est pourquoi la phase de rattrapage qui s'est alors produite ne s'est pas transformée en véritable reprise, mais a débouché sur une stagnation au niveau pré-récessionniste accompagnée de fortes tensions inflationnistes. La nouvelle hausse des taux d'intérêt, destinée à lutter contre ces tensions, alors que la politique budgétaire était devenue restrictive, a provoqué une rechute dans la récession à l'été 1981.

Cette évolution médiocre de l'activité économique est également imputable aux mauvaises performances réalisées en matière d'échanges extérieurs, en grande partie sous l'effet de la perte de compétitivité liée à l'appréciation du dollar. Le volume des importations a certes pu être abaissé en 1980 (VIII) sous l'effet de la récession ; mais il a notablement progressé en 1981 malgré la diminution — toujours en volume — des importations énergétiques, parce que les importations de produits manufacturés ont fortement augmenté. Les exportations pour leur part ont modérément, mais continuellement régressé tout au long des années 1980 et 1981.

L'appréciation du dollar a toutefois exercé des effets favorables dans la mesure où elle a fortement limité la progression du prix des importations. Il s'est ensuivi, outre une modération de l'inflation intérieure, une amélioration des termes de l'échange depuis la mi-1980, alors que les pays européens subissaient une dégradation des leurs (VIII). Cette amélioration a permis au déficit commercial de ne s'alourdir que légèrement et à la balance courante de rester excédentaire.

Les contraintes extérieures pesant sur l'Europe...

L'impact récessif du second choc pétrolier a été renforcé dans les pays européens par deux types de contraintes extérieures. En premier lieu, l'intensification de la concurrence internationale s'est traduite par une poussée des importations et un freinage des exportations d'autant plus forts que les pays étaient moins compétitifs ; ainsi, en 1980, la contribution du commerce extérieur à la variation du Pnb a été de + 0,1 % en Allemagne et - 2,7 % en Italie.

En second lieu l'appréciation du dollar, certes porteuse à terme d'une compétitivité accrue des produits européens face aux produits américains, a par ses effets directs et indirects largement contribué à casser la reprise économique qui s'amorçait au printemps 1981.

La plupart des pays européens s'efforcent de maintenir une parité fixe de leur monnaie par rapport au DM ; c'est pourquoi la dépréciation de ce dernier vis-à-vis du dollar a entraîné celle de la quasi totalité des monnaies européennes.

Les principales variables économiques qui influencent la parité dollar/DM sont les taux d'intérêt, les rythmes d'inflation, et les soldes courants de ces deux pays. Or, de manière assez exceptionnelle, ces trois éléments ont simultanément joué de la mi-1980 à la mi-1981 dans un sens favorable au dollar, appelant donc un ajustement.

Par ailleurs, le dollar était au début de 1980 assez nettement sous-évalué vis-à-vis du DM : une correction s'imposait donc de surcroît. Mais, cette fois encore, les marchés des changes sur lesquels se déroulent des mécanismes cumulatifs mal maîtrisés par les autorités monétaires n'ont pas simplement procédé à cet ajustement et à cette correction ; ils ont largement outrepassé les tendances économiques de fond.

Ils les ont d'autant plus outrepassées que des éléments politiques sont venus renforcer le mouvement ; d'une part, le fort potentiel de confiance dont bénéficiait la nouvelle administration américaine ; d'autre part, les inquiétudes internationales suscitées par la situation en Pologne.

La forte progression des taux d'intérêt européens est parvenue à freiner le mouvement, mais non à l'enrayer : les monnaies européennes se sont dépréciées de près de 50 % vis-à-vis du dollar entre juillet 1980 et août 1981 (VII). Lorsque le point bas a été atteint la première semaine d'août, le cours officiel était de 6,08 F et 2,54 DM pour un dollar.

Une certaine détente a succédé à ce mouvement excessif, permettant aux pays européens de procéder en octobre 1981 à un réaligement général de leurs parités au sein du SME : les pays qui devaient dévaluer ont pu le faire sans rejoindre pour autant vis-à-vis du dollar les points bas du mois d'août. Toutefois, la parité du dollar reste très élevée, en partie sous l'effet des hauts niveaux des taux d'intérêt américains : depuis le début de l'année 1982, le dollar oscille entre 2,30 et 2,40 DM.

... y ont allongé et amplifié la récession...

Cette appréciation puis ce maintien à haut niveau du taux de change de la monnaie américaine ont lourdement pesé sur la conjoncture des pays européens en 1981. Ils ont en effet considérablement alourdi le coût des importations énergétiques. Rythme de l'inflation et soldes commerciaux ont alors été soumis à des pressions défavorables que les autorités économiques ont combattues en adoptant des politiques restrictives.

Les politiques budgétaires étaient certes délibérément restrictives en raison des stratégies d'assainissement structurel menées dans des pays tels que le Royaume-Uni et les Pays-Bas, ou en raison de la volonté de réduire le déficit public dans un pays tel que la RFA. Néanmoins, le jeu des mécanismes spontanés a tendance à conférer aux finances publiques un caractère de soutien en période de récession. Dans une telle phase du cycle, en effet, les recettes ont tendance à se réduire en raison des rétrécissements de l'assiette fiscale, tandis que les dépenses ont tendance à s'accroître en raison du gonflement des transferts sociaux.

Malgré les efforts entrepris ou poursuivis pour réduire les déficits, ces derniers sont en conséquence restés élevés. Les politiques budgétaires ont donc été effectivement contraignantes, mais insuffisamment aux yeux des autorités économiques. C'est pourquoi les politiques monétaires sont à leur tour devenues délibérément et fortement restrictives.

Par ailleurs, le principal moyen de freiner la dépréciation des monnaies consistait à hausser les taux d'intérêt. Tout concourait donc à pousser ces derniers à des niveaux nettement plus élevés que ne l'auraient justifié de strictes considérations d'ordre intérieur.

Comme les éléments spontanés de croissance de l'activité économique étaient fragiles, ce durcissement des politiques monétaires venant s'ajouter à des politiques budgétaires restrictives a largement contribué à casser la reprise qui semblait s'amorcer au printemps 1981. C'est une phase de stagnation qui s'est alors ouverte, et qui se prolonge encore durant les premiers mois de l'année 1982.

... à des degrés divers selon les pays.

Cette tendance générale recouvre des évolutions non totalement identiques pour tous les pays. L'Allemagne fédérale, grâce à une forte poussée de ses exportations en volume, a pu enregistrer une légère croissance du Pnb au troisième trimestre puis une stabilisation au quatrième, ainsi qu'une progression de son excédent commercial suffisamment massive pour rééquilibrer la balance courante en fin d'année (VIII). Le rythme de l'inflation s'est stabilisé en 1981 à un niveau légèrement supérieur à 5 %, et descend en dessous de ce seuil au début de 1982.

L'Italie, entrée plus tardivement dans la récession en raison d'un long sursaut spéculatif durant le premier semestre 1980, enregistrait encore une diminution de son activité durant le second semestre 1981. Le rythme de l'inflation s'est considérablement ralenti dans ce pays passant (III) de 22 % fin 1980 à 12 % début 1982.

L'essentiel de l'année 1981 a été marqué par une diminution de l'activité aux Pays-Bas, économie fortement dépendante de ses exportations vers le reste de l'Europe et marquée de surcroît par une politique d'austérité aux objectifs structurels ; l'inflation n'y est guère supérieure à celle de la RFA.

Egalement dépendante de ses exportations vers l'Europe, mais bénéficiant d'une légère augmentation de la demande intérieure, l'économie belge a vu sa production s'accroître légèrement au cours de l'année 1981. Mais cette évolution s'est accompagnée d'un rythme d'inflation avoisinant 10 %, et de l'alourdissement d'un déficit budgétaire et d'un déficit de la balance courante (IX) déjà considérables. C'est pourquoi a été décidée au début de 1982 une dévaluation assortie de mesures d'austérité.

Enfin, le Royaume-Uni a poursuivi une évolution largement autonome, résultant essentiellement de la politique économique suivie par le gouvernement Thatcher depuis son arrivée au pouvoir en mai 1979. La production industrielle, qui avait atteint à la fin de 1980 un niveau proche de celui de 1972, nettement inférieur à celui de la récession de 1975, s'est depuis lors maintenu sur ce pallier. Le rythme de l'inflation, au-delà d'un sursaut au début de 1981 dû à un nouveau relèvement des impôts indirects, oscille depuis la mi-1980 aux alentours de 10 %.

L'environnement international de la France, plus dynamique à partir du printemps, demeurera très contraignant

En ce printemps 1982, les évolutions de l'économie américaine apparaissent plus que jamais susceptibles d'influencer la conjoncture européenne : on analysera donc celles-ci avant de s'interroger sur celle-là, en examinant dans l'un et l'autre cas les orientations que les politiques économiques semblent pouvoir adopter. Un regard sur la demande d'importations des pays non industrialisés permettra alors de compléter l'image de l'environnement international de la France jusqu'à la fin de l'année.

Aux Etats-Unis, une baisse des taux d'intérêt...

L'évolution des taux d'intérêt américains jouera un rôle important pour la conjoncture des pays industrialisés au cours des mois à venir. Pour formuler un diagnostic à leur égard, examinons tout d'abord les différentes composantes de la demande de crédit.

La demande publique sera fonction de l'évolution du déficit fédéral. Comme l'année fiscale court du 1^{er} octobre au 30 septembre, c'est le budget voté en 1981 qui est actuellement en vigueur. Combiné à la récession économique, il s'est traduit par un alourdissement du déficit. Ce dernier, passé (en rythme annuel) de 45 milliards de dollars au premier semestre 1981 à près de 80 durant les premiers mois de 1982 semble pouvoir se stabiliser entre ce niveau et 100 milliards au cours des prochains mois. En d'autres termes, l'élévation des taux provoquée par une ponction publique plus forte est déjà intervenue : le niveau restera élevé, mais un choc ne semble plus à redouter.

La demande émanant des ménages restera faible pendant plusieurs mois encore pour recommencer à croître en même temps que l'activité économique. Traditionnellement, en effet, le crédit à la consommation et le crédit hypothécaire amplifient les évolutions du revenu disponible : ils ne s'y substituent pas.

La demande émanant des entreprises pour financer l'investissement productif fera également preuve de faiblesse dans le proche avenir ; ce n'est guère avant l'automne qu'elle pourrait recommencer à s'accroître.

La demande émanant des entreprises pour financer leurs stocks ne se sera sans doute pas accrue avant l'été s'il s'agit de stocks désirés ; quant aux stocks subis, il est peu vraisemblable qu'ils s'accroissent notablement à présent.

Reste un élément susceptible, selon certains observateurs, de provoquer un accroissement de la demande de crédits : les anticipations. Ces dernières prendraient appui sur l'apparente opposition entre politique monétaire et politique budgétaire : la seconde étant laxiste, la première serait appelée à se durcir. Afin de se prémunir contre la hausse future

des taux d'intérêt qui en résulterait, les agents économiques emprunteraient tout de suite.

Un tel raisonnement peut sans doute expliquer des sursauts de très court terme, mais on voit mal qu'il puisse justifier une compensation des effets automatiques de la récession au cours des mois à venir. En effet, ayant ainsi obtenu les crédits dont ils ont besoin, les agents économiques ne vont pas ultérieurement en demander de nouveaux.

Par ailleurs, pour justifier une demande de crédits perpétuellement croissante, ce raisonnement doit supposer une divergence également croissante entre politique budgétaire et politique monétaire. La chose est peu vraisemblable. Bien au contraire, le jeu politique de l'administration Reagan consiste à faire endosser par le Congrès la responsabilité des restrictions budgétaires qui concerneront une révision à la baisse des dépenses militaires, des coupes supplémentaires dans les dépenses sociales, et éventuellement un relèvement de certains impôts.

Au total, la demande de crédits n'enregistrera sans doute qu'une croissance très faible jusqu'au milieu de l'année, un redémarrage s'opérant par la suite.

L'offre de monnaie pour sa part, à travers des fluctuations de court terme toujours amples et peu significatives, pourra évoluer conformément aux objectifs affichés par les autorités monétaires : une progression au rythme annuel de 5,5 % pour M1 et 9 % pour M2.

La croissance de l'offre sera donc, au moins jusqu'à l'automne, légèrement supérieure à celle de la demande. Le jeu d'éventuels effets d'éviction ne semble donc pas à redouter, et une détente des taux d'intérêt apparaît prochaine. Un pallier pourrait ensuite se marquer, avant une légère remontée en fin d'année ; pour fixer un ordre de grandeur, le prime rate pourrait passer de 16 % en avril à 11-12 % au cours de l'été et 13-14 % en fin d'année.

Cette évolution semble probable, mais elle n'est pas certaine : les taux d'intérêt pourraient rester durablement plus élevés qu'on ne l'escompte ici si se concrétisait l'un ou l'autre de deux risques majeurs. Le premier est que le Congrès tarde à voter un budget moins déficitaire que celui initialement proposé par l'administration. Le second est que de nombreuses entreprises continuent à avoir recours au crédit pour financer leurs pertes d'exploitation, dans l'attente d'un assouplissement de la politique monétaire qui autoriserait une reprise de l'activité ; mais alors la politique ne s'assouplira pas, et la désinflation en cours risque de se transformer en déflation. Remarquons qu'un tel comportement suppose que les bilans des entreprises concernées ne soient pas à ce point dégradés qu'elles ne puissent obtenir les crédits demandés.

... permettra une reprise lente de l'activité ;...

La phase de récession amorcée en septembre 1981 est principalement imputable à deux séries de facteurs : le commerce extérieur en volume a continué à se dégrader ; les éléments de la demande intérieure sensibles au coût du crédit ont amorcé une nouvelle baisse.

Le premier de ces facteurs ne semble guère susceptible de se modifier au cours des prochains mois. Le second en revanche est le lieu où se jouera la reprise américaine. Un mouvement de rattrapage pourrait en effet caractériser le logement et la consommation de biens durables dès que les taux d'intérêt cesseront de s'y opposer. Face à cette reprise de la demande finale, le mouvement de restockage, lui-même sensible aux taux d'intérêt, pourrait reprendre son cours.

En outre, des allègements d'impôt sur le revenu des particuliers seront vraisemblablement votés pour prendre effet, comme l'an passé, en juillet. Même s'ils ne font en grande partie que compenser le glissement de tranches dû à l'inflation, ils seront perçus par les ménages comme revenu exceptionnel. Il y a là un facteur de nature à accroître la consommation au troisième trimestre.

L'amorçage de ce processus de reprise requiert pour condition préalable une baisse des taux d'intérêt ; le risque existe donc qu'il soit différé.

... le rythme de l'inflation s'accélénera probablement.

Dans le schéma qui vient d'être décrit, la conjonction de facteurs favorables à une faible inflation risque de s'estomper progressivement. En effet, le seul élément susceptible de modérer l'évolution des prix sera le comportement des salaires : les négociations récemment conclues dans le secteur automobile, qui servent traditionnellement de référence à une large fraction de l'économie, se traduisent par une augmentation nominale proche de celle attendue pour les prix. Les gains de productivité permettront alors aux entreprises d'accroître leurs marges sans augmenter leurs prix.

Toutefois, les gains de productivité distribuables dans l'économie seront amoindris par l'évolution défavorable des termes de l'échange : l'appréciation du dollar avait permis de freiner considérablement le prix des importations de produits manufacturés ; celui-ci risque à présent d'augmenter si le dollar se déprécie vis-à-vis des monnaies des autres pays industriels.

En outre, l'atonie de la demande finale a contraint au cours des mois récents certains secteurs, tels que l'automobile, ou les produits énergétiques, à comprimer provisoirement leurs prix de vente au détail ; des hausses potentielles existent donc.

Enfin, les prix à la production de l'agriculture ont subi une baisse importante depuis le début de l'année 1980 ; l'inversion probable de cette tendance risque de peser sur les prix de détail alimentaires dans la seconde moitié de l'année.

En définitive, le rythme instantané de croissance des prix de détail pourrait passer de 3-4 % durant les premiers mois de 1982 à 6 % en milieu d'année et 8-9 % en fin d'année.

Tel est le scénario qui nous semble pour le moment le plus vraisemblable. D'autres observateurs privilégient au contraire l'idée qu'un processus

de désinflation est durablement engagé. Ils fondent principalement cette analyse sur l'hypothèse d'un caractère durablement et fortement restrictif de la politique monétaire ; celle-ci viserait en effet non seulement à contrebalancer les effets de la politique budgétaire, mais encore à assainir les structures de l'économie américaine : c'est bien la faillite d'un grand nombre d'entreprises qui serait, sinon délibérément recherchée, du moins considérée comme un mal nécessaire. Corollaire de cette situation, le taux de change du dollar se maintiendrait à niveau très élevé.

Cet ensemble cohérent possède une logique différente de celle développée dans la présente analyse ; remarquons que s'il devait se révéler exact, ce qui ne peut être totalement exclu, le schéma de croissance retenu pour les Etats-Unis mais aussi pour l'ensemble des économies industrielles devrait également être révisé. Le risque existerait en effet qu'un tel processus de désinflation rapide dégénère en véritable déflation...

Le dollar se dépréciera alors vis-à-vis du DM...

Reprenons les principaux facteurs susceptibles d'influencer la parité dollar/DM.

— Les taux d'intérêt nominaux. La baisse des taux américains autorisera celle des taux allemands ; mais, plus régulière, et ayant commencé plus tôt, cette dernière sera également plus faible au cours des prochains mois. Le taux de l'argent au jour le jour pourrait passer en Allemagne de 10 % en début d'année à 6-7 % en fin d'année.

— L'inflation. Cet élément devrait désormais s'inverser pour pousser le DM à la hausse : à l'accélération des prix aux Etats-Unis s'opposera une décélération en Allemagne, où le rythme pourrait passer de 5-6 % en début d'année à 3-4 % en fin d'année. Durant les derniers mois de 1982, l'inflation américaine serait donc supérieure de 5 % à l'inflation allemande, alors qu'elle lui était inférieure de 2 % durant l'hiver 1981/1982.

— Les soldes des balances courantes. Ici encore, il s'agit d'un élément qui va au cours des prochains trimestres jouer en faveur du DM et non plus du dollar ; le processus en jeu sera cumulatif.

En effet, en raison de la sous-évaluation du DM, la compétitivité allemande s'est fortement améliorée ; le redressement spectaculaire des soldes extérieurs qui s'est ensuivi va se poursuivre, alors qu'aux Etats-Unis le phénomène inverse jouera pour faire apparaître, puis creuser un déficit de la balance courante.

Les Etats-Unis risquent de se trouver désormais dans une situation de taux de change doublement déséquilibrante pour leurs échanges extérieurs.

— Le mouvement, en raison des phénomènes précités, sera celui d'une dépréciation ; il s'ensuivra une dégradation des termes de l'échange, c'est-à-dire des effets défavorables sur les prix.

— Le niveau est encore largement excessif durant les premiers mois de l'année 1982 ; or le mouvement de baisse n'effacera que lentement cette surévaluation qui, en tout état de cause, continuera à provoquer avec plusieurs mois de retard des effets défavorables sur les volumes.

Deux sources de dégradation des échanges commerciaux se combineront donc.

En définitive, il est vraisemblable que le taux de change oscillera aux environs de 2,40 DM pour 1 dollar puis amorcera à la fin du printemps une baisse qui lui fera avoisiner 2,20 à l'été et 2,10 en fin d'année. Un tel mouvement s'accompagnera sans doute de nouvelles perturbations au sein du SME, dans la mesure où il poussera le DM à la hausse et pourrait inciter à le réévaluer vis-à-vis de la plupart des autres monnaies européennes.

Ici encore, il s'agit d'une évolution probable, mais non pas assurée. Outre les risques précités concernant l'évolution des taux d'intérêt américains subsistent les incertitudes tenant aux déterminants politiques internationaux. A nouveau durant l'hiver 1981/1982, la crise polonaise a joué en faveur du dollar sous le double aspect des déterminants « psychologiques » et des achats de dollars effectués par l'URSS pour faire face aux échéances de la dette polonaise. Cet élément de tension semble à présent s'estomper, mais d'autres éléments pourraient se renforcer, notamment au Moyen-Orient.

**... desserrant les contraintes extérieures
qui pèsent sur les politiques économiques européennes dans leur ensemble ; ...**

Les politiques monétaires ont commencé à s'assouplir fin 1981 et pourront continuer à le faire au cours des prochains mois si se confirme l'évolution envisagée plus haut pour les taux d'intérêt américains et la parité du dollar. Les taux d'intérêt européens baisseront alors. Ce mouvement pourrait être facilité par la prise de décisions concertées, comme en témoignent les mesures conjointement prises fin janvier par l'Allemagne, le Royaume-Uni et les Pays-Bas ; mais il sera limité dans son ampleur par les contraintes d'ordre intérieur — volonté de ne pas aviver l'inflation — ou extérieures — nécessité de défendre les monnaies contre des attaques spécifiques, pour des pays tels que la France, l'Italie ou la Belgique —

Les politiques budgétaires n'adopteront pas un caractère de relance ; à cet égard, les évolutions risquent d'être fondamentalement différentes en 1982 de ce qu'elles avaient été en 1975-1976, car les contraintes étaient alors moindres.

Certes, si l'on s'attache à l'observation des seuls déficits budgétaires rapportés au Pnb, on mesure mal — à l'exception de la Belgique — l'ampleur de la contrainte actuelle. Ce ratio diminue en effet depuis 1976 au Royaume-Uni, pour être proche de 2 % en 1981, et en Italie, pour être proche de 9 % — alors qu'il y avait atteint 13 % en 1975 — ; il ne s'accroît que modérément en Allemagne et aux Pays-Bas, où il avoisine désormais 4 %.

Néanmoins, si l'on prend en compte les stocks de la dette publique et non plus simplement les flux du déficit, la dégradation apparaît très importante : en Allemagne par exemple, la dette publique, qui représentait 18 % du Pnb durant les premières années 1970, va en représenter le double en 1982. En Italie, pour les mêmes périodes, le ratio passe de 45 à 65 %.

L'évolution du déficit est donc déjà difficile à contenir, d'autant qu'un processus cumulatif est ici en jeu : le remboursement des intérêts de la dette absorbe une part croissante des recettes fiscales. Quand bien même une fraction de ces intérêts est utilisée par leurs bénéficiaires pour financer de nouveaux emprunts publics, mettre en place en 1982 un déficit additionnel volontaire, contrepartie d'une politique de relance, hypothéquerait l'avenir et à ce titre est rejeté dans la plupart des pays.

Par ailleurs, l'acuité de la concurrence internationale après le premier choc pétrolier et son intensification après le second ont mis en évidence la nécessité de renforcer la compétitivité des appareils productifs. C'est pourquoi la plupart des gouvernements ne cherchent plus comme en 1975-1976 à relancer la croissance par la consommation des ménages, mais bien au contraire à freiner cette dernière et à stimuler l'investissement.

C'est pourquoi, à l'intérieur de politiques budgétaires globalement neutres ou modérément restrictives, ces gouvernements vont tenter d'opérer un transfert de ressources des ménages vers les entreprises. Un soutien budgétaire sera sans doute apporté à ces dernières, tandis que les dépenses sociales ou l'imposition frappant les ménages seront modifiées en contrepartie. C'est également pourquoi ces gouvernements, dans la mesure où ils peuvent intervenir sur ce point, continueront à favoriser la conclusion d'accords salariaux aussi faibles que possible, pouvant aller jusqu'à une baisse du pouvoir d'achat.

En définitive, en dépit d'un effort restrictif délibéré encore important, les politiques budgétaires se traduiront par une stabilisation du montant des déficits publics. Il ne faut donc pas en attendre une stimulation ; mais il ne semble pas non plus qu'il faille craindre un durcissement en retour des politiques monétaires.

Les autorités monétaires européennes continentales considèrent en effet comme objectif raisonnable la non aggravation des déficits budgétaires. Il est peu probable qu'elles adoptent spontanément des stratégies monétaristes au sens anglo-saxon actuel du terme, c'est-à-dire exigeant une réduction rapide de ces déficits ; le risque existe toutefois qu'elles y soient contraintes par les évolutions américaines, si ces dernières devaient prendre la forme d'un maintien des taux d'intérêt à haut niveau.

... ces politiques continueront à faire montre de disparités.

Les politiques économiques suivies dans les différents pays européens à l'intérieur de ce cadre général différeront en raison de la disparité des situations auxquelles sont confrontés les gouvernements et des volontés politiques qui animent ces derniers. Remarquons à cet égard

que les mêmes causes ne produisent pas toujours les mêmes effets, selon l'endroit et le moment où elles s'appliquent ; par exemple, étant donné leur poids respectif dans le commerce mondial, une baisse des importations en Italie est accueillie sans trop de réticences par ses voisins, alors qu'un même phénomène en Allemagne appelle des critiques internationales.

De manière schématique, on peut retracer ainsi les principaux éléments susceptibles d'appeler au cours des prochains mois une politique restrictive (-) ou au contraire stimulante (+) :

	RFA	Royaume-Uni	Italie	Belgique	Pays-Bas
Ampleur du chômage ..	++	+		+	
Contraintes politiques intérieures	+	+	+		
Contraintes politiques extérieures	+				
Contraintes économiques extérieures			-	--	
Tensions inflationnistes .		-	-		
Ampleur du déficit public	-		-	--	-
Assainissement structurel		-	-	--	-

L'Allemagne apparaît comme le pays européen où se manifestent les pressions les plus importantes à la mise en application d'une politique stimulante, alors que les incitations à la restriction sont somme toute modérées. Toutefois, on ne peut guère s'attendre pour autant à la mise en œuvre d'une véritable politique de relance, et c'est une politique de soutien aux entreprises au détriment des ménages qui caractérisera la politique budgétaire tandis que la politique monétaire s'assouplira.

Dans trois autres pays, on peut s'attendre à un assouplissement des politiques qui conférerait à ces dernières un caractère de neutralité :

— Au Royaume-Uni, la poursuite d'une politique très dure ne paraît plus possible. Non seulement le nombre des chômeurs rejoint un niveau qui n'avait pas été atteint depuis les années 1930, situation lourde de conséquences électorales futures ; mais encore, une fraction croissante du patronat trouve que la politique suivie présente plus d'inconvénients que d'avantages. Au reste, le nouveau budget (l'année fiscale court du 1^{er} avril au 31 mars) comporte un soutien budgétaire à l'investissement public et privé. Les taux d'intérêt continueront vraisemblablement à baisser malgré la dépréciation de la Livre qui pourrait s'ensuivre, dépréciation qui permettrait au demeurant de desserrer les contraintes pesant sur les exportateurs.

— En Italie, le rythme de l'inflation s'est notablement ralenti, et pourrait rester inférieur à 15 % jusqu'à la fin de l'année ; en effet, les revendications salariales resteront sans doute modérées pendant quelque temps, les syndicats acceptant un strict maintien du pouvoir d'achat en échange de garanties sur l'emploi. C'est pourquoi la politique monétaire pourrait s'assouplir, alors qu'elle s'était fortement durcie en 1981. La politique budgétaire en revanche ne semble guère pouvoir être modifiée, et continuera donc à produire un important déficit.

— Aux Pays-Bas, la politique d'austérité menée depuis quelques années porte ses fruits tant en termes de modération de l'inflation que d'amélioration structurelle de la compétitivité. Elle pourrait donc être à présent relâchée, ce qui passerait entre autres par des exigences moins dures de l'Etat lors des négociations salariales tripartites.

En revanche en Belgique c'est un nouveau durcissement de la politique qui s'est marqué dès les premiers mois de 1982 et qui durera jusqu'à la fin de l'année. La réduction du déficit est en effet une nécessité d'autant plus impérative que ce dernier est en bonne partie financé par des emprunts à l'extérieur. La dévaluation de février a été assortie de mesures d'austérité comportant un blocage temporaire des salaires, ce qui prélude sans doute à une remise en cause du principe même de l'indexation des revenus. La politique monétaire de son côté restera très restrictive, de sorte que les taux d'intérêt ne s'abaisseront guère.

Dans ces conditions, une reprise lente s'amorcera en Europe au cours des prochains mois...

De manière générale, et notamment en Allemagne, il est vraisemblable que les politiques économiques vont cesser de s'opposer aux éléments spontanés de croissance. Quelle est la force de ces éléments ?

Il semble tout d'abord que l'on ne puisse guère attendre une croissance importante de la consommation des ménages.

Le pouvoir d'achat des transferts sociaux risque de stagner ou même de diminuer, cependant que les politiques de soutien à l'investissement seront financées par accroissement des impôts pesant sur les ménages.

La masse salariale réelle ne s'accroîtra guère : à un nombre d'emplois stabilisé grâce à la reprise de l'activité pourra s'appliquer une croissance des salaires individuels due à l'amenuisement du chômage partiel et à l'accroissement du recours aux heures supplémentaires, mais non à l'évolution des taux de salaires.

En définitive, sauf à envisager une baisse des taux d'épargne, au demeurant peu probable en raison de la modération des anticipations inflationnistes et de la crainte d'un chômage croissant, on voit mal que la consommation des ménages progresse en Europe avant l'automne.

L'investissement productif des entreprises connaîtra des évolutions contrastées selon les pays.

— En Allemagne, après avoir marqué une pause tout au long de l'année 1980, cet élément a connu une baisse notable en 1981. Toutefois

le mouvement de fonds de rationalisation des capacités productives, notamment en matière d'économies d'énergie, semble pouvoir reprendre avec la détente des taux d'intérêt et l'amélioration des profits, tandis que les investissements d'extension des capacités pourraient recommencer à croître au second semestre avec l'éclaircissement des perspectives de la demande finale. Un mouvement similaire caractérisera les Pays-Bas et, dans une moindre mesure, le Royaume-Uni.

— En Italie en revanche, la baisse amorcée début 1981 après la très vive croissance des années 1979 et 1980 se prolongera durant l'essentiel de l'année 1982. Une diminution est également probable en Belgique.

Le principal soutien de la reprise sera le commerce extérieur, grâce aux gains de parts de marché réalisés au détriment des Etats-Unis sur les marchés tiers et surtout sur le commerce intra-européen. Ce dernier sera en bonne partie tiré par la reconstitution des stocks.

La plupart des pays européens ont enregistré en 1981 un processus de déstockage : un rattrapage s'impose donc. Il semble à cet égard que le creux de la vague ait été atteint durant les derniers mois de 1981 et qu'un mouvement inverse, manquant encore de dynamisme, mais déjà réel, marque les premiers mois de 1982. Soutenue par la baisse des taux d'intérêt, la reconstitution des stocks sera un élément progressivement entraînant pour la production industrielle et le commerce intra-européen.

Le risque existe toutefois que plusieurs mois de stagnation ne précèdent encore cette évolution, cette dernière étant fortement tributaire de l'évolution des taux d'intérêt.

... toutefois, les importations mondiales ne progressent que modérément.

Dans ces conditions, les importations américaines continueront d'autant plus à progresser que la pénétration du marché intérieur sera accentuée par le niveau encore surévalué du dollar, tandis que les importations européennes recommenceront à croître avec la reprise de l'activité ; les importations japonaises, pour leur part, demeureront marginales.

En conséquence, les importations en volume de produits manufacturés de la zone OCDE, après avoir stagné au second semestre 1981 et sans doute durant les premiers mois de 1982, pourraient à présent s'accroître à un rythme progressivement accéléré, qui se situerait entre 10 et 12 % à la fin de l'année.

Mais les évolutions précédemment décrites ont eu entre autres conséquences celle de faire baisser le pouvoir d'achat des pays de l'OPEP depuis l'été 1981. En effet, depuis lors, la baisse du prix du pétrole en dollar n'est plus compensée par un mouvement d'appréciation du dollar, alors que les quantités de pétrole vendues diminuent et que le prix des produits manufacturés importés continue à progresser. Or un délai compris entre quelques mois et quelques trimestres intervient entre l'évolution du pouvoir d'achat des pays de l'OPEP et celle de leurs importations.

Qui plus est, les perspectives de court terme ne sont guère favorables à cette zone. Si les pays de l'OPEP sont en mesure de s'opposer à un effondrement de leur pouvoir d'achat, comme en témoignent les récentes mesures de limitation globale de la production et le soutien apporté au Nigéria par l'Arabie Saoudite face aux pressions occidentales, ils ne sont guère susceptibles de pouvoir l'accroître dans l'immédiat.

En conséquence, c'est une baisse importante qui caractérisera sans doute le volume des importations de l'OPEP jusqu'à la fin de l'année. Ces importations diminueront d'autant plus que certains pays à fort peuplement dont la demande est la plus dynamique — Indonésie, Nigéria, et dans une moindre mesure Algérie — voient leurs soldes extérieurs se dégrader rapidement ; d'autres, tels l'Arabie Saoudite, restent excédentaires mais n'ont guère de raisons d'accroître leurs importations.

La demande de l'OPEP, après avoir constitué en 1980 et 1981 un élément dynamique du commerce mondial, va donc désormais jouer un rôle de frein.

La situation est analogue en ce qui concerne les pays dits du Quart Monde⁽¹⁾ : la baisse du prix et des quantités des matières premières qu'ils exportent s'est traduite par une baisse de leur pouvoir d'achat. En outre certains pays, tels le Brésil, sont lourdement endettés ; or leur balance des paiements est d'autant plus obérée par la charge de la dette que les taux d'intérêt mondiaux sont élevés.

En conséquence, les importations en volume de cette zone, qui avaient commencé à fléchir en 1981, verront leur baisse s'accélérer.

Par ailleurs, les difficultés que traversent les pays d'Europe de l'Est laissent attendre au mieux une stagnation des importations de cette zone au second semestre après un recul au premier.

En définitive, l'OCDE représentant les deux tiers des importations mondiales, la reprise qui s'y manifesterait fera plus que compenser la baisse de la demande du reste du monde : le commerce mondial pourrait enregistrer une quasi-stagnation durant les premiers mois de l'année, puis une croissance au rythme annuel de 5-6 % jusqu'à la fin de 1982.

(1) Ensemble des pays en voie de développement, à l'exclusion de l'OPEP.

La conjoncture française

La situation héritée des années 70

Selon l'objectif que s'est fixé l'Observatoire, nous allons tenter d'abord de situer quelques-unes des principales caractéristiques de l'économie française dans le contexte de son environnement international. Cinq grands pays ont été retenus à titre de référence, ceux-là même qui pèsent le plus parmi les pays développés : les Etats-Unis, le Japon, la RFA, le Royaume-Uni et l'Italie. La revue des années 70 qui s'y trouve esquissée vise d'abord à déterminer dans quelles conditions les deux chocs pétroliers ont été affrontés en France, ensuite ce qu'ont été les réactions spécifiques de notre économie, enfin comment elle se place au sein de ses partenaires à la fin de 1981.

L'accent est mis plus spécialement sur l'importance comparée du prélèvement extérieur et des actions de politique économique, sur le partage des revenus et l'inflation, sur les évolutions respectives de la consommation et de l'investissement et sur les flux financiers qui en découlent entre agents économiques.

En 1980 le prélèvement extérieur n'a pas atteint la moitié de celui de 1974...

Le prélèvement extérieur accompagnant les chocs pétroliers n'a pas eu la même ampleur en 1980 qu'en 1974. La méthode appliquée par le Centre d'Etude des revenus et des coûts⁽²⁾ permet d'illustrer ce point : cet organisme confronte année par année les gains de productivité dégagés dans l'économie nationale et leur répartition entre les différents agents, y compris l'extérieur, qui apportent des facteurs de production (matières, travail, équipement) et ceux qui acquièrent les produits ; l'évolution des prix relatifs des facteurs employés et des produits vendus joue à cet égard un rôle déterminant. Pour mesurer le prélèvement extérieur la comparaison porte sur les prix des importations et du produit national. Selon les estimations tirées des comptes nationaux nos prix à l'exportation ont en 1980 augmenté moins que l'ensemble des prix alors que nos prix à l'importation ont augmenté davantage. Les deux évolutions combinées ont coûté à la France quelque 23 milliards de francs en 1980, soit 0,8 % du PIB de cette année ; en 1974 le prélèvement net (hausse à l'importation moins hausses à l'exportation, toutes deux supérieures à la tendance générale des prix cette année-là) avait représenté 2,9 % du PIB.

Certes les chiffres annuels ne rendent qu'imparfaitement compte du rapport exact des deux impacts car les hausses de prix des produits importés avaient joué pleinement dès le début de 1974 alors que celle du pétrole qui a débuté dès la mi-1979 a étalé ses effets sur trois années calendaires. Il reste néanmoins que l'ordre de grandeur du second

(2) CERC « Les revenus des Français », 3^e rapport de synthèse. Documents du Centre d'Etude des revenus et des coûts. N° 58, 2^e trimestre 1981.

prélèvement se situe entre la moitié et le tiers du premier ; et cela, comme le début de cette note l'a rappelé parce que les matières premières non énergétiques n'ont pas accompagné pareillement le mouvement de prix du pétrole.

... mais il s'est exercé sur un revenu national en stagnation.

Les revenus tirés de la production et distribuables aux agents intérieurs ont donc été moins amputés la seconde fois. Mais la situation n'a pas été plus favorable pour autant car le surplus global de productivité dégagé par l'économie française a été beaucoup plus faible à la fin de la décennie 1970. Ce surplus représente l'écart entre l'accroissement de la production et l'accroissement de l'utilisation des facteurs de production. Il résulte d'un meilleur agencement des moyens. Or il a doublement souffert ces dernières années : d'une part des restructurations rendues nécessaires par les nouveaux prix de l'énergie qui sont devenues encore plus pressantes, d'autre part de la faiblesse de la demande qui a freiné la diffusion du progrès technique en ralentissant l'investissement. Ces éléments ont joué à plein dès 1980 alors qu'ils ne s'étaient développés que progressivement en 1974 et 1975.

Le surplus de productivité, évalué à 2,1 % du PIB en 1974 est pratiquement négligeable en 1980. En conséquence les deux effets — prélèvement moindre mais sur un montant moindre — se sont compensés et conduisent en 1980 à une baisse de revenus à répartir entre les agents intérieurs analogue à celle de 1974, soit 0,7 % à 0,8 % du PIB.

Analogue en ampleur, cette baisse pose des problèmes beaucoup plus aigus la seconde fois en raison du plus grand nombre de chômeurs, 2,4 fois plus nombreux en 1980 qu'en 1974 (V), et du butoir que constitue le maintien du pouvoir d'achat des salariés.

Le partage entre salaires et profits s'est à nouveau modifié au détriment des seconds...

On peut avoir une première idée des tensions engendrées par la répartition du prélèvement extérieur en suivant l'évolution du partage de la valeur ajoutée entre la rémunération du travail et l'excédent brut d'exploitation des entreprises (EBE). La part de l'EBE dans le produit intérieur brut a chuté une première fois entre 1973 et 1976, passant de 32 % - 33 % à environ 28 % ; elle a baissé à nouveau en 1980-1981 pour atteindre 26 % - 27 %.

Sans doute ce calcul exagère-t-il l'ampleur de la baisse de la part des profits ; si l'on corrigeait cette évolution entre le début et la fin de la décennie 1970 pour tenir compte de la diminution du nombre d'entrepreneurs individuels et des transformations d'emplois indépendants en emplois salariés, elle apparaîtrait moitié moindre. La réalité est probablement intermédiaire entre ces deux estimations ; elle est en tout cas une tendance à la baisse, celle-ci plus prononcée au milieu des années 70 que par la suite.

La principale raison en est sans doute que les gains de productivité accumulés au début de la décennie s'étaient traduits moins nettement que chez nos partenaires européens en hausses de salaires ; le rattrapage qui en est résulté à partir de 1975 est ainsi venu conforter la relative constance de la progression du pouvoir d'achat.

... et ceci plus nettement que chez nos concurrents...

La confrontation avec d'autres pays illustre le décalage croissant entre le comportement français et celui des principales économies industrielles. Elle est menée ici en rapprochant des gains de pouvoir d'achat des rémunérations individuelles les gains de productivité du travail corrigés, en plus ou moins, des gains ou pertes imputables aux variations de prix des échanges extérieurs. Il s'agit donc de reprendre ici au niveau international, plus sommairement, l'examen de la répartition du surplus de productivité : les gains corrigés donnent une approximation des suppléments de revenu disponibles pour les agents intérieurs après prélèvement ou apport extérieur ; les rémunérations qui incluent les cotisations sociales employeurs indiquent la part qui revient au travail salarié.

En France l'écart entre les variations de ces deux grandeurs, à peu près nul sur la période 1970-1973, est devenu fortement négatif en 1974 et 1975 puis à nouveau en 1980. En cumulant les écarts annuels successifs depuis 1970 on retrouve là la tendance suivie par le ratio EBE/PIB corrigé des taux de salarisation.

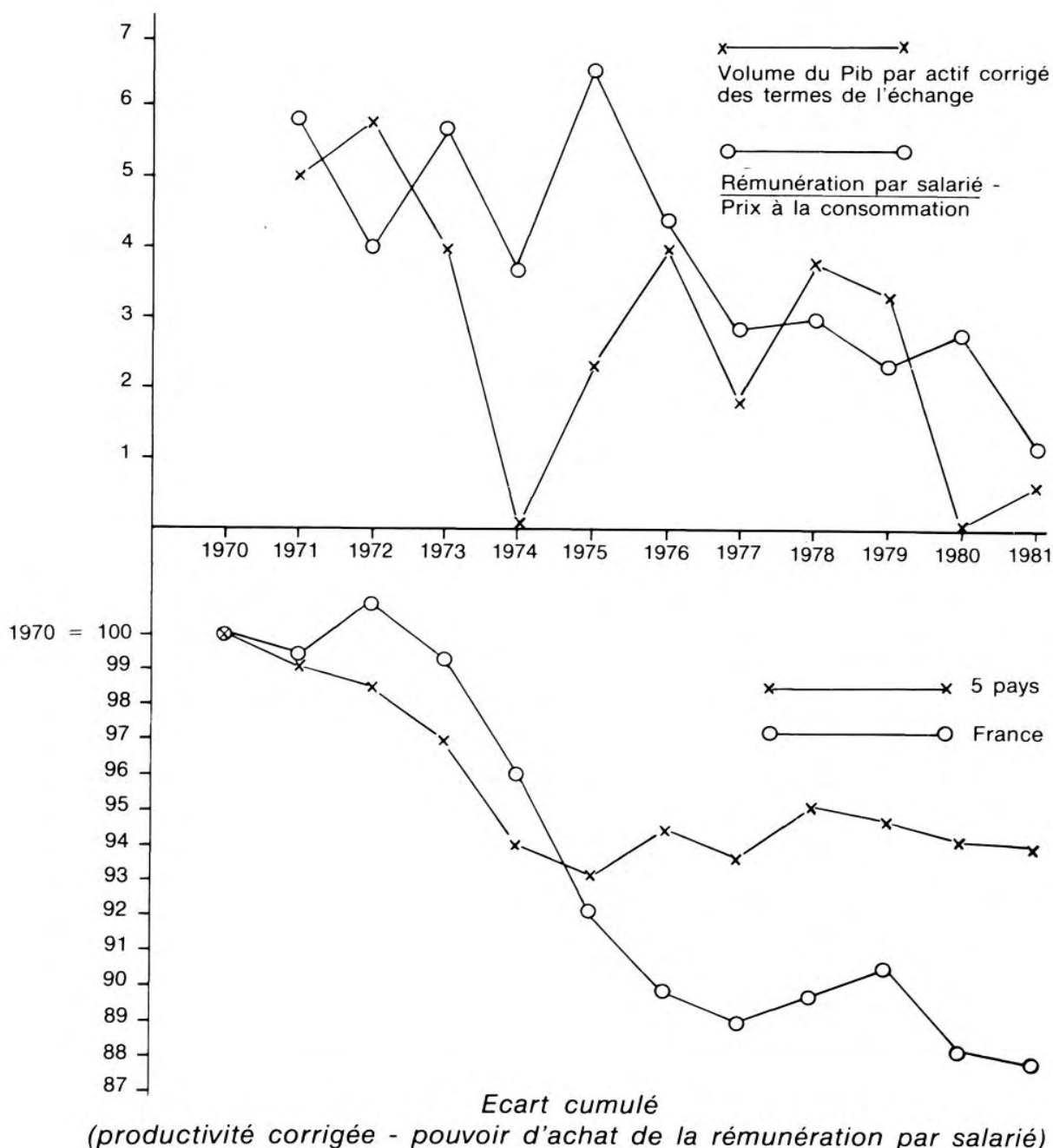
A l'étranger le mouvement s'était amorcé dès les premières années 70 ; il est interrompu dès 1976 et est très faible en 1980. Si l'on admet que la situation de départ de 1970 était équilibrée en France, en regard de celle des autres pays développés, c'est donc à partir de 1975 qu'apparaîtrait une déformation du partage des revenus à l'avantage des salaires : celle-ci atteint 4 à 5 points de plus qu'à l'étranger en 1976. En effet les Etats-Unis dès 1974, la RFA dès 1975 puis le Royaume-Uni, l'Italie et le Japon en 1976 ont entrepris, plus vigoureusement que la France, de redresser la part des profits. La rechute française de 1980, confirmée en 1981, se chiffre à près de 2 points de plus qu'à l'étranger ; elle enrayer l'amorce de remontée des résultats des entreprises rendue possible en 1978 et 1979 par l'amélioration des termes de l'échange — que le Japon et la RFA ont davantage mis à profit — et par la libération des prix, phénomène propre à la France.

... ce qui a accentué la dérive des prix français

Traditionnellement on impute aux diverses formes de contrôle des prix appliquées en France le fait que les phases de ralentissement de l'inflation soient plus lentes à se manifester et moins accusées que dans la plupart des autres pays ; ainsi le fait de contenir les hausses de coût dans les périodes de surchauffe retarderait les ajustements nécessaires entre offre et demande ; les tensions seraient plus lentes à se résorber, ce qui accentuerait la pression des coûts salariaux ; les prix répercuteraient alors plus tardivement ces hausses de coût dans les périodes de basse conjoncture où les contrôles se relâchent.

Variation
en %

Répartition des gains de productivité disponibles



De fait, de telles évolutions se sont développées et amplifiées au cours des années 1970 : l'écart entre le rythme d'accroissement des prix français et celui des prix étrangers, de l'ordre de 2 % l'an en 1971 et 1972, s'est pratiquement annulé en 1973 et 1974, malgré la baisse du Franc qui est décroché des autres monnaies européennes en janvier 1974 ; en revanche la remontée de notre monnaie de la mi-1974 à la mi-1975 ne freine pas davantage nos prix ; puis l'écart réapparaît et passe progressivement de 2 % à 3 % entre 1975 et 1978, sauf pendant la courte pause du blocage de la fin 1976. La deuxième vague pétrolière arrive à un moment où la libération des prix et une demande inté-

rieure plutôt ferme autoriseraient des hausses relativement élevées ; en fait le rythme au moins aussi fort des prix aux Etats-Unis parvenus en haut de cycle et la bonne tenue du Franc évitent alors de faire plus mal que les autres. Ces deux causes jouant en sens inverse depuis le début 1980, on assiste à une inquiétante recrudescence du décalage inflationniste — plus de 8 % au début de 1982 : témoignage à la fois des succès, en partie temporaires, remportés à l'étranger dans la désinflation, et des déséquilibres persistant en France.

... le contexte budgétaire a été beaucoup plus restrictif en 1980 qu'en 1974...

Ainsi qu'on vient de le voir les finances publiques ont eu moins recours à l'endettement sous toutes ses formes en France qu'au-delà des frontières. Cela recouvre-t-il une volonté et un impact réellement plus restrictifs sur l'ensemble de la période 1973-1980 ? Pour répondre à cette double question deux méthodes ont été proposées entre autres par l'OCDE dans le cadre de ses études internationales⁽³⁾ : l'une vise à estimer de façon sommaire les mesures délibérées du budget en supposant contrôlées par les administrations les variations des volumes d'achats et celles des taux moyens d'imposition ; l'autre inclut arbitrairement dans les recettes du budget liées à celles de l'activité les variations automatiques des impôts. Dans les deux cas les flux déflatés de recettes fiscales et de dépenses sont pondérés à l'aide de coefficients mesurant la part immédiatement dépensée des revenus correspondant à ces flux⁽⁴⁾. Les variations du solde budgétaire pondéré calculées par cette voie fournissent ainsi une indication du soutien ou du freinage de la demande intérieure compte tenu des fuites dues à l'épargne et aux importations.

Il apparaît au vu des seuls effets délibérés que la politique budgétaire française, presque chaque fois qu'elle s'est voulue expansive, l'a été plus qu'à l'étranger ; en moyenne de 1973 à 1976, années encadrant le premier choc pétrolier, l'écart entre soldes français et étranger exprimés en % du PIB (ou du Pnb) a représenté 0,7 % à 0,8 % (16 à 18 milliards de francs de 1980). En revanche la période 1979-1980 a été restrictive en France et plutôt neutre en moyenne ailleurs ce qui s'est traduit par un écart inverse supérieur à 1 % du PIB par an (35 à 40 milliards de francs de 1980).

En réincorporant dans les soldes budgétaires pondérés les variations de recettes fiscales liées à l'activité, l'aspect relativement expansif des années 1973-1974 et 1976 est totalement gommé du fait du haut niveau d'activité en France. Mais la politique des années 1979 et surtout 1980 conserve un caractère plus restrictif en France que pour le groupe des pays de référence.

Les soldes cumulés depuis 1973 traduisent une action budgétaire en permanence plus expansive qu'à l'étranger pour les seuls effets déli-

(3) « Les indicateurs budgétaires ». Etudes spéciales, OCDE, Paris, 1978.

(4) Il n'est donc pas tenu compte des effets secondaires de multiplicateurs ou d'accélérateur propre à chaque économie.

bérés, les restrictions des dernières années n'ayant pu totalement compenser le fort acquit de départ ; par contre en incluant les fluctuations conjoncturelles des recettes, le soutien apporté à l'activité par les finances publiques s'est révélé au total à partir de 1975 (et à l'exception de 1978) plutôt en retrait de celui apporté dans les autres pays en l'absence d'acquit initial.

En résumé, quelle que soit la grille de lecture utilisée, il ressort que la deuxième vague de hausse de l'énergie a été confrontée à un comportement des administrations sensiblement plus restrictif que la première, ce changement étant plus marqué en France qu'à l'étranger.

L'analyse qui suit sur l'année 1981 vise uniquement à isoler les mesures nouvelles les plus importantes parmi les éléments qui ont contribué à modifier la situation budgétaire française ; elle n'intègre donc pas les autres effets délibérés que constituerait l'incidence des politiques antérieures.

En 1981, la chute d'activité a d'une part ralenti les rentrées fiscales, d'autre part gonflé les dépenses improductives : indemnisation du chômage, prêts aux entreprises en difficulté, alourdissement de la dette publique en résultant. L'apurement des comptes incluant en supplément diverses révisions de prix et de traitements publics a en définitive aggravé le déficit budgétaire d'un montant estimé entre 1,0 et 1,2 % du PIB dont 0,5 % pour des opérations de prêts et d'accroissement des charges d'intérêt.

A côté de ces évolutions essentiellement automatiques des finances publiques, un ensemble de mesures nouvelles sont venues, sous des formes variées, transférer des ressources des administrations vers les particuliers et les entreprises publiques et privées : soutien des revenus agricoles, compensation de la hausse du SMIC, emploi des jeunes, équipement et subventions des entreprises publiques, aides diverses à l'industrie, création d'emplois publics, mesures sociales y compris en matière de logement... en partie compensées par des prélèvements fiscaux de nature exceptionnelle visant particulièrement les hauts revenus et profits. Au total environ 0,4 % à 0,5 % du PIB répartis pour moitié entre ménages et agriculteurs d'un côté, sociétés privées et publiques de l'autre.

A ces actions budgétaires s'ajoutent des accroissements du SMIC et des prestations sociales en grande partie supportés par les entreprises. Compte tenu des compensations partielles à ces accroissements que l'Etat prend en compte, l'effet global des mesures budgétaires et des décisions touchant à la politique des revenus se révèle à peu de chose près nul pour les sociétés et positif d'environ 20 milliards F pour les ménages et agriculteurs ce qui représente environ 1 % de la consommation annuelle.

... à l'inverse des facteurs monétaires

Pour apprécier l'incidence de la politique monétaire il importe au moins autant que pour la politique budgétaire d'avoir recours à plusieurs

types d'indicateurs. Deux seront retenus ici, qui portent sur la liquidité de l'économie et les taux d'intérêt réels à court terme (VI). La liquidité de l'économie est appréhendée, en évolution, par le rapport des taux d'accroissement de la masse monétaire M2 et du produit intérieur (ou national) brut en valeur ; la définition des taux d'intérêt réels est celle retenue et explicitée dans le cahier de graphiques (VI).

La liquidité de l'économie s'est développée en France à peu près comme à l'étranger entre le début et la fin des années 70. Sa mesure à l'étranger dépend largement du poids donné à chaque pays en raison d'une assez grande hétérogénéité des comportements nationaux. Cette dérive recouvre une alternance de phases plus rapides et plus lentes qu'à l'étranger car la vigilance monétaire a été très variable ici et là au cours du temps.

Les phases plus rapides coïncident assez étroitement avec celles où l'apport du financement extérieur et le besoin d'emprunt public ont été plus accentués en France ; mais il faut aussi tenir compte de ce que le financement du déficit de l'Etat et celui des entreprises a fait beaucoup plus appel à la création monétaire au milieu des années 70 que par la suite. Cela tend à atténuer l'aspect restrictif de la politique monétaire quantitative de la fin des années 70 visant surtout de 1976 à 1978 à éponger un excès de liquidité et éviter ensuite un retour aux excès antérieurs de 1972 et 1975. Tandis que le retournement de la politique monétaire de 1973 intervenant dans une économie surchauffée a été spécialement ressenti en France, le freinage accompagnant la deuxième vague pétrolière a relativement peu mordu sur l'activité en raison des autres possibilités de financement.

Les taux d'intérêt réels (VI) confirment cette impression relative à l'incidence comparée des évolutions monétaires lors des deux chocs : l'écart entre le taux réel français et celui des autres pays, après avoir été négatif en 1972 est positif tout au long des deux années 1973 et 1974. Nul en 1975 il s'accroît fortement jusqu'à la fin 1976 et au début de 1977, ayant atteint un maximum dans la période qui suit la dépréciation du Franc de 1976. Puis il se réduit et devient négatif en 1978. Il est nul en 1979 et à nouveau très négatif en 1980.

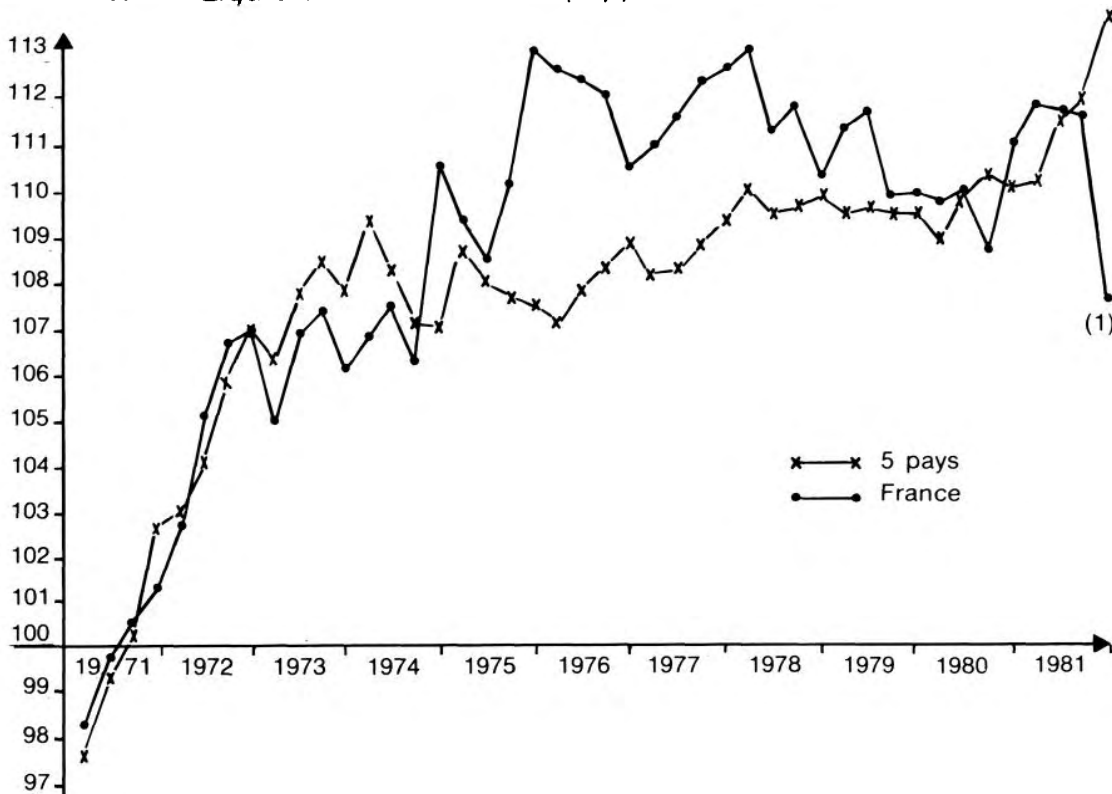
Le coût de l'argent a donc été comparativement plus élevé en France qu'au dehors lors du premier choc pétrolier et au contraire assez faible lors du second.

Les inflexions relatives des liquidités ainsi mesurées au cours des années 70 rejoignent celles perçues dans l'absolu par les entreprises industrielles et commerciales et retracées par les enquêtes de conjoncture : leurs difficultés de trésorerie qui avaient été historiquement élevées en 1974 et à nouveau assez grandes en 1977 ne se sont que tardivement aggravées en 1980.

Il en est résulté cette fois-ci une activité plus déprimée qu'ailleurs, contrairement aux tendances passées...

Selon l'évolution des produits intérieurs bruts l'activité était restée plus soutenue en France, de 1974 à 1976. Il se peut que la relative

1971 = 100 *Liquidité de l'économie (rapport M2/Pib ou Pnb)*



(1) La chute de la masse monétaire française au quatrième trimestre 1981 est largement imputable à la modification de la réglementation sur les dépôts à terme. Le fait de rehausser de 100 000 F à 500 000 F le seuil exigé pour obtenir une rémunération libre a entraîné un transfert de la quasi monnaie vers d'autres formes non recensées dans la masse monétaire (caisses d'épargne, obligations...).

modération du déstockage comptabilisé à la charnière des années 1974 et 1975 ait fait sous-estimer le ralentissement réel de la production ; toutefois il n'est pas douteux que les tensions de départ sur l'appareil de production étaient parmi les plus élevées de celles supportées par les pays développés et que la reprise de la demande entre la mi-1975 et la mi-1976 a été l'une des plus vigoureuses.

Cette avance française a trouvé sa compensation en 1977, année dont on vient de souligner le caractère monétaire restrictif. Depuis lors la position relative de notre pays s'infléchit peu à peu. Accusant l'incidence du freinage budgétaire et l'intensité de la concurrence étrangère, l'activité se trouve à partir de 1980 en retrait de celle des autres pays.

... bien que la demande reste plus ferme...

La demande finale intérieure avait fait preuve d'une grande résistance lors du premier choc pétrolier. De 1974 à 1976 l'avance acquise sur l'étranger a atteint 3 points de croissance pour la consommation, dûs à la fermeté des salaires, aux transferts sociaux et à la faiblesse de l'épargne financière des ménages ; elle a été d'environ 9 points pour l'équipement en matériel, grâce à la relance de l'investissement privé et à l'effort des entreprises publiques.

Les années 1977 et 1979 ont vu se réduire les divergences entre la France et l'étranger ; pour la consommation il ne s'est agi que d'une simple réduction de l'écart obtenue d'abord par des restrictions de crédit, ensuite par le tassement du pouvoir d'achat déjà mentionné ; pour l'investissement c'est d'abord le contrecoup des déductions fiscales de 1975 et du bond en avant des entreprises publiques, ensuite le résultat de la baisse des profits, enfin peut-être aussi la crainte que la croissance française ne puisse plus être supérieure à celle de ses partenaires du fait de la contrainte extérieure.

Dès la fin de 1979 consommation et investissement privé ont recommencé à être plus dynamiques en France ; mais, alors que la tendance s'amplifie pour la consommation de ces dernières années, on n'assiste pour l'investissement qu'à un sursaut passager, autorisé par de meilleurs résultats financiers et visant à bénéficier des nouvelles déductions fiscales. Dès la fin 1980 le mouvement s'essouffle : le taux d'investissement qui a baissé de 2 points de 1975 à 1978 n'est plus supérieur à ceux de nos partenaires.

... ce qui se solde par un appel accru aux importations

La médiocrité des comptes d'exploitation des entreprises et l'hésitation à investir manifestée depuis 1977 dans le secteur privé font que les capacités actuelles de production n'ont jamais, au cours des années 70, été jugées plus excédentaires qu'elles ne l'ont été en 1981. Cependant les marges de capacité disponibles dans l'industrie sont beaucoup moins grandes en 1981 qu'en 1975 et témoignent de la faiblesse des investissements d'extension. Les industriels semblent vouloir gérer leurs capacités comme leurs stocks, c'est-à-dire au plus juste avec les risques que cela entraîne pour la maîtrise des marchés.

Sur les marchés extérieurs le problème est de pouvoir répondre rapidement à une sollicitation de la demande étrangère ou se substituer à un concurrent momentanément non compétitif. Les exportateurs français ont su jusqu'à présent maintenir et même accroître leurs parts de marché, mais au prix d'une dégradation sensible des profits.

Sur le marché intérieur c'est l'inverse qui s'est produit : la libération des prix avait permis une nette amélioration des marges bénéficiaires industrielles ; elle a également renforcé la concurrence étrangère dans tout ce qui touche à la consommation. En conséquence toute augmentation de la demande des ménages s'est traduite à la fois par des goulots de production chez les fournisseurs nationaux et par un surcroît d'importations (VIII).

En conséquence le solde des échanges commerciaux FOB-FOB s'est dégradé en 1980 et 1981 comme il l'avait fait en 1974 et 1976, le déficit atteignant un montant comparable en proportion du PIB (entre 2 % et 2,5 %). En ce qui concerne la balance des paiements courants la comparaison avec les phases antérieures (IX) est moins désavantageuse en

raison du développement de l'excédent des services : de 1979 à 1981 l'écart entre déficits français et étranger exprimés en % du PIB (ou du Pnb) ne dépassant pas 0,6 % par an contre 1,4 % de 1974 à 1976. Mais il s'agit cette fois d'un déficit dû à un excès de demande sur les revenus et non à un surplus d'activité par rapport à nos partenaires.

En définitive l'appel au financement extérieur a excédé celui constaté à l'étranger après chacun des deux chocs pétroliers

Sur l'ensemble de la période 1973-1980 les besoins de capitaux extérieurs ont été presque toujours supérieurs à ceux des principaux pays développés, sauf en 1978 et 1979 ; en revanche le déficit des administrations a été constamment plus faible en France. L'apport extérieur a en définitive permis de suppléer à une épargne financière des ménages relativement faible pour satisfaire les besoins élevés des entreprises. Par rapport à ces tendances moyennes l'année 1974 s'était caractérisée vis-à-vis de l'étranger par une demande très forte de fonds en provenance de l'extérieur, un déficit public assez faible, une épargne des ménages très faible et des besoins financiers des entreprises assez forts, l'ensemble traduisant une forte demande spéculative en fin de cycle d'investissement. En 1980 l'appel au financement extérieur est assez fort ; les besoins des administrations sont très réduits en raison des efforts de rigueur budgétaire ; l'épargne des ménages est faible, du fait du ralentissement de la hausse des revenus disponibles après impôts, et les entreprises ont de forts besoins dus à la reprise de l'investissement.

Capacités et besoins de financement par secteurs (en % PIB/PNB)

Secteurs	France (1)		5 pays (2)		Ecart relatif (1) - (2)			
	1974	1980	1974	1980	1974	1980	1981 (p)*	rappel moyenne 1973-1980
Administrations	0,6	0,4	- 0,6	- 2,4	1,2	2,8	- 0,4	1,5
Ménages	3,7	2,6	6,2	4,6	- 2,5	- 2,0	- 1,1	- 0,9
Entreprises	- 6,7	- 4,4	- 5,8	- 2,6	- 0,9	- 1,8	- 0,2	- 1,4
Extérieur	2,4	1,4	0,2	0,4	2,2	1,0	1,7	0,8

(p)* : Provisoire.

Sources : OCDE et comptes nationaux

L'année 1981 tranche notablement avec le cadre précédent : pour la première fois, les besoins des administrations ont excédé ceux relevés en moyenne dans les autres pays ; ceci joint à l'insuffisance chronique de l'épargne financière des ménages a nécessité d'importants apports de capitaux extérieurs. En revanche les besoins des entreprises n'ont pas dépassé la norme étrangère ce qui souligne le recul de l'investissement.

Les perspectives pour 1982

L'année 1982 s'est engagée sur un certain nombre d'interrogations concernant le devenir de l'économie française, dont nous rappellerons quelques-unes ici : quels effets de relance de l'activité les déficits budgétaires actuels et prévisibles ont-ils et pourront-ils avoir ? Les taux d'intérêt en vigueur ont-ils une action dissuasive sur les dépenses des agents privés ? L'alourdissement des charges des entreprises est-il réel ou non ? La faiblesse présente de l'investissement tient-elle aux déterminants usuels ou est-elle de nature politique ? L'inflation peut-elle se modérer comme à l'étranger ?

Les paragraphes qui suivent tentent d'apporter des éléments de réponse à ces interrogations en s'appuyant sur les hypothèses d'environnement international et sur les aspects spécifiquement français soulignés dans les précédentes parties de cette chronique.

Les mesures nouvelles de la loi de finances pour 1982 apparaissent globalement neutres

Pour apprécier l'impact de la politique budgétaire décidée pour 1982 alors que l'on se situe vers le milieu de l'année, il faut d'abord préciser de quel budget l'on parle. Trois ou quatre étapes distinctes peuvent être en effet isolées, que nous examinerons successivement : le projet initial de loi de finances, l'état actuel, incluant les mesures annoncées et non encore votées, l'état final prévisible, incorporant l'incidence des révisions de la situation économique, enfin la position française par rapport aux politiques étrangères.

Fin 1981 la préparation, puis le vote de la loi de finances initiale se situaient dans un contexte économique plus rassurant qu'un an auparavant, puisque l'on pouvait compter plus sûrement sur une reprise de l'activité. Malgré sa modération cette reprise permettait d'envisager que s'interromprait l'élargissement automatique du déficit public malgré l'alourdissement du service de la dette. Alors que la plupart de nos partenaires tentaient d'utiliser l'amélioration de leur environnement extérieur pour redresser un peu plus les comptes des administrations, la France envisageait de poursuivre l'effort d'impulsion entrepris en 1981. Le décalage introduit intentionnellement l'an passé par rapport aux tendances antérieures et qui conduisait à élever le déficit français au niveau moyen des autres grands pays se trouvait donc ainsi consolidé.

Actuellement il y a lieu de penser que la politique budgétaire se démarque encore un peu plus de celles pratiquées ailleurs : malgré les mises en garde des organismes internationaux dénonçant l'inefficacité, en terme de redressement des déficits publics, d'actions délibérément restrictives dès lors que celles-ci sont appliquées simultanément par de nombreux pays, cette orientation persiste à l'étranger ; elle est même paradoxalement renforcée par le retard que met la reprise attendue à se manifester. En France c'est plutôt l'inverse qui

est advenu récemment : la faible activité en freinant le redressement des comptes d'exploitation des entreprises, a conduit l'Etat à prendre en charge une partie des réformes opérées par voie d'ordonnances. C'est en particulier le cas des mesures annoncées le 16 avril en faveur des entreprises : allègement de la taxe professionnelle, extension des enveloppes de prêts bonifiés et participatifs...

En différentiel par rapport au budget de 1981 corrigé des diverses lois rectificatives, la fraction de l'action délibérée de l'Etat imputable aux mesures nouvelles s'avère globalement neutre vis-à-vis des entreprises : l'accroissement du volume des aides à l'industrie privée et publique est en effet à peu près compensé par les impôts nouveaux (frais généraux, vignette, taxe intérieure sur les produits pétroliers...). La comparaison entre le budget de 1982 corrigé des mesures annoncées et le budget initial de 1981 est plus favorable aux entreprises, de près d'un demi-point du PIB. Une telle référence pour apprécier l'impact sur l'activité se justifie si l'on admet qu'une partie des aides accordées en 1981 n'ont pu encore produire d'effet en raison de l'attentisme manifesté par les chefs d'entreprise.

En revanche les décisions extra-budgétaires touchant au domaine social — hausse du SMIC, majoration des cotisations sociales, réduction de la durée hebdomadaire du travail, généralisation de la 5^e semaine de congés payés et droits des travailleurs dans l'entreprise — entraîneront d'importantes charges supplémentaires, dont certaines sont difficiles à chiffrer, comme en ont témoigné les divergences d'estimation entre l'administration et le Centre national du patronat français. A niveau d'activité inchangé ces charges ne seraient vraisemblablement guère supérieures à un demi-point du PIB ; un chiffrage sensiblement plus élevé impliquerait qu'une embauche significative vienne compenser les réductions d'horaire et que la hausse du SMIC diffuse vers les autres catégories ; ces événements sont peu probables dans les circonstances actuelles. Ni l'évolution des salaires en 1981 ni les tendances récentes de l'emploi ne semblent aller dans ce sens.

Les ménages auront subi pour leur part une ponction nette d'environ 0,4 % du PIB si on additionne les mesures budgétaires votées, annoncées ou envisagées. Cette ponction résultera principalement des alourdissements d'impôts — instauration de l'impôt sur les grandes fortunes, aménagement des barèmes, majoration exceptionnelle, couverture du déficit de l'UNEDIC, relèvement de la TVA — qui excéderont l'accroissement des transferts sociaux (allocations familiales des agents de l'Etat, fonds national de solidarité...) et des traitements publics, compte tenu des emplois nouveaux.

Hors budget on retrouve d'une part, en accroissement de revenu des ménages, les évaluations d'une partie des charges imposées aux entreprises sous forme d'emplois nouveaux et de hausse des bas salaires et d'autre part les augmentations des allocations familiales applicables cette année, tandis que en diminution figurent les relèvements de cotisations sociales appliquées à partir de novembre 1981. Cependant ces charges nouvelles ont pour contrepartie des versements plus élevés

des caisses dont l'incidence n'est pas prise en compte ici mais apparaît implicitement dans l'évaluation de la consommation.

**... mais après le récent relâchement,
l'orientation budgétaire s'avérera plus restrictive**

En définitive la situation nette de l'ensemble des particuliers ressort pour l'année 1982 assez peu modifiée par l'intervention économique et sociale accrue des administrations ; les circonstances économiques ont fait que la volonté initiale de transferts de ressources des administrations et surtout des entreprises vers les ménages s'est heurtée progressivement à la difficulté de dégager les ressources financières correspondantes. Il reste donc, d'une part un transfert entre catégories sociales en direction des moins favorisés, d'autre part un mouvement de va-et-vient en cours d'année entre la trésorerie publique et celle des particuliers : ceux-ci engrangeront le maximum de ressources vers le milieu de 1982, moment qui deviendra à nouveau critique pour les finances publiques.

Conscient du risque de dérapage monétaire qui pourrait résulter d'un déficit accru, le gouvernement envisage de freiner l'engagement des dépenses en gelant un certain nombre d'opérations, mais l'expérience passée montre toute la difficulté qu'il y a à obtenir rapidement un ralentissement significatif ; on ne peut exclure qu'intervienne dans la seconde partie de l'année une nouvelle série de mesures d'assainissement ayant pour principal résultat un transfert d'épargne des ménages vers les administrations. La position française en matière budgétaire tendrait ainsi à rejoindre la ligne générale suivie à l'étranger après l'avoir un temps transgressée.

**La politique monétaire est déjà plus contrainte
par les considérations extérieures**

Dans les tout premiers mois de 1982 la politique monétaire n'a pas eu de difficultés à faciliter la réalisation des orientations budgétaires : la réduction des taux d'intérêt des pays à devises fortes a plutôt affaibli la position de celles-ci et permis au franc de conserver une place honorable dans le serpent monétaire (VII). Celui-ci n'a cependant pas été à l'abri d'attaques à partir de mars alors qu'apparaissaient les limites de l'action européenne concertée. Dès que les facteurs qui stimulaient la demande de dollar se sont atténués le clivage entre mark, florin et couronne danoise d'une part, franc français, belge et lire d'autre part, est réapparu. La défense des parités au sein du système monétaire européen a amené la Banque de France à relever temporairement jusqu'à 18 % son taux d'intervention. Malgré un retour assez rapide en arrière il est probable que cette action marque la fin d'une période où les taux réels affichés à court terme seront restés en France sensiblement inférieurs à ceux de nos partenaires.

La politique du gouvernement a été jusqu'à présent de déconnecter, autant que possible, des taux affichés ceux effectivement pratiqués à

l'intérieur. Les banques ont été mises plusieurs fois à contribution par l'incitation à abaisser leurs conditions créditrices et au travers des prélèvements sur profits exceptionnels. L'Etat a multiplié les prêts bonifiés mis à la disposition des entreprises de sorte que le coût réel des crédits n'est que faiblement positif. Cette politique implique toutefois de limiter la rémunération des avoirs semi-liquides des particuliers. Elle a pour corollaire de rechercher des formes efficaces d'incitation à une épargne longue, tout en prémunissant les emprunteurs des dangers d'une désinflation trop rapide. En attendant la mise en place d'une réforme éventuelle des conditions de l'épargne, il faut s'attendre à ce que le coût réel du crédit reste en France relativement élevé et dépasse progressivement celui pratiqué à l'étranger ; ceci n'exclut pas une certaine baisse nominale d'ici à la fin de l'année si la détente internationale se confirme.

Les entreprises limitent en conséquence leur besoin de financement

Beaucoup d'éléments cités précédemment conduisent les entreprises à adopter une grande prudence. Celle-ci ressort des dernières indications disponibles sur leurs profits, leur trésorerie et leur activité. Les plus faibles résultats d'exploitation avaient été enregistrés au 1^{er} semestre 1981. A la rentrée d'automne un début d'amélioration est intervenu, grâce à une activité plus ferme et à la modération des prix à l'importation ; en revanche les marges à l'exportation ont continué de se réduire sous l'effet de la concurrence étrangère. Puis la baisse du franc a redressé la position des exportateurs, en même temps qu'elle pesait sur les coûts de production intérieurs. Comme la demande globale s'est stabilisée, l'activité a fait de même, ce qui permet tout juste aux gains de productivité de compenser la réduction de la durée du travail.

La reprise des profits reste donc trop hésitante pour que les chefs d'entreprise puissent espérer retrouver rapidement des marges satisfaisantes. Au moins tant que l'environnement international n'est pas plus porteur les perspectives de croissance propres à la France leur semblent en effet trop ténues pour assurer à la fois cette amélioration des marges et une augmentation durable du pouvoir d'achat des ménages, donc de leur demande. Ils craignent que les sursauts d'achats liés aux distributions de revenus sociaux puissent être remis en cause par les déséquilibres engendrés dans les finances publiques.

La première conséquence est la baisse de l'investissement : - 7 % en volume annoncés par les industriels en mars dernier pour cette année, se cumulant avec les - 10 % de l'an passé. Cette évolution va au-delà d'une simple compensation du surplus d'investissement de 1980 et traduit une réelle inquiétude sur la croissance à venir : le niveau actuel d'investissement permettrait tout au plus de maintenir en l'état les capacités de production.

La deuxième conséquence est une gestion serrée de la masse salariale : la compensation de la baisse de la durée hebdomadaire du travail a vraisemblablement épuisé en grande partie le contingent de pouvoir d'achat de l'heure de travail que les gains de productivité

actuels rendent disponible pour 1982. La progression de la masse salariale résultera donc essentiellement de celle des effectifs. Nulle au premier semestre celle-ci pourrait représenter 50 000 emplois nets au deuxième semestre dans les secteurs industriels et commerciaux en application des contrats de solidarité.

L'un des éléments les plus préoccupants est la tension sur les prix qui ne manquera pas de persister du fait du déséquilibre des comptes d'exploitation. Le ralentissement de l'inflation à l'étranger aura sans doute une influence bénéfique sur les prix français, qui se lit dès à présent dans les perspectives des chefs d'entreprise. Mais un écart important, d'au moins 5 % risque de subsister avec les autres grands pays. Bien que ce soit déjà un premier pas vers la modération de l'inflation, il paraît difficile d'aller prochainement au-delà sans directives strictes concernant l'évolution des revenus.

Du fait des efforts mis en œuvre par les entrepreneurs pour redresser leurs résultats d'exploitation et les taux d'autofinancement des investissements, leurs besoins financiers externes pourraient se situer entre 1,5 % et 2,0 % du PIB, ce qui représente un niveau un peu plus élevé qu'en 1981 mais encore bien inférieur à la moyenne des années 70. Si la demande de crédits bancaires émanant des entreprises reste ainsi peu active le niveau relativement élevé des taux d'intérêt représentera beaucoup plus un élément concourant à la hausse des coûts qu'un moyen dissuasif à l'égard de l'activité.

Les ménages conservent une vue optimiste de l'avenir proche

A lire l'enquête de conjoncture réalisée par l'INSEE en début d'année auprès des ménages, on avait une impression de relative euphorie. Les ménages, ayant vu se redresser leur situation financière, sont devenus optimistes quant à leur niveau de vie à venir et même l'évolution du chômage ; enfin constatant le rythme moins rapide des prix à fin 1981 et prenant en compte les mesures de limitations des hausses applicables jusqu'au printemps 1982, ils ont anticipé un ralentissement pour cette période.

En l'absence de fortes inquiétudes sur les prix, l'épargne financière s'accroît habituellement un peu plus vite que le revenu. L'attente des particuliers a correspondu à ce schéma : bien qu'ils aient manifesté une défiance passagère vis-à-vis des placements financiers, aucune fuite devant la monnaie ne s'est amorcée. Néanmoins la progression du pouvoir d'achat des salaires, estimée à environ 2,5 % du 3^e trimestre 1981 au 2^e trimestre 1982 s'est traduite assez rapidement dans la consommation, notamment à travers les achats de biens durables, y compris l'automobile où les opérations promotionnelles ont été importantes. En revanche l'investissement en logement est resté orienté à la baisse si l'on en juge par la demande très réduite adressée aux promoteurs, ce qui relève d'autant la capacité de financement des ménages.

L'évolution ultérieure dépendra surtout du solde cumulé d'impulsions contradictoires sur le pouvoir d'achat : d'abord les hausses de tarifs

publics et de prix agricoles, ensuite le relèvement des allocations familiales, enfin l'augmentation des prélèvements obligatoires. Il est probable que, par rapport à son niveau du 1^{er} trimestre 1982, la consommation ne connaîtra donc plus qu'un sursaut passager au cours de l'été et que sa progression d'une année sur l'autre se révélera assez voisine de celle du revenu réel disponible, estimée à 2,5 %.

Les échanges extérieurs vont être très sensibles à l'inflation interne

La concurrence étrangère s'apprécie sans doute très différemment à l'heure actuelle sur les marchés français, européen et américain et sur ceux des pays en développement, ce qui rend trompeurs tout indicateur global de compétitivité et les conclusions que l'on peut en tirer sur les volumes d'échanges prévisibles.

En ce qui concerne les indicateurs eux-mêmes, ceux-ci s'appuient surtout sur les évolutions passées de coûts salariaux unitaires manufacturiers. Utilisés sans précaution, ils peuvent ne pas refléter les positions réelles de compétitivité, lorsque les niveaux relatifs de départ entre pays sont mal appréhendés, ou si les éléments de charges non pris en compte — consommations intermédiaires de biens et services, prélèvements obligatoires, charges financières — ont évolué différemment des salaires. De ce point de vue, un pays dont la monnaie se déprécie est amené à supporter un accroissement des prix des biens de production importés supérieur à la moyenne et des taux d'intérêt plus élevés, sauf politique monétaire exceptionnelle.

Il se peut par ailleurs qu'une bonne compétitivité potentielle ne puisse se traduire effectivement en gains de parts de marché, soit qu'une gamme inadaptée de produits offerts ne permette pas de bénéficier de cet avantage, soit que d'autres pays concurrents disposent sur un même marché d'une compétitivité encore supérieure ou s'y trouvent plus solidement implantés.

De tels éléments expliquent vraisemblablement pourquoi la position concurrentielle de la France apparaît médiocre au vu des jugements portés par les industriels dans l'enquête de l'INSEE sur la concurrence étrangère et les exportations, alors que l'indicateur global de compétitivité à l'exportation fait ressortir une situation relativement favorable.

Tout d'abord l'indicateur est fortement influencé par le niveau élevé du dollar. Or d'une part celui-ci n'a eu qu'une incidence réduite sur nos exportations de produits manufacturés vers les Etats-Unis, en raison de leur faible montant initial. D'autre part le gain de compétitivité qui en est résulté sur les marchés tiers est particulièrement difficile à concrétiser en commandes supplémentaires, si l'on exclut certains matériels militaires, le bâtiment et les travaux publics. Vers les pays en développement la concurrence des autres pays européens, du Japon et même des pays nouvellement industrialisés n'a pas été affectée et s'exerce d'autant plus vivement que ces marchés menacent de se rétrécir ; vers les pays européens, la compétitivité s'est surtout améliorée pour notre principal concurrent, la RFA, qui a bénéficié plus que les autres de la pression exercée sur sa monnaie par le dollar.

Les facteurs propres à la France ont aussi un rôle important dans la mesure où ils doivent continuer à s'exercer. Remarquons tout d'abord que le réajustement monétaire intervenu en octobre 1981 avait permis d'apurer la perte de compétitivité de la France issue des évolutions antérieures de prix, mais non d'assurer en ce domaine une marge d'avance. Or les coûts et les prix intérieurs ont continué ensuite à augmenter beaucoup plus rapidement en France que dans les autres pays adhérant au système monétaire européen (SME). Qui plus est, les prix à l'exportation sont fortement sollicités à la hausse, car les industriels affichent sur les marchés extérieurs des marges aussi médiocres qu'en 1975. Si les entreprises souhaitent maintenir un minimum de rentabilité sur les produits d'exportation, elles ne pourront donc pas poursuivre le comportement des années récentes où libération des prix et franc fort conjugués conduisaient à financer les exportations par les marges dégagées sur le marché intérieur.

Une hausse des prix français à l'exportation encore rapide et en tout cas nettement supérieure à celle de nos concurrents est donc inévitable. La perte de compétitivité qui s'ensuivra empêchera les ventes françaises à l'étranger de progresser aussi vite que la demande sur les marchés étrangers.

Toutefois cette perte de compétitivité va se trouver limitée par le redressement du mark et du florin dont les prémices sont déjà visibles. Bien qu'il soit difficile de dater une réévaluation de ces monnaies avec précision, il semble raisonnable d'escompter qu'elle surviendra d'ici à l'automne.

Temporairement bénéfique sur ce plan de la compétitivité, un tel événement interromprait la tendance favorable qui résulterait de la baisse du dollar freinant le coût des importations : d'abord des matières premières et d'énergie fournis par les pays tiers, puis de biens d'équipement acquis aux Etats-Unis. Cette baisse serait d'autant plus la bienvenue qu'elle porterait pour l'essentiel sur des biens de production nécessaires à notre activité, car complémentaires de nos propres ressources, et non sur des produits concurrents. Les entreprises y trouveraient la possibilité d'alléger leurs coûts de production et donc de redresser leurs résultats sans aviver l'inflation, mais cet enchaînement vertueux jouera beaucoup mieux au profit des pays à monnaie forte tels que la RFA. Dans le cas de la France, l'amélioration des termes de l'échange se trouverait d'ampleur limitée car elle a déjà pratiqué à l'exportation des prix plus élevés que ces concurrents.

Dans ces conditions la séquence la plus probable est la suivante : en premier lieu des gains de termes de l'échange ont résulté et résultent encore de la croissance plus vive de nos prix, puis le mouvement s'inverse après le réajustement monétaire ; pour l'ensemble de l'année 1982 les gains nets atteignent environ 5 points. C'est un élément appréciable puisque le terrain perdu les années précédentes aura alors été amplement reconquis. (IX).

Dans un premier temps ces gains de termes de l'échange viennent s'adjoindre aux évolutions favorables des volumes pour redresser la balance du commerce extérieur. On a dit précédemment que la demande

des pays de l'OCDE allait s'accroître et, de fait, nos carnets de commande étrangers se redressent ; à présent la demande française doit marquer une pause dans les achats des entreprises, puis des particuliers, ce qui modère les importations.

Par la suite toutefois, les distributions de revenus susciteront au cours de l'été une reprise des importations, alors que l'amélioration récente de la compétitivité de nos partenaires, combinée à la réduction des achats des pays hors OCDE, risque de porter un coup d'arrêt à nos ventes industrielles. Les gains obtenus sur les prix ne pourront au mieux stabiliser le solde extérieur que jusqu'à la rentrée. Au-delà, le taux de couverture de nos échanges en valeur risque de retomber au même niveau qu'à la fin de 1981, entraînant un déficit de nos paiements courants de l'ordre de 2,5 % du PIB (à comparer à 3,5 % au second trimestre 1974 et 2 % au 3^e trimestre 1976 qui furent les creux les plus prononcés des années 1970).

Achevé de rédiger le 3 mai 1982.