

Le drôle de choc ^(*)

A la fin du mois de juillet les économies industrialisées étaient, dans leur ensemble, déjà en voie de ralentissement. Au Japon et en RFA, celui-ci n'était cependant attendu que pour le début de 1991 lorsque se seraient estompés les stimulants exceptionnels de demande intérieure. Dans la plupart des pays européens, à des degrés divers, le rythme de l'activité s'infléchissait déjà tandis que celui de la hausse des prix s'accélérait. Le Royaume-Uni et les Etats-Unis étaient en fin de cycle ; le premier était au bord d'une récession inflationniste, les seconds d'un « soft-landing ». Le déséquilibre entre les balances courantes des trois grandes puissances mondiales continuait à s'atténuer.

La situation des pays non OCDE était plus sombre. Parmi les PVD, seuls quelques pays d'Extrême-Orient avaient de bonnes perspectives de croissance. Dans les pays d'Europe de l'Est, la mise en place des réformes et la désorganisation générale occasionnaient de véritables dépressions.

La crise du Golfe n'équivaut encore qu'à un petit choc pétrolier. L'analyse développée ici suppose que vers le milieu de l'année 1991 la diplomatie, s'appuyant sur l'embargo, rendrait vraisemblable dans un avenir proche l'évacuation du Koweït par l'Irak et le retour sur le marché mondial du pétrole habituellement exporté par ces deux pays. En conséquence, après avoir oscillé au voisinage de 35 dollars/baril au dernier trimestre 1990 et au premier trimestre 1991, le prix du pétrole retomberait jusqu'à moins de 20 dollars fin 1991.

Pour les pays de l'OCDE, les prix à la consommation en seraient dès à présent accrus de + 0,5 à + 1 %, la croissance de 1991 se trouvant amputée d'un montant équivalent. Les Pnb européens s'élèveraient alors en moyenne de 2 % en 1991, à mi-chemin entre le Japon et les Etats-Unis. Ce dernier pays verrait son activité diminuer au seul premier semestre, l'ensemble de l'année dégageant une variation légèrement positive.

(*) Cette chronique a été élaborée au département des diagnostics de l'OFCE dont le directeur est Philippe Sigogne. La partie environnement international a été établie par Monique Fouet avec la collaboration de Jacques Adda, Olivier Passet, Véronique Riches et Christine Riffart, la partie française par Françoise Milewski avec la collaboration de Pascal Garaude et Claude Bourry.

Pour les autres pays, à l'exception des exportateurs nets de pétrole (dont l'URSS), les conséquences seraient plus graves : PVD et Europe de l'Est, déjà soumis à une forte contrainte de balance des paiements, seraient contraints de réduire de manière draconienne leurs importations de tous produits.

En France, un ralentissement de l'activité très marqué au premier semestre 1990 et la crise du Golfe devraient freiner la croissance d'un demi point l'an prochain. Le PIB progresserait de près de 3 % en 1990 mais de 2 % seulement en 1991. L'investissement des entreprises sera contraint par de moins bonnes perspectives d'activité, une dégradation déjà effective de la situation financière (en particulier du taux d'autofinancement) et une détérioration du climat des affaires. Le revenu des ménages se ralentira en raison d'une stagnation des effectifs et d'une modération salariale dans le secteur privé ; le freinage de la consommation sera cependant atténué par une moindre épargne. L'inflation se ralentira dès que le prix du pétrole fléchira, au début de 1991 et le déficit des paiements courants restera inférieur à 1 % du PIB malgré le creusement du solde commercial. La politique économique, peu restrictive, ne freinera pas davantage la croissance.

Les événements survenus dans le Golfe depuis le début du mois d'août remettent en cause les conclusions de l'analyse conjoncturelle qui pouvait être faite au début de l'été. Mini-choc pétrolier, mini-krach boursier et dépenses militaires accrues en ont été les conséquences immédiates. Chacun de ces événements a des précédents historiques, mais la combinaison en est inédite ; les comparaisons avec des situations antérieures sont donc indispensables à la formulation d'un diagnostic, mais ne suffisent pas pour supputer l'avenir.

La présente chronique rappelle dans une première partie la situation économique telle qu'elle était fin juillet, au vu des indicateurs dont on dispose à présent. Elle envisage dans une seconde partie les conséquences des événements de l'été, et les prévisions qui peuvent être formulées pour l'environnement international de la France. La situation de cette dernière fait l'objet d'une prévision détaillée dans la dernière partie.

La présente chronique a été rédigée durant la seconde quinzaine de septembre. Les perspectives qu'elle dessine pour les derniers mois de l'année 1990 et l'année 1991 sont nécessairement fondées sur une hypothèse politique. Celle qui a été retenue ici, explicitée dans le paragraphe concernant le pétrole, est que la crise du Golfe ne débouchera pas sur un conflit armé ; la diplomatie, s'appuyant sur l'embargo, obtiendrait vers le milieu de l'année 1991 l'évacuation du Koweït par l'Irak et le retour sur le marché mondial du pétrole produit par ces deux pays.

Nous n'avons pas tenté ici de décrire un autre scénario, car il exigerait la formulation d'hypothèses concernant la date de début des hostilités, la manière dont elles se dérouleraient et leur durée. Trop de cas de figure sont envisageables pour qu'on les explore tous. Les économistes ne peuvent à ce stade que formuler deux observations d'ordre général.

Premièrement, un conflit armé aurait vraisemblablement pour répercussion immédiate la diminution de l'offre de pétrole, certains puits étant sans doute détruits. On se trouverait alors, une fois la crise surmontée, dans une situation de hausse du prix d'équilibre comparable à celle du second choc pétrolier (doublement du prix : le baril s'établissant au voisinage de 40 dollars) mais sans doute pas du premier choc (quadruplement du prix : le baril s'établirait alors au voisinage de 80 dollars). Les inquiétudes concernant la pénurie seraient par ailleurs plus grandes que lors des précédents chocs tant que la guerre n'aurait pas pris fin, avec des conséquences diverses en matière de rationnement à l'intérieur des économies.

Deuxièmement, sauf à supposer qu'il s'agisse d'un conflit éclair dans lequel l'Irak serait rapidement vaincu, les économies occidentales seraient affectées par des conséquences autres que la « simple » hausse des prix et le « simple » prélèvement extérieur. Un effondrement boursier généralisé, notamment, n'est pas à exclure. C'est toute la situation économique qui serait profondément modifiée dans cette hypothèse.

A la fin du mois de juillet, l'économie mondiale était engagée dans la voie d'un ralentissement inégal

A quelques exceptions près (mais non des moindres), c'est un ralentissement qui marquait l'activité dans les pays de l'OCDE, à des degrés divers et diversement appréciés. Les observateurs avaient généralement considéré durant les premiers mois de l'année que le ralentissement serait extrêmement modéré. La plupart d'entre eux pensaient que le creux du cycle américain était déjà passé tandis que l'ouverture de l'Europe de l'Est et l'investissement des entreprises tireraient la conjoncture dans les pays d'Europe continentale, surtout en RFA. Nous avons pour notre part une vision moins optimiste des mois à venir ⁽¹⁾, pensant à la fois que le ralentissement allait se poursuivre aux Etats-Unis, que l'investissement allait nettement décélérer en Europe continentale hors RFA, et que l'ouverture à l'Est ne serait guère dynamisante pour l'Ouest au moins durant quelques trimestres. Seule la situation du Royaume-Uni faisait l'unanimité, des soubresauts y marquant une fin de cycle inflationniste.

L'optimisme dominant en début d'année s'est nettement atténué au début de l'été, à travers une modification parfois excessive des jugements : voyant arriver un ralentissement qu'ils n'avaient pas anticipé, certains observateurs sont passés d'un extrême à l'autre. Les prévisions de nombreux organismes américains ont affiché une récession ample, ce qui ne nous semble pas fondé, tandis qu'en France était brossé un tableau inutilement sombre ⁽²⁾.

Il nous semble aujourd'hui qu'à la fin de juillet 1990 presque tous les pays de l'OCDE se trouvaient dans la phase descendante du cycle, mais à des moments très divers de celle-ci. Dans tous les cas, à l'exception du Royaume-Uni, une politique monétaire vigilante contenait à peu près les tensions inflationnistes. Par ailleurs, les déséquilibres Nord-Nord se résorbaient. A l'intérieur de l'OCDE, la situation incitait donc plutôt à l'optimisme. Ce n'était pas en revanche le cas pour la plupart des pays en voie de développement ni, surtout, pour l'Europe de l'Est.

Japon et RFA : deux croissances soutenues

A la fin de juillet, l'économie qui affichait la situation la plus satisfaisante était celle de la RFA, en dépit des difficultés réelles auxquelles elle était confrontée.

(1) Voir « L'Europe se crée des besoins », Chronique de conjoncture du Département des Diagnostics de l'OFCE, *Revue de l'OFCE*, n° 31, avril 1990.

(2) Voir Philippe Sigogne, « Encore 3 % de croissance en 1990 », *Lettre de l'OFCE*, n° 77, septembre 1990.

Les comptes trimestriels, au-delà d'un cheminement heurté, affichaient une croissance au rythme annuel de 4 % (en volume) pour le Pnb au cours du premier semestre. Toutes les composantes de la demande intérieure étaient dynamiques. La consommation des ménages tout d'abord se situait sur un rythme de 4 %, clairement démarqué des 2 % qui avaient caractérisé l'année 1989. Cela avait deux ⁽³⁾ origines. D'une part la réforme fiscale avait apporté un surcroît de pouvoir d'achat qui a été en partie consommé, l'autre partie ayant permis l'augmentation du taux d'épargne. D'autre part, les revenus salariaux étaient en progression notable, les salaires se situant sur une tendance de 5 à 6 % en nominal tandis que les prix à la consommation évoluaient aux alentours de 2,5 %. Les bonnes performances en matière d'inflation étaient dues principalement aux gains de productivité, qui avoisinaient 3 %, et secondairement à la baisse du prix des importations autorisée par l'appréciation du DM face au dollar. Au-delà des perturbations effectives et statistiques provoquées par la douceur de l'hiver, qui ont considérablement gonflé le chiffre du premier trimestre, l'investissement en logements apparaît en croissance rapide sur l'ensemble du premier semestre. L'investissement productif des entreprises enfin, stimulé par une forte hausse des profits et les bonnes perspectives de débouchés tant intérieurs que dans les économies de l'Est, progressait à un rythme infra-annuel supérieur à 5 %. Le commerce extérieur en revanche tendait à freiner la croissance, les exportations ne croissant au premier semestre que de 4 % en rythme annuel (en volume) tandis que les importations augmentaient de 9 %. En conséquence l'excédent commercial et celui de la balance courante se réduisaient, mais pour rester à des niveaux encore appréciables : le second atteignait encore 60 milliards de dollars en rythme annuel sur l'ensemble du premier semestre.

Cette évolution semblait d'autant plus susceptible de s'auto-entretenir qu'elle suscitait une croissance extrêmement rapide de l'emploi ; 380 000 emplois avaient été créés de décembre 1989 à juin 1990, après 250 000 les six mois précédents. En dépit de l'arrivée massive d'actifs en provenance d'Europe de l'Est (RDA incluse), le chômage diminuait rapidement.

La RFA se trouvait donc dans une bonne situation pour affronter le 1er juillet le choc de l'union monétaire avec la RDA ⁽⁴⁾. De fait, les craintes qui étaient exprimées à ce sujet ont en quelques semaines changé de nature. Jusque fin juin, l'interrogation majeure concernait l'inflation : les ménages est-allemands dont l'épargne allait être convertie en DM ne risquaient-ils pas de consommer immédiatement ces sommes, provoquant un choc de demande à l'Ouest ? On pensait par

(3) Les achats est-allemands ne constituaient pas de la consommation des ménages. Les flux de marchandises de RFA vers la RDA n'ont jamais figuré dans les statistiques douanières du commerce extérieur ouest-allemand, puisqu'ils étaient censés être du commerce intérieur. Ils figuraient en revanche dans les comptes nationaux dans le poste « exportations de biens et services » qui différait en cela des « exportations de biens et services » figurant dans la balance des paiements. Il en va de même pour les importations de RFA en provenance de RDA.

(4) Voir Olivier Passet, « Allemagne : la nouvelle frontière », *Revue de l'OFCE*, n° 32, juillet 1990.

ailleurs généralement que les entreprises est-allemandes, d'elles-mêmes ou à la suite de leur rachat par des capitaux occidentaux, allaient procéder à des licenciements massifs : le chômage se serait accru fortement, mais en contrepartie l'appareil productif ainsi « dégraissé » réaliserait des gains de productivité qui lui permettrait de devenir rapidement rentable, du moins dans certains secteurs. Or ce qui s'est passé a été inattendu dans son ampleur. D'une part, les ménages est-allemands ont placé la majeure partie de l'épargne en titres financiers assortis d'une grande sécurité (principalement des obligations ouest-allemandes). D'autre part ils ont certes acheté des produits de l'Ouest, mais en quantités somme toute modérées et à la place des produits de l'Est. Ces produits ont été victimes d'un phénomène d'éviction massive, y compris dans un domaine tel que celui de l'agro-alimentaire. Ils ont vu par ailleurs leurs débouchés extérieurs dans les autres pays d'Europe de l'Est s'effondrer aussi rapidement que les débouchés intérieurs. En conséquence, il y a effectivement eu des licenciements massifs, mais accompagnés de pertes de productivité car la production s'est effondrée plus vite encore que l'emploi : - 40 % pour la production industrielle au seul mois de juillet. Les capitaux occidentaux, et notamment ceux d'Allemagne de l'Ouest, ont pour le moment été très réticents à aller s'investir dans une économie où tout semble à rebâtir, les infrastructures comme le tissu industriel. Les achats de firmes est-allemandes sont encore faibles, les investissements directs ex nihilo peu nombreux et certains restent à l'état de projet. En revanche l'engouement pour le secteur tertiaire et les réseaux de distribution est réel.

Pour la RFA, cela a deux implications majeures. La première est que le flux migratoire va se poursuivre : les Allemands de l'Est viendront chercher le travail là où il se trouve, c'est à dire à l'Ouest. La seconde est que le coût de l'unification apparaît désormais plus élevé que dans les devis initiaux, s'élevant à 100 milliards de DM en 1990 et au moins autant en 1991. Cela signifie qu'une fois passées les élections de fin d'année, un relèvement des impôts semble inéluctable. Fin juillet, la RFA apparaissait au total engagée dans une croissance qui se poursuivrait sans doute jusqu'à la fin de l'année à un rythme soutenu mais qui devrait subir des restrictions budgétaires début 1991.

La croissance japonaise semblait également appelée à se poursuivre jusqu'à la fin de l'année mais à se modérer ensuite, en raison de préoccupations d'ordre inflationniste et non pas budgétaire. Le rythme des prix à la consommation demeurerait certes modéré : 2,5 % en rythme annuel au cours du premier semestre. Mais les risques de dérapage étaient importants. Premièrement, l'économie était en situation de saturation des facteurs de production, qu'il s'agisse du capital ou du travail. Pour le premier, il y avait là assurément une incitation à étendre les capacités ; de fait, les profits étant bons, l'investissement des entreprises progressait à un rythme annuel de 10 %. Pour le second, l'emploi continuait à s'accroître à un rythme annuel de 2,2 % au premier semestre par appel à la fois à l'immigration (souvent clandestine) et surtout à la main d'œuvre féminine (souvent à temps partiel dans les services). Deuxièmement, l'élévation du prix des actifs patrimoniaux risquait de se

répercuter tôt ou tard dans celle du prix des biens et services d'usage courant. L'immobilier et les titres financiers s'étaient d'autant plus enchéris au cours des deux années précédentes que la masse monétaire avait été gonflée de manière excessive. Une correction boursière s'était produite en février-mars, mais dans l'immobilier la hausse continuait tandis que la masse monétaire progressait encore de plus de 12 % à la fin du premier semestre. Les autorités monétaires hésitaient toutefois à augmenter les taux d'intérêt. Elles craignaient ce faisant de freiner la demande intérieure, donc les importations, et d'attiser ainsi les frictions commerciales avec les pays occidentaux. Elles craignaient aussi d'enclencher un mouvement international de hausse des taux d'intérêt qui leur serait reproché notamment par les Etats-unis. Elles craignaient enfin de provoquer un effondrement boursier : c'est une correction graduelle qu'elles espéraient en ce domaine, non un choc.

L'activité cependant progressait à un rythme annuel d'environ 4,5 % en PNB comme en production industrielle, tirée par la demande intérieure. A côté de l'investissement précité des entreprises, la consommation des ménages s'accélérait sous l'effet combiné de l'augmentation de la masse salariale (les salaires individuels augmentaient de près de 6 % en termes annuels nominaux) et de la poursuite de la baisse du taux d'épargne. Le commerce extérieur avait cessé de constituer un frein à la croissance. Les importations en volume progressaient certes à un rythme annuel proche de 8 % pour les produits manufacturés, mais les exportations en faisaient presque autant, le Japon arrivant dans la phase de redressement de la courbe en J provoquée par la dépréciation du yen de l'année 1989 ⁽⁵⁾. Les excédents commercial et courant avaient cessé de s'amenuiser et étaient sur le point de s'accroître à nouveau. En définitive, le Japon pouvait espérer poursuivre sa croissance au rythme de 4 % jusqu'à la fin de l'année en dépit du resserrement du marché nord-américain et en dépit d'une probable hausse des taux d'intérêt ; un ralentissement n'était attendu que pour l'année 1991 et s'annonçait d'ampleur modérée.

La France, exemple moyen des ralentissements européens

Les pays d'Europe occidentale hors RFA et hors Royaume-Uni se sont engagés à des dates et avec des rythmes divers dans la phase descendante du cycle économique. Celle-ci est un peu malaisée à dessiner dans la mesure où partout un sursaut de production durant les mois d'hiver a laissé place à une correction à la baisse qui ne doit pas être lue comme le signe d'un ralentissement prononcé. Les chiffres de juin et juillet montrent un retour à une tendance plus normale. Pour apprécier cette tendance, on a comparé ici les moyennes du premier semestre 1990 à celles du second semestre 1989. Il apparaît que les pays qui connaissaient la croissance la plus rapide bénéficiaient par ailleurs de l'inflation la moins forte (tableau 1).

(5) Voir Monique Fouet, « Le Yen et les échanges extérieurs du Japon » dans ce même numéro de la revue.

1. Production et inflation dans quelques pays européens

1er semestre 1990/2ème semestre 1989, cvs, en rythme annuel, %

	Production manufacturière	Prix à la consommation
Belgique	+ 7,0	+ 3,2
Pays-Bas	+ 4,5	+ 1,8
France	+ 2,0	+ 3,1
Espagne	+ 1,5	+ 6,0
Italie	- 1,6	+ 7,2
Suède	- 3,6	+ 9,4

Source : OCDE-PIE.

Belgique et Pays-Bas enregistraient encore une croissance rapide directement tirée par la RFA mais aussi soutenue en partie par la demande intérieure. En Belgique, l'accroissement de la productivité autorisé par l'effort d'investissement effectué depuis le milieu des années quatre-vingt permettait, dans un climat non inflationniste, à la fois une augmentation de la masse salariale réelle et une bonne situation des profits. Au premier semestre de 1990 l'investissement décélérait mais la consommation des ménages s'accélérait. Le solde de la balance courante demeurait largement excédentaire. Au début de l'été, une poursuite de la progression du PNB à un rythme infra-annuel de 4 % était vraisemblable pour le second semestre.

La dynamique de la consommation des ménages était un peu moins forte aux Pays-Bas en raison d'une progression encore modérée de la masse salariale réelle ; le nombre des emplois s'accroissait certes de manière notable, autorisant la poursuite de la baisse du chômage ; mais les salaires réels n'augmentaient qu'au rythme annuel de 0,7 %. Les prix à la consommation enregistraient une hausse moins rapide encore que celle de la RFA parce que les salaires nominaux faisaient encore preuve d'une grande modération. La balance courante était là aussi excédentaire, et la croissance du PNB semblait pouvoir se poursuivre à un rythme proche de 3 %.

La France occupait comme bien souvent une position intermédiaire. Son rythme d'inflation était proche de celui de la Belgique et de la RFA, mais le solde de la balance courante dégageait un léger déficit. (Ce déficit s'était accru, en dépit du redressement du solde commercial, du fait de l'alourdissement des intérêts et dividendes versés sur les valeurs françaises achetées l'année précédente par des non-résidents). En termes de croissance, le ralentissement de l'activité avait fait l'objet de controverses durant le printemps, les indicateurs conjoncturels étant contradictoires.

Ainsi, si la consommation des ménages dans son ensemble progressait encore à un rythme annuel moyen de 3 %, un retournement à la

baisse marquait déjà le secteur automobile ; les effets de parc commençaient à jouer pour provoquer la phase descendante du cycle des biens durables. Ainsi encore les entreprises industrielles révisaient à la hausse leurs perspectives d'investissement alors même que les entrées en commande de biens d'équipement fléchissaient. La décélération de l'investissement était d'autant plus logique que les conditions de financement se dégradèrent avec l'augmentation de la charge des intérêts et l'amenuisement de l'auto-financement. Les entreprises continuaient à embaucher, de sorte que la création d'emplois (dans le secteur privé) se faisait au rythme annuel de 0,6 %. Mais cela s'accompagnait d'un essoufflement des gains de productivité.

Un tel essoufflement intervient traditionnellement lorsque l'appareil de production est fortement sollicité. Il a joué avec plus de netteté qu'en Belgique/Pays-Bas/RFA et moins d'acuité qu'en Italie pour dessiner au total au premier semestre une configuration qui était typiquement celle d'une fin de cycle, mais d'un cycle amorti. S'il n'y avait pas d'emballlement inflationniste, contrairement aux phases comparables des cycles précédents, c'est que la politique économique était demeurée vigilante.

Le ralentissement du deuxième trimestre était d'autant plus marqué qu'il faisait suite, comme dans les autres pays, à un premier trimestre exceptionnellement vigoureux et que la demande étrangère adressée à la France marquait le pas après le sursaut des premiers mois de l'année. Il ne s'ensuivait pas pour autant que le second semestre allait être celui d'une quasi stagnation. D'une part, l'Allemagne allait continuer à tirer la demande extérieure adressée à la France, son surcroît d'importations allant au-delà des infléchissements que l'on pouvait attendre des demandes anglo-saxonnes. D'autre part, la consommation des ménages continuait à bénéficier de revenus encore nettement croissants et l'investissement des entreprises à être stimulé par la tension des capacités productives encore vive même si elle s'était atténuée depuis la fin de 1989. C'est une croissance de l'ordre de 3 % l'an qui pouvait être attendue pour le second semestre.

Les grands pays d'Europe du Sud enregistraient une décélération de leur activité au moins aussi forte que celle de la France, mais étaient par ailleurs marqués par des tensions inflationnistes importantes.

En Espagne, la hausse des prix à la consommation s'atténuait mais pour s'établir à un rythme encore élevé, et menaçait de s'accélérer sous l'effet d'un dérapage salarial. La demande intérieure se ralentissait, notamment sous l'effet de la politique monétaire restrictive. Le commerce extérieur en revanche freinait l'activité, la perte de compétitivité issue de la coexistence de hausses des coûts élevés et d'une peseta forte induisant des pertes de parts de marché à l'exportation et une forte poussée des importations. Le déficit de la balance courante continuait de s'aggraver. La décélération de l'activité était appelée à se poursuivre au second semestre sous l'effet d'une politique économique de « rigueur graduelle » combinant un assainissement budgétaire et le maintien d'une politique monétaire restrictive.

En Italie, l'évolution de la production industrielle était plus chaotique encore que celle de la France. A la poussée du dernier trimestre 1989 avait succédé un réajustement à la baisse puis une stagnation tout au long du premier semestre. Cette évolution discontinue de la production, qui alterne des périodes de stagnation et des brusques mouvements de croissance, est caractéristique de l'économie italienne depuis quelques années. Un rebond était vraisemblable au second semestre, mais pour porter le rythme annuel de l'activité sur une tendance nettement inférieure à celle de l'année 1989. Cette décélération était largement imputable à la perte de compétitivité. Aucun réajustement monétaire ⁽⁶⁾ n'était venu éliminer les effets d'une inflation deux fois plus rapide que celle de la RFA largement imputable à une accélération des coûts salariaux : les gains de productivité étaient désormais faibles, les salaires nominaux progressaient à un rythme un peu supérieur à 7 %. En mai le gouvernement avait consenti une hausse de 10 % des salaires du secteur public. La demande intérieure était encore soutenue, mais les importations en satisfaisaient une fraction croissante tandis que les exportations languissaient.

Cas limite, la Suède était déjà entrée dans une phase de récession. La demande intérieure fléchissait, entraînant dans son sillage les importations qui diminuaient plus vite que les exportations, de sorte que le déficit extérieur tendait à se réduire. Les salaires progressaient encore à des rythmes proches de 8 %, se traduisant par une augmentation des coûts salariaux proches de 7 %. Les modestes gains de productivité étaient dus à une diminution de l'emploi plus rapide que celle de la production. La baisse de cette dernière était appelée à se poursuivre.

Etats-Unis et Royaume-Uni : deux fins de cycle

Les pays anglo-saxons, qui avaient entamé un cycle de croissance bien avant les pays d'Europe continentale, arrivaient à la fin de celui-ci les premiers. Cela constituait l'un de leurs rares points communs. D'un côté, aux Etats-Unis, le ralentissement s'effectuait de manière graduelle (à travers des aléas de court terme qui pouvaient obscurcir l'analyse) tandis que l'inflation demeurait sous contrôle et que le déficit extérieur se réduisait. De l'autre, au Royaume-Uni, la demande intérieure stimulée par de fortes hausses salariales tardait à s'ajuster à la production, avec pour résultat un dérapage inflationniste de plus en plus marqué et un déficit extérieur tout juste stabilisé après une forte aggravation.

Les chiffres de la comptabilité nationale américaine, aujourd'hui disponibles pour les deux premiers trimestres et dûment révisés, ne prêtent guère à équivoque. Au milieu de l'année 1990, le ralentissement était appelé à se poursuivre, mais sans doute pas à prendre la forme d'une récession prononcée. L'année 1989 a fait l'objet d'une forte révision : il apparaît aujourd'hui que le PNB en volume s'y est accru de 2,5 %, et non pas de 3,0 % comme le laissaient penser les premières

(6) Le resserrement de la marge de fluctuation en janvier 1990 ne s'est pas accompagné d'une dépréciation du taux de change.

estimations. Le ralentissement date de l'année 1988. La demande intérieure finale décélérât de manière continue tandis que la dynamique issue du commerce extérieur s'amenuisait (tableau 2). Les indicateurs mensuels d'offre et de demande ont été perturbés tout au long de l'hiver par des aléas climatiques et des catastrophes naturelles. Au creux exagéré du début d'année a succédé un rebond qui en était la correction, et non pas le signe du début d'une nouvelle phase de croissance. La production industrielle ne s'accroît ensuite que très légèrement en moyenne sur juin-juillet.

2. La croissance économique américaine et ses composantes

Variations semestre/semestre précédent à prix constants en rythme annuel, %

		1988		1989		1990
		1	2	1	2	1
Croissance imputable à :	Demande intérieure finale	+ 3,1	+ 3,1	+ 1,5	+ 1,7	+ 1,0
	Commerce extérieur	+ 2,2	- 0,2	+ 1,3	- 0,2	+ 0,6
	Variation des stocks	- 0,2	0	+ 0,1	- 0,2	- 0,4
Total : PNB		+ 5,1	+ 2,9	+ 2,9	+ 1,3	+ 1,2

Source : US department of commerce.

Les indicateurs traditionnels du cycle indiquent clairement que la demande intérieure était appelée à se ralentir plus encore. Les mises en chantier atteignaient un niveau bas, laissant attendre un recul de la consommation de biens durables liés à l'équipement du foyer. La consommation automobile se réduisait déjà fortement. Les entreprises pour leur part, confrontées tout à la fois à des difficultés financières (chute des profits et haut niveau des taux d'intérêt) et à des perspectives moroses pour leurs débouchés, commençaient déjà à moins accroître leurs investissements. L'un des éléments-clé dans le déroulement du cycle, l'emploi salarié, amorçait une phase descendante. Cela était patent pour le secteur manufacturier, où le point haut avait été atteint en mars 1989, la baisse enregistrée depuis cette date et juillet dernier atteignant 360 000 emplois soit 1,8 % dans ce secteur. Dans l'ensemble de l'économie c'est à une stagnation que l'on assistait, au-delà des perturbations liées à « l'effet-recensement » ⁽⁷⁾.

(7) Près de 150 000 personnes avaient été embauchées pour effectuer le recensement de la population. Celui-ci étant terminé, ces emplois sont supprimés.

Le taux de chômage s'accroissait légèrement, sans pour autant s'écarter franchement du niveau généralement considéré comme générateur de hausses salariales excessives⁽⁸⁾. Les salaires nominaux qui n'augmentaient encore que modérément au premier trimestre, connaissaient ensuite une accélération qui témoignait de l'état de saturation du marché du travail. Après s'être maintenu au rythme annuel de 3,5 %, le salaire horaire approchait 5 % l'an au deuxième trimestre. Les gains de productivité étaient quasi nuls en cette période du cycle, de sorte que le risque de dérapage du coût salarial unitaire grandissait. Et cela, d'autant plus que les coûts médicaux, qui progressent rapidement, se répercutent dans les charges salariales des entreprises. Dans ces conditions, le rythme infra-annuel des prix à la consommation avoisinait 5 % au début de l'été. Ce chiffre était suffisamment modéré aux yeux des autorités monétaires pour qu'elles assouplissent légèrement leur politique. Mais il n'était pas question d'opérer un relâchement massif en dépit du risque de croissance zéro. D'une part, les tensions inflationnistes sous-jacentes persistaient, d'autre part il fallait continuer à attirer les capitaux étrangers pour financer un déficit extérieur certes en voie de réduction mais qui dépassait encore 20 milliards par trimestre. Au total, les taux d'intérêt nominaux ne diminuaient que légèrement, contrastant avec la nette baisse intervenue tout au long de l'année 1989.

Le déficit de la balance courante semblait voué à ne se réduire désormais que lentement. La dépréciation du dollar des années 1985 à 1988 avait épuisé ses effets en termes de gains de parts de marché à l'exportation depuis le printemps 1989, d'autant que le Japon menaçait d'accroître les siennes grâce à la dépréciation du yen de 1989. Les exportations en volume suivraient donc à présent la demande mondiale. Les importations pour leur part ne diminueraient que si la demande intérieure stagnait (ou *a fortiori* diminuait). Dans ces conditions, la contribution du commerce extérieur à la croissance risquait d'être proche de zéro et non plus franchement positive : elle ne contrebalancerait pas un fléchissement marqué de la demande intérieure. Au total, une croissance du PNB supérieure de peu à zéro semblait inéluctable à la fin de l'année 1990 et au début de 1991, avant que ne s'enclenche un redémarrage lent de l'activité.

Au Royaume-Uni, la situation était loin de prendre l'aspect d'un « soft-landing ». En dépit d'une politique monétaire toujours très restrictive, la demande intérieure avait tardé à fléchir de manière conséquente tandis que l'inflation s'accélérait. C'est seulement à partir du mois de juin que le volume des ventes au détail, à travers un cheminement mensuel heurté, accusait une nette diminution. Jusqu'alors en effet la consommation des ménages avait persisté à être poussée par la progression des revenus salariaux. Le chômage s'accroît depuis le mois d'avril, signalant une diminution du nombre des emplois. Mais sur un marché du travail encore très tendu, les salaires individuels augmentent à un rythme accéléré qui dépasse désormais les 10 %. Les gains de

(8) Le concept de « taux de chômage de plein emploi » a été remplacé il y a quelques années par celui de « NAIRU ». Ce taux de chômage au-delà duquel les tensions inflationnistes sont censées se manifester est généralement estimé à 5,5 %.

productivité étant inférieurs à 2 % dans l'industrie manufacturière et proches de zéro dans l'ensemble de l'économie, les coûts salariaux constituent un facteur inflationniste de premier ordre. L'appréciation de la livre sterling depuis le début de l'année (13 % vis-à-vis du dollar et 6,5 % vis-à-vis du DM entre décembre 1989 et juillet 1990) a en revanche modéré le prix des importations. Au total, le rythme annuel instantané des prix à la consommation est proche de 7 %. S'il atteint 10 % en glissement, c'est en raison des hausses d'impôt intervenues en avril.

L'appréciation de la livre sterling est imputable à la fois au haut niveau des taux d'intérêt et aux perspectives d'entrée de la monnaie britannique dans le SME. Les taux à court terme, supérieurs aux taux à long terme, oscillent depuis le début de l'année entre 14,5 et 15 %. Elle n'a pas encore exercé d'effets négatifs sur les volumes du commerce extérieur, les délais en jeu étant de quelques trimestres. C'est le taux de change bas de l'année 1989 qui prévalait encore à cet égard, autorisant au premier semestre 1990 des gains de parts de marché à l'exportation. Les importations en volume toutefois continuaient à s'accroître rapidement au premier trimestre et à n'être que légèrement en retrait au deuxième, avec deux conséquences. Premièrement, le léger excédent pétrolier étant par ailleurs stable, le déficit de la balance courante s'est réduit au premier semestre 1990 mais pour atteindre encore 3,2 % du PNB (contre 3,8 au second semestre 1989). Deuxièmement, le commerce extérieur ne contrebalance pas l'essoufflement de la demande intérieure. C'est pourquoi la production industrielle, au-delà du sursaut des premiers mois de l'année, décélérait à partir de mai ; sa seule composante encore dynamique était la production de biens d'équipement, par un effet de rattrapage à la suite de grèves et d'un investissement des entreprises encore croissant.

Les grèves ont par ailleurs paradoxalement gonflé le chiffre du PNB du deuxième trimestre. Dans le secteur pétrolier en effet, elles ont incité les compagnies à ne pas effectuer les travaux de maintenance qui auraient dû s'accompagner d'une diminution de la production. Ces travaux seront effectués au troisième trimestre, provoquant alors une baisse de la production pétrolière et par voie de conséquence de la production industrielle au sens large et sans doute du PNB. Tout semblait indiquer au début de l'été que le Royaume-Uni allait au second semestre 1990 s'enfoncer dans la récession.

Les PVD : un tableau très contrasté

Les taux de change des monnaies asiatiques se sont pour la plupart d'entre elles appréciés vis-à-vis du yen. Les Nouveaux Pays Industrialisés Asiatiques (NPIA) en ont été particulièrement affectés, puisqu'ils exportent des produits manufacturés en concurrence directe avec ceux du Japon tant sur les marchés asiatiques que sur ceux d'Amérique du nord. Les salaires ayant par ailleurs enregistré de fortes hausses, la baisse de la compétitivité-prix a occasionné des pertes de parts de marché importantes et, corrélativement, des dégradations des soldes

extérieurs. Si la situation des NPIA reste globalement bonne, les performances nationales sont de plus en plus contrastées.

A Singapour, une croissance un peu ralentie mais encore vigoureuse (8,5 % contre 9,2 % en 1989) était stimulée à la fois par les exportations de produits pétroliers et par un boom de l'investissement productif des entreprises ; l'inflation ne s'accélérait que légèrement, atteignant 3,5 % contre 2,4 % en 1989.

La Corée du Sud a connu au premier semestre 1990 un regain d'activité nettement plus ample que ce qui était initialement prévu (+ 10 % du PNB en rythme annuel). Si la modération salariale récente et la dépréciation du won vis-à-vis du dollar ont permis un début de reprise des exportations, la croissance était principalement tirée par la demande intérieure (forte consommation des ménages et boom de la construction). Les perspectives inflationnistes étaient certes mauvaises, une accélération de la hausse des prix étant attendue en raison à la fois des pressions salariales et de la hausse du prix des terrains, mais cela ne semblait pas de nature à casser la croissance en dépit d'une politique monétaire vraisemblablement plus restrictive.

Le ralentissement de la croissance s'est confirmé en revanche à Taïwan au second trimestre de 1990, l'objectif de 7 % de PNB pour l'année semblant en conséquence hors d'atteinte. Toutes les composantes de la demande étaient orientées défavorablement. La consommation et l'investissement étaient directement affectés par la crise boursière tandis que la dégradation de la compétitivité touchait l'ensemble des industries légères. L'accélération des investissements à l'étranger accentuait le processus de défiance que les autorités espéraient contrer par une relance massive des dépenses publiques.

La situation était beaucoup plus grave à Hong-Kong où fuite des capitaux et fuite des cerveaux se combinaient dans une spirale fortement dépressive pour l'économie. L'impact de la politique d'austérité menée en Chine Populaire et l'incertitude croissante quant à l'avenir de la Colonie continuent d'entraver l'activité. La production industrielle a connu trois trimestres consécutifs de baisse depuis les événements de la place Tienanmen.

Le ralentissement d'activité observé au premier semestre dans les NPIA à l'exception de la Corée du Sud concerne aussi la plupart des pays d'Asie, mais à partir de situations très diverses. Si en Thaïlande et en Malaisie il devrait permettre d'atténuer des tensions sur des appareils de production extrêmement sollicités depuis deux ans, en Inde et aux Philippines il intervient dans un contexte de croissance modérée. L'Inde en particulier, confrontée à d'importantes difficultés de balance des paiements, a dû prendre des mesures sévères de restriction des importations.

La dette et les efforts de stabilisation monétaire ont continué de dominer l'actualité économique de l'Amérique latine au premier semestre. Les accords de réduction de l'encours ou du service de la dette passés par le Mexique, le Costa Rica et le Vénézuéla dans le cadre du

plan Brady ont apporté ou sont sur le point d'apporter des ballons d'oxygène appréciables à ces économies.

L'amélioration progressive de la situation au Mexique mérite en particulier d'être signalée, l'accord signé en mars dernier avec les banques créancières ayant été suivi d'une vague de rapatriements de capitaux jusque là placés à l'étranger et d'un net regain d'intérêt des investisseurs étrangers pour une économie en voie de libéralisation et d'intégration au marché nord-américain. En juin les taux d'intérêt annuels nominaux sont tombés à 32 %, soit leur plus bas niveau depuis l'irruption de la crise financière en août 1982. Quelques jours plus tard les partenaires sociaux reconduisaient jusqu'en janvier 1991 le Pacte pour la stabilité économique et la croissance qui, depuis la fin de 1987, a permis de casser les anticipations inflationnistes et ramené le rythme de hausse des prix à 20 % par an.

La bataille contre l'inflation engagée depuis le début de l'année avec une vigueur inégalée en Argentine et au Brésil est loin d'être gagnée dans ces deux pays. Si l'hyperinflation a pu dans un premier temps être brisée, au prix d'une profonde récession, les politiques d'assèchement de la liquidité butent sur un socle d'inflation de 10 % par mois faute notamment d'avoir atteint la crédibilité budgétaire requise et d'avoir pu définir par la négociation les conditions du partage social.

La situation se dégrade par ailleurs au Pérou où le nouveau Président a été confronté pour le premier mois de son mandat à une hausse des prix de 400 %.

L'activité s'est sensiblement ralentie en Colombie et surtout au Chili où l'inflation approche les 30 % l'an, appelant des mesures de restriction monétaire.

Les rares données conjoncturelles disponibles sur l'Afrique font état d'une activité lente et très inférieure au rythme de croissance démographique. La baisse des cours des principaux produits de base exportés par la région au cours des 12 derniers mois a pesé sur sa capacité d'importation. Mais l'accentuation de l'effort de l'aide et les premières mesures d'allègement de la dette ont pu compenser cette évolution, même si elles restent insuffisantes au regard des problèmes posés par le sous-développement cumulatif de cette région.

L'Europe de l'Est : de la désorganisation à la dépression

Le passage à l'économie de marché, pour porteur de bonnes perspectives qu'il soit à moyen terme, a eu jusqu'à présent des effets dévastateurs sur les économies de l'Est. Les réformes mises en place diffèrent dans leur nature et leur rapidité d'un pays à l'autre, mais elles ont pour caractéristique commune immédiate la disparition du parti communiste comme structure de décision micro-économique en l'absence de structures de remplacement. En conséquence, non seulement les dysfonctionnements passés apparaissent au grand jour, mais encore ils sont renforcés par une désorganisation générale.

Les quelques éléments dont on peut disposer montrent que l'ampleur de la chute d'activité va bien au-delà de ce qui était généralement escompté il y a quelques mois. La production industrielle a reculé partout à un rythme rapide atteignant 12 % en moyenne en rythme annuel pour les pays autres que l'URSS (30 % en Pologne, 3 % en Tchécoslovaquie). L'effondrement de la production est-allemande en juillet et août ne peut cependant pas augurer d'un mouvement similaire dans les autres pays de l'est. En RDA, les produits de l'Ouest ont évincé ceux de l'Est dès l'unification monétaire réalisée. Cela n'est pas transposable ailleurs car le taux de change de 1 pour 1 de l'ostmark garantit un pouvoir d'achat en produits occidentaux que la dépréciation des autres monnaies de l'Est n'assurera pas. Cette dépréciation peut en outre préserver la compétitivité-prix de certains secteurs de base à technologie banale.

Les industries de base, qui occupent une place généralement importante dans les appareils productifs, ont été affectées par les diminutions de livraison de pétrole en provenance d'URSS. Ces diminutions sont en partie dues à des ruptures dans les oléoducs, d'une grande vétusté et qui ne font plus guère l'objet de maintenance en raison notamment des mouvements sociaux.

Les productions agricoles diminuent et lorsqu'elles ne le font pas, sont souvent inutilisables sous l'effet de transports engorgés et de conditions de stockage défectueuses ; c'est ainsi que l'URSS connaît simultanément une bonne récolte de céréales et une pénurie de pain.

Le pouvoir d'achat des ménages a été amputé d'au moins un tiers par des augmentations de prix, qu'elles soient générales par libéralisation complète des prix ou limitées dans leur champ d'application (suppression des subventions étatiques sur des produits de première nécessité aboutissant à multiplier leur prix par deux ou trois). Le chômage s'est partout élevé sans qu'il soit possible de l'évaluer de façon fiable.

A la veille de la hausse du prix du pétrole, le second semestre 1990 s'annonçait déjà passablement sombre. Hausses des prix et du chômage allaient se poursuivre dans un climat de tension sociale tandis que la Tchécoslovaquie préparait un nouveau plan et que l'URSS hésitait entre la logique de la réforme progressive et celle de la réforme radicale.

Une certaine réduction des déséquilibres nord-nord

Au cours du premier semestre, le taux de change du dollar a continué à se déprécier relativement au DM, plus rapidement qu'il ne l'avait fait durant le second semestre de l'année 1989. Il a en revanche continué à s'apprécier relativement au yen, comme il le faisait depuis le début de l'année 1988. L'évolution la plus brutale a été celle de la livre sterling qui s'est fortement appréciée à l'annonce d'une possible entrée dans le SME.

Le déséquilibre entre les balances courantes des trois grandes puissances mondiales s'est atténué : le déficit américain d'une part, les excédents japonais et allemand de l'autre, se sont amenuisés. Cette évolution ne résultait guère du comportement à l'exportation : les parts de marché (en volume, produits manufacturés) des Etats-Unis et de la RFA sont restées quasiment stables tandis que celles du Japon s'amélioreraient légèrement (au détriment non pas d'autres pays de l'OCDE mais des NPIA). Elle était en revanche largement tributaire de l'évolution des importations : le taux de pénétration du marché intérieur s'est accru fortement pour le Japon et la RFA, mais a diminué pour les Etats-Unis.

Le commerce mondial de produits manufacturés a suivi un cheminement trimestriel très heurté, tout comme les activités internes des pays de l'OCDE : le premier trimestre 1990 était en forte augmentation, le deuxième par contrecoup s'affichait en baisse. Les moyennes semestrielles donnent une vision plus régulière d'un ralentissement par étapes depuis la mi-1987 (tableau 3). Une croissance au premier semestre 1990 (au rythme annuel de 4 %) semblable à celle de la période précédente résultait d'un léger rebond de la demande des pays industrialisés. La chute des importations américaines était plus que compensée par le redressement des importations européennes imputable à la RFA mais aussi à l'Espagne. La décélération graduelle de l'ensemble des PVD recouvre depuis le milieu de l'année 1989 un net redressement des importations de l'Afrique et de l'OPEP et un fléchissement accentué des importations de l'Amérique latine et de l'Extrême-Orient. La décélération des importations du Comecon s'est transformée en forte baisse au premier semestre 1990.

3. Les importations mondiales de produits manufacturés

A prix constants, semestre/semestre précédent, cvs, en rythme annuel, %

	1987	1988		1989		1990
	2	1	2	1	2	1
Etats-Unis	12,0	15,0	0,4	-1,2	2,0	-5,0
CEE	14,7	9,6	13,2	13,6	3,4	9,8
Japon	34,5	40,5	11,3	15,7	8,5	6,5
Total OCDE	16,2	11,3	8,2	9,4	3,5	4,5
PVD	11,5	4,7	9,4	6,3	5,5	5,0
Comecon	22,0	4,0	12,8	19,7	5,4	-9,0
Monde	15,5	9,8	8,6	9,2	4,0	4,0

Sources : OCDE série A, calculs OFCE.

Les perspectives internationales pour l'année 1991 s'échelonnent désormais entre la récession et le ralentissement prononcé

Le pétrole ⁽⁹⁾

Après six mois de baisse continue, le prix du pétrole s'est brusquement redressé en juillet, avant de s'envoler à la suite de l'invasion du Koweït par l'Irak. En deux semaines, du 9 au 23 juillet, le prix du baril de mer du Nord (Brent) est passé de 15,5 à 19,5 dollars, regagnant tout le terrain perdu depuis la mi-janvier 1990. Au cours des six semaines suivantes, les événements du Golfe ont propulsé le prix du brut à plus de 38 dollars, soit un doublement comparable en dollars courants à celui intervenu lors du second choc pétrolier, mais qui intervient en un laps de temps extrêmement bref au regard de la lente montée des cours en 1979 et 1980.

Le redressement des cours en juillet s'explique par le succès de la réunion semestrielle des pays de l'OPEP (26 au 28 juillet), succès largement anticipé par les marchés car obtenu sous la pression politique et, déjà, militaire de l'Irak. Bien que rendu caduc par l'invasion du Koweït, l'accord n'en est pas moins important par les innovations qu'il comportait : règlement de l'épineux problème des quotas, les Emirats Arabes Unis (EAU) acceptant enfin un quota de 1,5 millions de barils par jour (mbj), à parité avec le Koweït, mise au point d'un mécanisme formel reliant le plafond de production de l'organisation au niveau observé des prix, relèvement du prix officiel de référence de 18 à 21 dollars et déplacement judicieux des dates de réunion semestrielles à mars et octobre, de façon à mieux adapter les plafonds de production adoptés à l'évolution saisonnière de la demande. A terme, une fois surmonté le conflit du Golfe, ces points d'accord pourraient sceller les bases d'une entente plus durable et d'une cohésion plus solide entre les membres de l'organisation.

La situation du marché pétrolier s'est profondément transformée en août. La mise en œuvre d'un embargo commercial, militaire et financier à l'encontre de l'Irak a provoqué dès le 7 août un arrêt complet des exportations de ce pays et du Koweït. Sur l'ensemble du mois d'août la production de l'OPEP baisse globalement de 3,7 mbj et le déséquilibre réel entre l'offre et la demande mondiale s'établit à un peu plus de 3 mbj. La réaction des prix, qui ont bondi en quelques jours à 26 dollars et se sont stabilisés à ce niveau jusqu'à la fin du mois d'août, fournit une mesure de l'élasticité des prix aux déséquilibres de marché, qui serait comprise entre - 5 et - 6. Les nouveaux palliers à 30, puis

(9) Voir Jacques Adda, « Pétrole : la crise, et après ? », *Lettre de l'OFCE*, numéro spécial, 78, 11 octobre 1990.

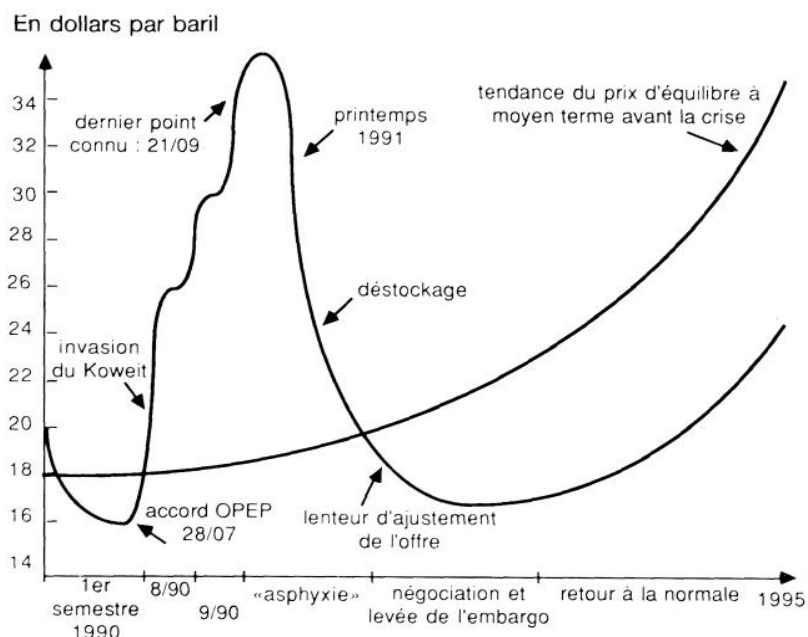
35 dollars, franchis en septembre — alors même qu'une compensation du défaut d'offre est intervenue de la part de l'Arabie saoudite, des EAU, du Venezuela et du Nigeria à hauteur de 3,25 mbj — traduisent l'existence d'une demande spéculative, alimentée par le risque de guerre et la stratégie de la tension entretenue par Saddam Hussein.

Le scénario retenu ici repose sur l'hypothèse d'un règlement diplomatique du conflit, après une phase d'embargo efficace débouchant sur une asphyxie progressive de l'économie irakienne. La négociation qui s'ensuit conduit à une évacuation du Koweït et une levée du blocus sur les exportations pétrolières des deux pays. Pour fixer les idées, nous avons évalué à neuf mois la phase d'embargo. Les productions de brut de l'Irak, puis du Koweït, reviendraient progressivement sur le marché au second semestre de 1991. L'ajustement à la baisse de la production des quatre pays ayant compensé le défaut d'offre depuis septembre 1990 intervient toutefois plus lentement. La rigidité traditionnelle de l'offre OPEP à la baisse explique cette hypothèse. On peut toutefois penser que l'Arabie saoudite, soucieuse de rétablir son prestige dans le monde arabe, de restaurer l'unité au sein de l'OPEP et de ne provoquer ni l'Irak vaincu, ni l'Iran hostile, fera le nécessaire pour que l'excès d'offre provoqué par le retour à la normale de la production de l'Irak et du Koweït ne se maintienne pas au delà de l'hiver 1991-1992.

Les comportements de stockage appellent quelques remarques spécifiques. La demande spéculative a toutes les chances de se poursuivre tant que les risques d'un affrontement militaire n'ont pas disparu. Elle a en revanche toutes les raisons de s'inverser dès que les chances d'un règlement pacifique deviendront suffisamment sérieuses. Ceci nous a conduit à amplifier de 1 mbj le mouvement de stockage saisonnier précédant l'hiver et à envisager un déstockage nul au premier trimestre de 1991 (au lieu d'un déstockage de 1 mbj). La prudence l'emportant au second trimestre le déstockage resterait modéré. Le dégonflement des stocks spéculatifs serait par contre très rapide une fois l'embargo levé (- 1,5 mbj au second semestre 1991). Le niveau des stocks dans la zone OCDE, exprimé en jours de consommation future, passerait ainsi de 96 jours pendant l'été 1990 à 108 jours à la fin de l'hiver 1991 et rechuterait jusqu'à un niveau plus habituel de 94 jours à la fin de 1991.

Dans ces conditions le déséquilibre réel du marché resterait important jusqu'à la fin de 1990, justifiant un niveau de prix de 35 dollars, mais se résorberait rapidement au début de 1991 et s'inverserait à partir du printemps. La persistance de risques de guerre freinerait un temps la chute des prix malgré la baisse saisonnière de la consommation dans la zone OCDE. Après quoi, l'ajustement des stocks combiné au redressement de l'offre OPEP provoquerait un effondrement des cours au second semestre qui retomberaient en dessous de 20 dollars en fin d'année 1991. Au delà, le rétablissement de la discipline au sein de l'OPEP, puis la reprise de l'activité économique dans le monde permettraient un lent redressement jusqu'à 25 dollars vers le milieu de la décennie (graphique 1).

1. Prix du pétrole :
graphique semi-
temporel
scénario
d'« asphyxie » de
l'Irak



L'échelle du temps est fixée de façon volontairement arbitraire afin de mieux faire ressortir les mouvements de prix attendus.

Sources : Jacques Adda, « Pétrole : la crise et après ? », Lettre de l'OFCE, numéro spécial, 78, 11 octobre 1990.

**Les conséquences directes de la hausse du prix du pétrole :
un peu plus d'inflation, un peu moins de croissance**

La prévision pétrolière qui vient d'être décrite ne s'apparente pas à un « troisième choc pétrolier ». Il y a certes une hausse du prix brusque et importante, mais elle est sans commune mesure avec celle de la fin 1973 ou des années 1979-1980. Le prix du baril exprimé en dollars avait été multiplié par 4 lors du premier choc pétrolier, par 2,5 lors du second. Il ne le serait que par 1,5 à 2 cette fois si ce prix oscillait entre 30 et 40 dollars. Les prix internes des pays de l'OCDE comme ceux du commerce mondial de produits manufacturés ont par ailleurs augmenté depuis lors, de sorte qu'en moyenne pour retrouver le prix réel du pétrole de début 1981 il faudrait aujourd'hui que le baril s'établisse à 44 dollars.

Bien évidemment la hausse actuelle du prix du pétrole, fut-elle temporaire, n'est pas sans incidence sur l'économie mondiale. Les répercussions les plus apparentes sont une hausse des prix intérieurs et un prélèvement extérieur de nature à ralentir la croissance de l'activité. La situation diffère à cet égard d'un pays à l'autre.

Pour les pays de l'OCDE, l'incidence sur les prix s'échelonne en année pleine entre + 0,5 et + 1 % pour les prix à la consommation selon les degrés de dépendance pétrolière et d'inflation pré-existante. Au Royaume-Uni et en Italie notamment la hausse du prix du pétrole risque d'attiser les revendications salariales alors que dans la plupart des autres pays elle sera répercutée une fois pour toutes. Trois pays

seulement dégagent un excédent énergétique : l'Australie, la Norvège et le Canada. Le Royaume-Uni est à l'équilibre. Pour les autres la « facture énergétique », c'est à dire le déficit des échanges extérieurs d'énergie (les autres formes d'énergie ayant un prix s'ajustant à plus ou moins brève échéance sur celui du pétrole), représente presque partout une proportion du PNB comparable à celle de 1972 et inférieure à celle de 1978 (tableau 4). Une augmentation de 50 % du prix des exportations et des importations d'énergie conduirait en moyenne à accroître cette facture de 0,4 % du PNB (en année pleine). Par comparaison, l'augmentation moyenne avait été de 2,7 % lors du premier choc pétrolier et 2,2 lors du second. Une certaine dispersion affecte cette moyenne : 0,3 % pour les Etats-Unis, 0,7 % pour la Belgique. Pour mieux apprécier quels seront les pays les plus affectés par la hausse du prix du pétrole, il faut prendre en compte à la fois l'intensité énergétique du PNB, la part du pétrole dans l'énergie consommée et la part des importations dans le pétrole consommé. Il apparaît alors que les économies d'Europe du sud sont les plus vulnérables, sans pour autant que leur situation soit aussi grave qu'en 1979-1980.

4. Le déficit énergétique en % du PNB à la veille des chocs pétroliers

	1972	1978	1989
UEBL	2,7	3,8	2,6
Irlande	2,5	5,4	2,5
Finlande	2,9	4,4	1,8
Espagne	1,4	3,4	1,6
Japon	2,0	3,2	1,5
Autriche	1,4	2,6	1,4
France	1,5	2,9	1,3
RFA	1,3	2,3	1,3
Italie	1,6	3,4	1,3
Suède	2,1	3,2	1,2
Grèce	1,4	3,4	0,9
Danemark	2,4	3,6	0,9
Etats-Unis	0,5	1,7	0,8
Pays-Bas	0	0,2	0,5
Royaume-Uni	1,8	1,4	0,1
Excédents :			
Canada	+ 0,9	+ 2,2	+ 1,0
Australie	+ 0,4	+ 0,6	+ 1,3
Norvège	+ 1,8	+ 3,0	+10,6

Source : OCDE

Les répercussions directes de la hausse du prix du pétrole seront beaucoup plus lourdes pour certains pays en voie de développement et surtout pour les pays d'Europe de l'Est autres que l'URSS.

Certains PVD non membres de l'OPEP sont exportateurs nets de pétrole : Mexique, Malaisie, Egypte, Cameroun, Congo, Angola, Colombie, Chine... La plupart toutefois sont importateurs nets de pétrole. Les NPIA pourront sans trop de dommage affronter hausse des prix et prélèvement extérieur. Tout autre est le cas de pays confrontés à de graves problèmes de balance des paiements en Amérique latine (notamment le Brésil) en Extrême-Orient (notamment l'Inde et les Philippines) et en Afrique.

En Europe de l'Est, les importations pétrolières constituaient déjà une menace avant la hausse de prix de l'été. Les pays de cette région importaient en effet d'URSS l'essentiel de leur pétrole en le payant, en produits industriels, sur la base du prix moyen des 5 dernières années exprimé au taux de change rouble/monnaie du pays considéré. Cette tarification avait évité une trop forte hausse des prix après les deux chocs pétroliers, mais elle avait également empêché sa baisse après le contre-choc pétrolier. En rouble, le prix était légèrement supérieur à celui du marché mondial. Mais l'URSS avait décidé de vendre le pétrole à l'Europe de l'Est aux prix du marché et en dollar à partir du 1^{er} janvier 1991. Cela signifiait pour les pays acheteurs la nécessité de se procurer cette devise forte au moment où se fermerait l'un des débouchés pour leurs produits industriels. La hausse du prix du marché mondial intervenue depuis cette décision rend plus délicate encore la situation des pays d'Europe de l'Est. Elle avantage en revanche l'URSS, qui se procurera des dollars ; la hausse du prix du baril est en effet plus ample que la baisse de la production précédemment évoquée.

Les autres implications de la crise dans le Golfe : un sursaut spéculatif de faible amplitude

Les conséquences de la situation dans le Golfe sont loin de se résumer à l'incidence directe de la hausse du prix du pétrole.

Dans l'immédiat, certains PVD proches — géographiquement ou économiquement — de l'Irak et du Koweït sont affectés à plusieurs titres. L'exode et le retour dans leurs pays d'origine des travailleurs immigrés (venant principalement d'Inde, du Pakistan, des Philippines et d'Egypte) prive ceux-ci des envois de fonds qui étaient effectués par les émigrés et gonfle brutalement la masse des chômeurs. L'activité économique des pays limitrophes (Jordanie et Turquie principalement) est gravement perturbée par le blocus. Secondairement, les pays de l'OCDE verront leurs exportations se ralentir à hauteur de leurs ventes à l'Irak et au Koweït.

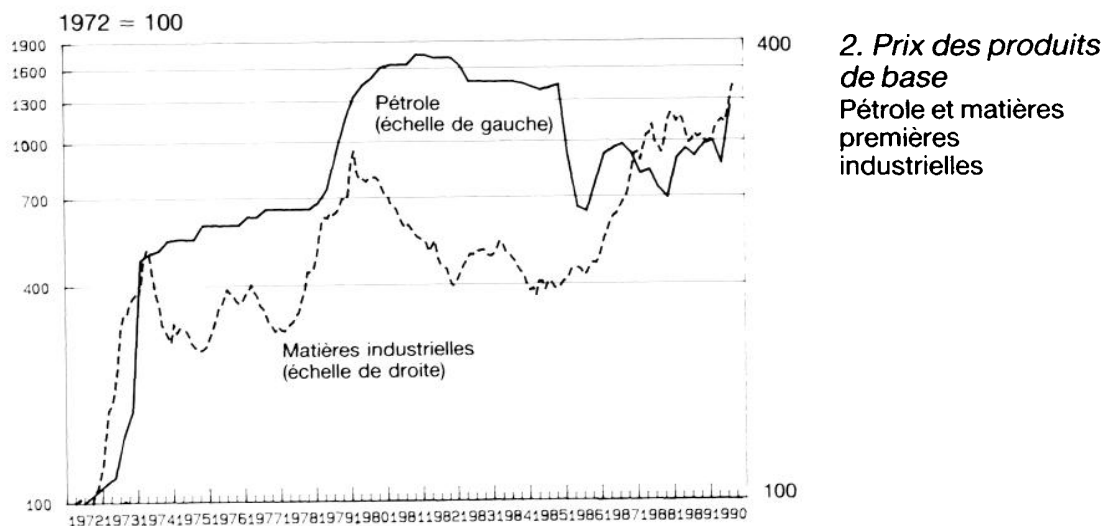
L'engagement militaire lui même aura des répercussions non négligeables sur les pays de l'OCDE directement concernés, les Etats-Unis principalement ; il y a là à la fois un surcoût budgétaire et une source de regain de l'activité.

Dans certains pays de l'OCDE et dans les NPIA les plus vulnérables, des chutes importantes ont affecté les Bourses au mois d'août. Ce krach boursier est pour le moment un peu moins ample que celui

d'octobre 1987, mais il intervient dans un contexte général radicalement opposé : l'économie mondiale est cette fois-ci engagée dans la phase descendante du cycle, et non pas dans une phase de reprise ; le prix du pétrole ne vient pas, bien au contraire, de subir un contre-choc. En conséquence, les réactions des politiques économiques ne seront pas les mêmes qu'en octobre 1987.

On risque par ailleurs d'assister au cours des tous prochains mois à un sursaut spéculatif de l'activité entraînant une hausse des matières premières non énergétiques. Cela avait été le cas à la fois lors des précédents chocs pétroliers (graphique 2) et du précédent engagement militaire américain de nature un peu comparable, la guerre de Corée de 1953.

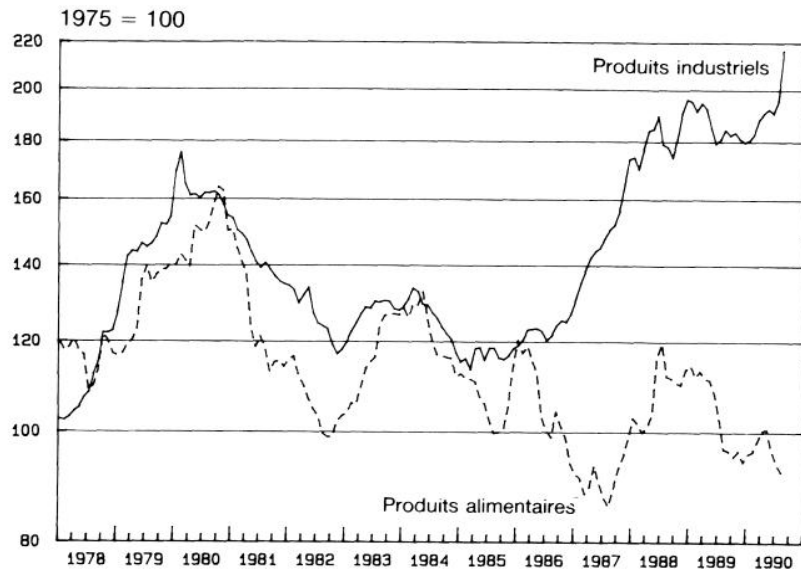
Le cours des matières premières industrielles, après avoir baissé tout au long de l'année 1989, avait recommencé à augmenter, fortement, durant le premier semestre 1990 : + 8,5 % entre janvier et juillet (graphique 3). Des phénomènes d'offre semblent expliquer largement ce retournement que ne justifie guère l'évolution de la demande, quoique de fortes importations japonaises aient en partie contrebalancé le ralentissement de la demande des pays occidentaux. Pour les métaux non ferreux, cuivre et plomb notamment, les niveaux des stocks étaient très bas ; des perturbations légères dans la production se sont en conséquence immédiatement répercutées sur les prix. Les prix des matières premières agricoles s'orientaient de nouveau à la baisse à partir du mois de juin après avoir augmenté durant les premiers mois de l'année sous l'effet de perturbations transitoires de l'offre ⁽¹⁰⁾.



Sources : HWWA et Petroleum Economist, calculs de l'OFCE.

(10) Le redressement du café était imputable aux craintes de sécheresse au Brésil, aux effets de l'assainissement du marché intervenu fin 1989 et aux nouvelles propositions américaines de relance de l'accord international. Le redressement du cacao était dû à l'instabilité politique en Côte d'Ivoire et à l'éventualité que le Brésil rejoigne l'accord. Sur le marché céréaliier, les récoltes avaient été bonnes mais l'URSS a procédé à des achats records.

3. Prix des
matières premières
en dollars



Source : HWWA.

Dans ce contexte, la crise du Golfe est de nature à prolonger ou accentuer la hausse du prix des matières premières industrielles. D'une part les coûts de production vont s'accroître en raison de leur fort contenu en pétrole. D'autre part la demande augmenterait vivement pour ces produits en cas de conflit. S'y ajoutent, dans ces conditions, des achats de précaution réalisés par les entreprises pour se prémunir contre les hausses futures et qui ont pour effet d'augmenter immédiatement les prix.

La hausse des cours des matières premières industrielles pourrait toutefois être tempérée par un phénomène analogue à celui qui a pesé au cours de l'été sur certains marchés alimentaires, notamment celui de la viande : le dumping pratiqué par les pays d'Europe de l'Est désireux de se procurer des devises fortes à tout prix.

Dans ces conditions, on retient les hypothèses suivantes :

— Pour les matières premières agricoles, une poursuite de la tendance baissière. D'une part, des récoltes abondantes en 1990 et sans doute 1991 pour le blé, le maïs et le soja et une situation excédentaire sur le marché du sucre pèseront sur les cours. D'autre part, l'annulation d'importants contrats d'achats soviétiques de cacao perturberont un marché à l'équilibre précaire.

— Pour les matières premières industrielles, les hausses de l'automne 1990 seront suivies de baisses d'autant plus importantes que le stockage est déjà important, que le ralentissement conjoncturel jouera fortement sur l'équilibre offre/demande et que les difficultés financières de l'URSS perturberont les marchés tant côté offre (dumping précité) que côté demande (annulation de commandes). En outre, cette situation dissuade les autres pays d'Europe de l'Est de vendre des matières premières à l'URSS par crainte de n'être pas payés, d'où un report de l'offre sur le marché mondial. Entre le dernier trimestre 1990 et celui de 1991, les cours des matières premières industrielles pourraient baisser de 15 % en dollars.

Décalages cycliques entre les trois grands et absence de détente sur les taux d'intérêt

Aux Etats-Unis, la crise du Golfe aura comme partout pour conséquence une accélération de la hausse des prix en fin d'année 1990. Il est vraisemblable que, les chocs exogènes ne se poursuivant pas et laissant au contraire place à une baisse du prix du pétrole au second semestre 1991, le rythme de l'inflation se ralentira par la suite. On n'envisage en effet pas l'enclenchement d'une spirale prix/salaires, la remontée en cours du chômage n'étant certes pas de nature à freiner brutalement les salaires mais étant suffisante pour prévenir une indexation de fait. Le profil de l'activité sera un peu plus heurté que ce que l'on pouvait envisager en juillet. Les dépenses publiques liées à l'engagement dans le Golfe vont être en pointe au second semestre 1990. Elles auront des répercussions en chaîne sur les industries de l'armement, de la construction aéronautique, du textile et de l'agro-alimentaire, et de leurs fournisseurs (notamment l'électronique). Le sursaut de production qui en découlera peut plus que compenser la baisse de la consommation des ménages induite par le déroulement du cycle (cf. le compte ressources-emplois présenté à la fin de cette chronique). Cet effet s'atténuant par la suite, c'est à une quasi-stagnation du PNB et de la production industrielle que l'on doit s'attendre au premier semestre 1991. La baisse de l'emploi qui l'accompagnera sera modérée au regard des phases de récession des précédents cycles. Cette fois-ci en effet la baisse de la demande intérieure sera plus que compensée par l'effet dynamisant du commerce extérieur, qui occupe dans l'activité économique une place beaucoup plus importante qu'au début des années soixante-dix. La baisse de la demande intérieure entraînera celle des importations, alors que les exportations progresseront de près de 3 % par le maintien des parts de marché au premier semestre et leur légère croissance au second.

Pour d'autres raisons, c'est également au premier semestre 1991 que la production décélérera dans les deux autres grands pays. Au Japon, le ralentissement prévisible pour le début de l'année 1991 apparaîtra dès la fin de l'année 1990 en raison de la crise du Golfe et de ses conséquences monétaires et financières. Une nouvelle chute de la Bourse a eu lieu en août, reflétant les craintes des opérateurs à l'égard d'une économie vulnérable à son approvisionnement énergétique. Les cours encore anormalement élevés ont alors subi leur seconde correction de l'année. Celle-ci ne n'a pas empêché la Banque centrale de relever le taux de l'escompte fin août, signalant par là un changement de politique devant les craintes inflationnistes (non devant les réalités immédiates : l'indice des prix à la consommation avait jusque là fait preuve d'un comportement modéré).

En RFA, l'activité sera influencée par deux mouvements contradictoires. D'un côté la demande venant de RDA, quoiqu'en voie d'atténuation, continuera à être dynamisante pour l'appareil productif ouest-allemand. Certes, l'explosion du chômage qui se produira en RDA, l'impossibilité d'ébaucher un processus de rattrapage des salaires faute

de gains de productivité, la forte incitation à épargner que suscitera rapidement la précarité de l'emploi freineront peu à peu les achats de biens de consommation. Mais à cette demande de biens de consommation en fort ralentissement s'adjoindra une demande de biens d'équipement de sorte que la demande concernant l'ensemble des produits finis pourrait ajouter 2,5 % au PNB ouest-allemand entre la mi-1990 et la fin 1991, concentré pour l'essentiel en début de période. D'un autre côté, le ralentissement de la demande mondiale intervenant alors que le DM se revalorise depuis plusieurs trimestres entraînera un fort ralentissement des exportations de biens et services à destination autre que la RDA. Si l'on ajoute à cela la disparition du facteur exceptionnel que constituait la réforme fiscale, et les conséquences de la hausse du prix du pétrole, il apparaît que la croissance est appelée à se ralentir pour passer d'un rythme infra-annuel de 4 % à un rythme de 3 %.

Les ralentissements japonais et allemand suivront celui des Etats-Unis de quelques trimestres ; ils seront par ailleurs moins amples. Dans ces deux pays, la hausse des prix sera gonflée à la fois par celle du pétrole et par les tensions internes évoquées plus haut. Elle restera toutefois en-deçà de l'américaine.

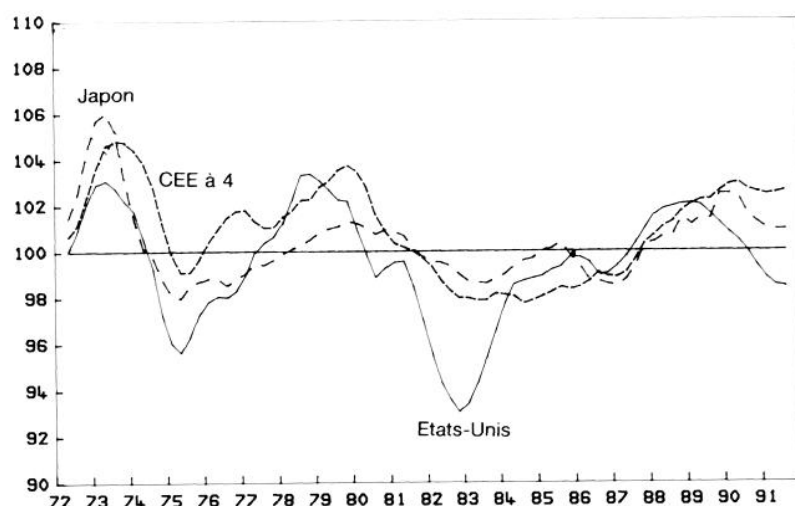
Dans ces conditions, il est vraisemblable que les autorités monétaires maintiendront des politiques strictes.

Elles devront d'autant plus le faire aux Etats-Unis que les perspectives budgétaires sont alarmantes. Certes, déficit fédéral et déficit extérieur ont cessé d'être jumeaux et sont de plus en plus disjoints. En 1991, le premier dépassera 250 milliards et le second 100 milliards. Même financé par l'épargne intérieure, il n'en reste pas moins que le déficit budgétaire est excessif. Il résulte en majeure partie du ralentissement des recettes fiscales consécutif au ralentissement marqué de l'activité que les nouvelles taxes ne suffiront pas à combler. Par ailleurs la charge supplémentaire que représentent les mesures de sauvetage des caisses d'épargne s'alourdira encore vraisemblablement l'an prochain pour dépasser selon les dernières estimations 70 milliards. Hors caisses d'épargne, le déficit fédéral avoisinerait donc 180 milliards. A ces pertes viendront s'ajouter celles du coût militaire de l'intervention américaine dans le Golfe. Dans l'hypothèse retenue ici d'une absence de dérapage vers un conflit armé le coût budgétaire global atteindrait environ 15 milliards de dollars sur un an et serait vraisemblablement concentré sur le début de l'exercice fiscal ; une large fraction en sera toutefois financée par des pays étrangers (Arabie Saoudite, Koweït, Japon, RFA, Corée du sud, etc). Les perspectives économiques ont de fait contraint les autorités à réviser la réglementation budgétaire en reculant l'objectif d'équilibre à un horizon de 5 ans.

Les taux d'intérêt à court terme cesseront de décroître aux Etats-Unis jusqu'à ce que s'éclaircissent les perspectives dans le Golfe et que s'atténuent les tensions inflationnistes. Ce n'est qu'au printemps 1991 qu'ils pourraient s'orienter de nouveau à la baisse, de manière modérée. Ils continueront à augmenter au Japon jusqu'au milieu de l'année 1991, la hausse du taux de l'escompte décidée fin août signalant un changement d'orientation de la politique et étant pour le

moment insuffisante. En RFA, les niveaux atteints incorporant l'anticipation de l'inflation en cours et à venir, une nouvelle hausse ne semble pas indispensable d'autant que les taux d'intérêt réels atteignent des niveaux historiquement très élevés. La demande de capitaux restera assurément forte, le transfert de capitaux privés de RFA vers la RDA semblant susceptible de s'accroître l'an prochain lorsque les obstacles légaux et juridiques à la privatisation auront été levés ; l'offre nationale et étrangère de capitaux sera toutefois suffisante pour y faire face. C'est donc une stabilité qui pourrait caractériser les taux avant qu'une détente se produise au second semestre 1991. Dans les trois pays une décreue pourrait également survenir au second semestre 1991, lorsque s'inverserait l'influence des cours du pétrole.

Les décalages cycliques (graphique 4) et le profil des taux d'intérêt sont de nature ⁽¹¹⁾ à pousser le dollar à la baisse. Dans un premier temps toutefois la crise du Golfe l'a soutenu parce qu'il constituait une valeur refuge. Le mouvement baissier pourrait reprendre à partir du deuxième trimestre 1991, sans doute plus fort vis-à-vis du Yen que du DM parce que l'excédent courant japonais augmentera alors que celui de la RFA diminuera.



4. PNB/PNB potentiel

Sources : OCDE, statistiques nationales et calculs OFCE.

Un commerce mondial en net ralentissement

L'entrée du Japon dans la phase favorable de la courbe en J au cours du premier semestre 1990 permet d'augmenter son excédent en produits manufacturés. Cela ne sera pas immédiatement perceptible sur le solde commercial en raison de l'alourdissement de la facture énergé-

(11) Voir, « Ecart conjoncturel et taux de change » dans « La détente à mi-parcours », Chronique de conjoncture du Département des Diagnostics, *Revue de l'OFCE*, n° 29, octobre 1989.

tique. En 1991, pour les produits manufacturés, la croissance des importations en volume se ralentira tandis que des gains de parts de marché continueront à s'opérer à l'exportation et à être valorisés par un yen fort ; la facture énergétique, sous les hypothèses retenues ici, se réduira en cours d'année. Le solde de la balance courante commencera donc à se redresser nettement au second semestre 1991. Le cas de la RFA est différent : la croissance des importations de produits manufacturés décélérera, mais pour passer de 10 % l'an au premier semestre à 8 % au second, tandis que les exportations continueront à être freinées par le fait que les capacités, pleinement utilisées, seront prioritairement tournées vers la demande allemande.

Ce dernier élément sera de nature à tirer encore la croissance économique des autres pays européens. Certes, ceux-ci resteront engagés dans la phase de ralentissement cyclique au moins jusqu'au milieu de l'année, l'activité étant en outre obérée par le prélèvement extérieur. Au net fléchissement du premier semestre, qui ne prendra l'aspect d'une véritable récession qu'au Royaume-Uni et en Suède, succédera un redémarrage qui portera l'activité à des rythmes compris entre 2 et 3 % (en termes annuels) selon les pays. Les soldes extérieurs bénéficieront des importations allemandes mais seront pénalisés d'une part par les gains de parts de marché du Japon et au second semestre 1991 des Etats-Unis, d'autre part par l'alourdissement de la facture énergétique. Après la dégradation de l'hiver et du printemps 1991, ils ne se redresseront que modestement.

Ce contexte n'est guère favorable aux PVD non exportateurs de pétrole. Après avoir profité dans un premier — et bref — laps de temps du sursaut des cours des matières premières les pays africains seront confrontés à une baisse du prix de leurs exportations et à une mauvaise tenue de la demande des pays industrialisés. En conséquence, leurs importations de produits manufacturés diminueront en 1991. Celles de l'Amérique latine en revanche, après avoir fortement ralenti en 1990, pourraient s'accélérer en 1991 sous l'effet des mesures d'allègement de la dette. En Extrême-Orient aussi un redémarrage, modéré, se produira en 1991 sous l'effet notamment de la reprise des importations américaines au second semestre. En ce qui concerne l'OPEP enfin le gain de pouvoir d'achat procuré par la hausse du prix du pétrole sera plus que compensé par l'arrêt des importations de l'Irak et du Koweït. C'est donc une chute qui marquera l'année 1991 après une croissance zéro en 1990. Au total, la croissance des importations de produits manufacturés des PVD (OPEP inclus) qui avait marqué les années 1988 et 1989 à un rythme voisin de 7 % laissera place à une augmentation proche de 2,5 % en 1990 et 1991 (cf. tableau en fin de chronique).

Les importations du Comecon, après leur sursaut de 1988 et 1989, baisseront en moyenne en 1991 pour la deuxième année consécutive même si intervient un redressement en cours d'année ⁽¹²⁾.

(12) La mobilisation financière en faveur de l'Europe de l'Est intervenue depuis le sommet de l'Arche en juillet 1989 pourrait porter ses fruits en termes de capacité d'importation à partir du second semestre 1991. Cf. voir Jacques Adda et Roland Colin « L'Europe entre l'Est et le Sud : l'ouverture à l'Est et les risques d'éviction pour le Sud », *Revue de l'OFCE*, n° 32, juillet 1990.

Pour l'ensemble des pays industrialisés, c'est un ralentissement continu qui devrait se produire : 11,5 % en 1988, 7,5 % en 1989, 4 % en 1990 et 2,5 % en 1991. Les pôles de dynamisme (RFA, petits pays de la CEE) seront insuffisants pour compenser les baisses qui marqueront pendant quelques trimestres les pays anglo-saxons et d'autres tels que la Suède et le Canada. Ces pôles constituent toutefois les débouchés majeurs de l'économie française, qui est en revanche peu tournée vers les Etats-Unis (elle l'est plus vers le Royaume-Uni). C'est pourquoi, si le mouvement de décélération est net en ce qui concerne la demande qui lui est adressée, l'amplitude est moindre : cette demande pourrait progresser encore de 5 à 5,5 % en 1990 et 3 à 3,5 % en 1991.

En France, la croissance sera contrainte par le ralentissement du commerce mondial et des taux d'intérêt encore élevés

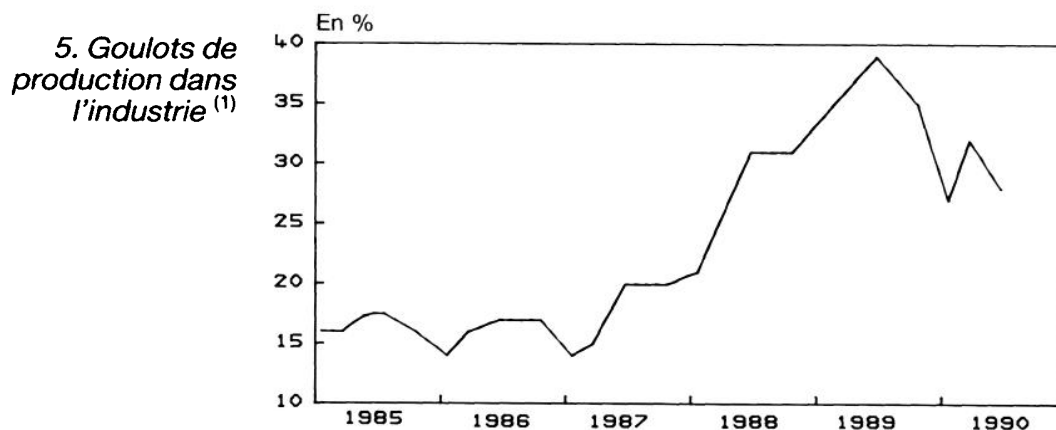
Dans le courant du premier semestre 1990, les corrections toujours en hausse du PNB de 1989 confortaient les visions optimistes du futur de l'économie française : le ralentissement du début de l'année serait de faible ampleur et de courte durée. Les prévisions de 3 % pour le PNB étaient considérées comme un point bas. La perception des entreprises était plus ambiguë : le ralentissement de la demande, en particulier étrangère, était manifeste. Les stocks étaient jugés trop lourds et les perspectives de production se modéraient. En revanche, les prévisions d'investissement restaient élevées et les embauches soutenues. On comprend que les diagnostics qui pouvaient être tirés d'informations partiellement contradictoires aient été si divergents.

Durant l'été la publication des comptes nationaux du premier semestre, qui montrent un net tassement de l'activité en France, probablement d'ailleurs exagéré, et la crise du Golfe sont venus infléchir les prévisions. Il nous semble pourtant que la croissance de 1990 devrait être très proche de 3 % et peu affectée par la crise pétrolière. Celle de 1991 par contre, n'enregistrant aucune accélération notable en cours d'année, serait de 2 % seulement.

L'investissement des entreprises décélérerait en raison de perspectives d'activité moins bonnes et de la dégradation de la situation financière

Le ralentissement de l'activité industrielle en 1990 et la croissance maintenue des dépenses d'équipement ont permis une détente très nette des goulots de production : ils ont dès juin 1990 retrouvé leur niveau du milieu de l'année 1988 (graphique 5). Dans la perspective

d'une activité soutenue, une forte croissance de l'investissement industriel était justifiée. Elle semble encore réaliste. Mais la progression de 11 % en volume annoncée par les entreprises en juin dernier semble surestimée, non seulement en raison de la dégradation du climat général des affaires à l'automne, mais aussi en raison de la tendance des achats au cours des huit premiers mois. Les importations de biens d'équipement se sont en effet quelque peu ralenties et les ventes des grossistes se sont nettement tassées dès le début de l'année. Une progression de l'investissement industriel de 9 % paraît plus conforme à la réalité. Elle accroîtrait les capacités de production d'un peu plus de 3 % alors que la production ne devrait guère s'élever de plus de 2 %. Un ralentissement de la croissance des dépenses est donc probable l'an prochain (+ 5 %). Il pourrait être encore plus accentué si l'incertitude internationale perdure au delà du début de 1991.



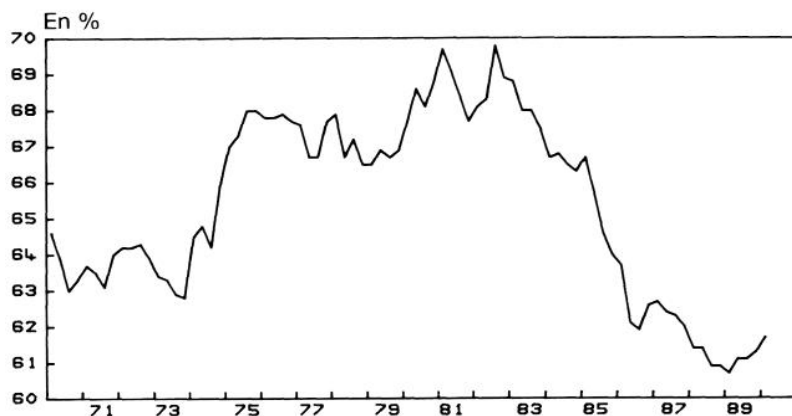
Source : INSEE.

(1) proportion des entreprises qui seraient empêchées de produire davantage si la demande augmentait.

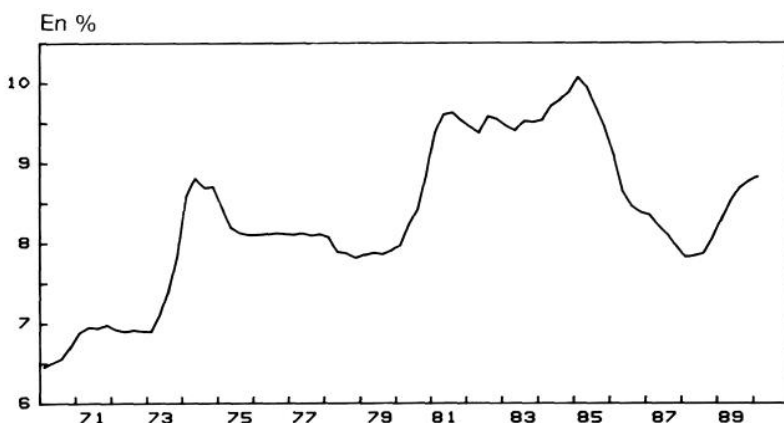
Les autres secteurs, en particulier le tertiaire, seront également affectés. Le tassement de la demande s'accompagne en effet d'une dégradation de la situation financière des entreprises. La part des salaires dans la valeur ajoutée s'est élevée depuis le début de 1989, celle des intérêts nets plus précocement et plus nettement, d'où une dégradation du taux de marge et surtout du taux d'épargne. En maintenant un effort soutenu d'investissement, les entreprises ont donc réduit leur taux d'autofinancement, qui se situe au début de 1990 à son niveau de la mi-85 (graphiques 6 à 9). Il reste bien plus favorable qu'il ne l'était au début des années quatre-vingt, mais sa dégradation a atteint environ 20 points entre 1986 et la fin de 1989.

Il semble qu'elle a surtout concerné les secteurs non industriels (services, commerce et bâtiment). Le repli du taux d'autofinancement est resté limité dans l'industrie, selon les premiers bilans collectés ⁽¹³⁾. Dans ce secteur, il a cependant été plus sensible dans les PME que

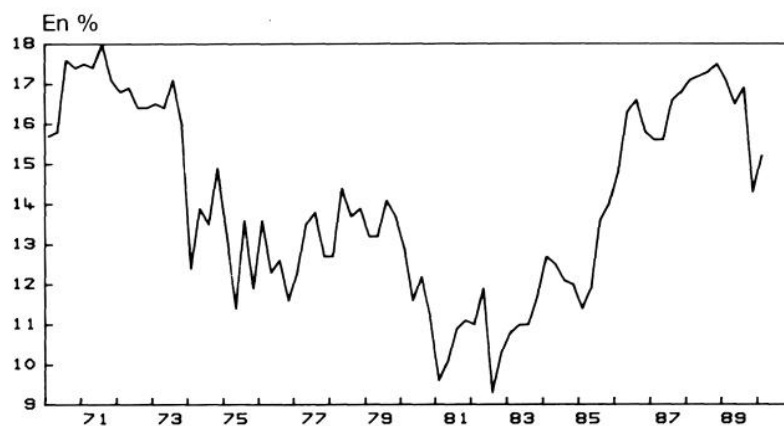
(13) Centrale de bilans de la Banque de France : « La situation du système productif en 1989 », août 1990.



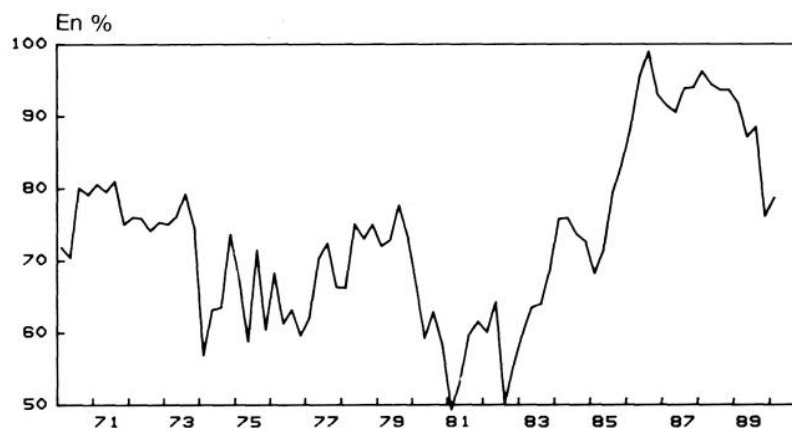
6. Part des salaires dans la valeur ajoutée des entreprises



7. Part des intérêts nets dans la valeur ajoutée des entreprises



8. Taux d'épargne des entreprises (épargne / valeur ajoutée)



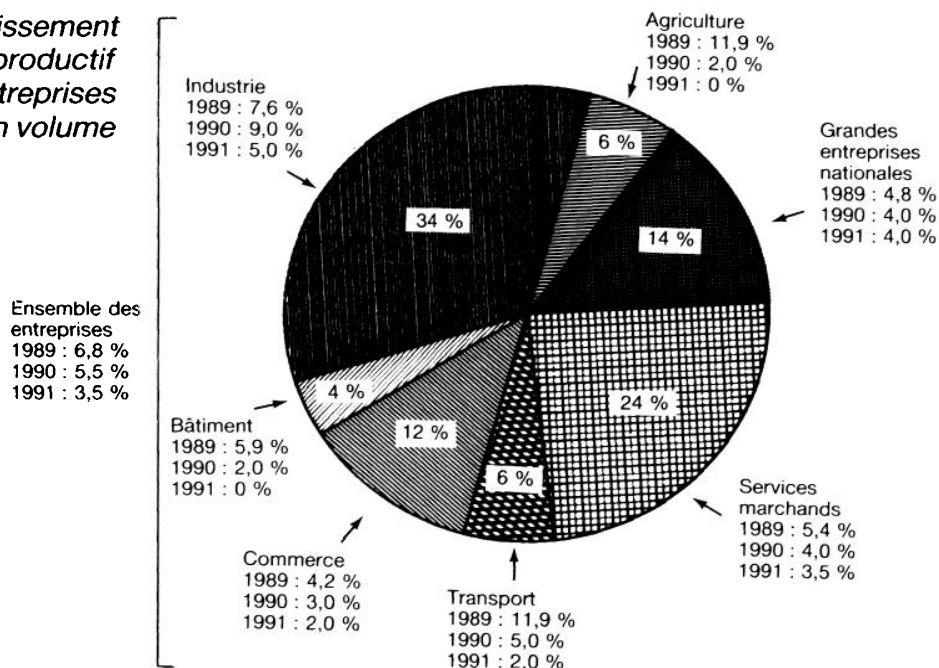
9. Taux d'autofinancement des entreprises (épargne / investissement)

Source : INSEE.

dans les grandes entreprises. La hausse des budgets d'acquisition d'actifs s'est surtout traduite par une inflexion de la structure des ressources externes, la contribution des groupes et associés au financement des emplois ayant baissé, en faveur des emprunts auprès du système bancaire, sur les marchés obligataire et monétaire.

Dans un contexte de forte demande, la croissance de l'endettement n'apparaît pas comme un obstacle au développement des dépenses car les profits futurs viendront faciliter les remboursements. Il est alors primordial de développer l'activité pour préserver les parts de marché, même au prix d'un endettement croissant. Mais un tel comportement ne peut être prolongé dans la conjoncture actuelle. On note déjà en 1990 une attitude plus prudente des entreprises en matière de financement. Le ralentissement des dépenses d'équipement est donc probable en 1991 (graphique 10) car se combineront un ralentissement de la demande, un financement externe rendu plus difficile sur le marché boursier et sur le marché obligataire, et une montée des incertitudes internationales.

10. Investissement productif des entreprises en volume



Les pourcentages situés à l'intérieur du diagramme indiquent la part de chaque secteur dans l'investissement total en 1989. Les pourcentages situés à l'extérieur du diagramme indiquent les évolutions en francs constants.

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

Les embauches seront freinées et la politique salariale plus restrictive dans le secteur privé

L'attitude des entreprises se modifiera également en matière d'emploi et de politique salariale. Les effectifs du secteur marchand non agricole ont continué de croître rapidement au premier semestre (de

l'ordre de 1 %), y compris dans l'industrie, où la productivité s'est contractée en deçà de 1 % l'an en rythme annuel. Un ralentissement des embauches est donc certain. Il pourra être d'autant plus rapide que les nouvelles formes d'emploi (CDD, intérim) facilitent l'adaptation des effectifs au niveau désiré. La flexibilité avait accéléré le rythme des embauches dans la phase de montée du cycle ; elle accélèrera la compression de l'emploi au cours des trimestres à venir. Le début de consolidation des embauches qu'on pouvait percevoir en 1989 et qui a dû se poursuivre au début de 1990 est encore trop ténu pour contrecarrer cette tendance.

L'emploi salarié non agricole pourrait stagner (en glissement) en 1991 après une croissance de 1,5 % en 1990. Dans l'industrie, il fléchirait même d'un peu plus de 2 % après une progression de 0,3 %. En moyenne, les effectifs industriels reculeraient de 1,3 % en 1991 après une progression de 0,7 % en 1990 et 0,3 % en 1989. La productivité progresserait alors de 3,2 % après une très faible croissance en 1990 (à peine 1 %).

La croissance de la masse salariale dans le secteur privé sera plus faible l'an prochain (5 %) que cette année (7 %), en raison surtout de l'évolution des effectifs. Mais la distribution des salaires individuels sera affectée, tout comme l'emploi, par l'attentisme des entreprises. Les augmentations individuelles, qui tenaient de plus en plus de place dans les rémunérations seront plus parcimonieuses. Déjà les profits escomptés par les entreprises pour 1990 sont revus en baisse. Les primes de fin d'année et l'intéressement aux résultats de 1990 versé en 1991 en subiront les conséquences. Les augmentations générales conventionnelles devraient également être ralenties, peut être même dès la fin de 1990. Il apparaît en effet que, depuis quelques années, les accords de branches fixent le principal relèvement des salaires au premier semestre et prévoient le versement du solde en fin d'année en fonction de la hausse des prix, des résultats de l'entreprise et du climat général. En 1989, à la différence des années précédentes, les revalorisations du second semestre ont été plus fortes⁽¹⁴⁾. Cela ne se renouvelera pas. Toutefois, les déséquilibres persistants entre l'offre et la demande de main-d'œuvre qualifiée conduiront à maintenir une politique salariale favorable aux professions les plus recherchées.

Il est donc peu probable que les augmentations générales conventionnelles soient amputées au delà de 1 % en francs courants en 1991. Les gains de pouvoir d'achat des salaires individuels (toutes formes de rémunération confondues) seront ainsi freinés, sans disparaître.

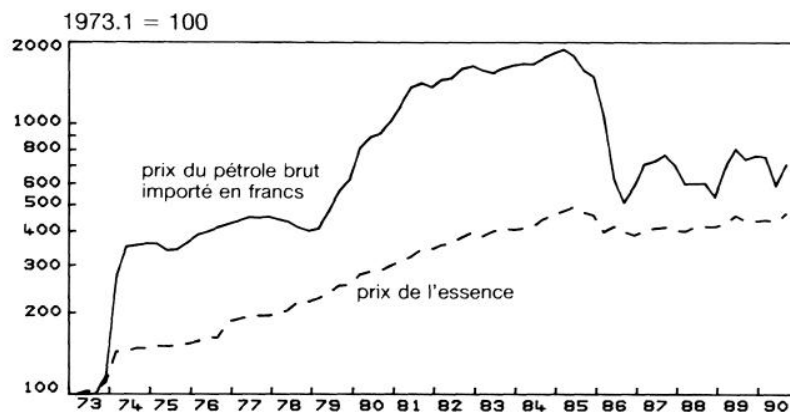
Un dérapage inflationniste est peu probable

Une évolution inverse est anticipée pour les glissements et les moyennes, du fait de profils contrastés. La baisse des prix du pétrole anticipée dans cette prévision à partir du printemps 1991 sera rapide-

(14) Les salaires dans le secteur privé à la mi-1990, premières synthèses, n° 7, septembre 1990, Ministère du Travail.

ment répercutée sur les prix de l'essence. D'où une chute en glissement annuel en 1991, presque de même ampleur que l'envolée de 1990. L'importance des taxes dans les prix du litre d'essence (68,6 % pour le super carburant en juillet 1990) fait que les variations du coût en francs du pétrole brut importé ne se répercutent que partiellement sur le prix de l'essence à la pompe (graphique 11). C'est vrai à la hausse, comme à la baisse. Entre le premier trimestre 1973 et le deuxième trimestre 1990, les coûts du brut importé avaient été multipliés par 5,9 et ceux de l'essence par 4,4.

11. Prix du pétrole importé et prix de l'essence



Source : INSEE.

La hausse des prix hors énergie se maintiendrait à 3,4 % cette année et l'an prochain. Le ralentissement des prix alimentaires serait compensé par des hausses plus soutenues dans les services privés et la santé. La modération des coûts salariaux des entreprises, la rechute attendue des cours des matières premières une fois passée la phase spéculative, et une concurrence accrue des produits importés due à la baisse du dollar et au contexte d'intensification de la concurrence limiteront la hausse des prix des produits industriels malgré l'enchérissement de leurs consommations intermédiaires énergétiques.

L'indice d'ensemble progresserait de 4,2 % en 1990 puis de 2,1 % en 1991 en glissement (décembre/décembre). En moyenne la hausse serait de 3,5 puis 3 %.

Le freinage de la consommation des ménages sera atténué par une moindre épargne

Une décélération du revenu disponible réel est probable en 1991 en raison du ralentissement de la masse salariale et de la hausse des prélèvements.

Le ralentissement de la masse salariale provient essentiellement de celle du secteur privé. Dans la Fonction publique, la non reconduction cette année de la prime de croissance accordée à la fin de 1989 et les faibles hausses générales ont déjà induit une décélération en 1990. Elle ne serait pas intensifiée en 1991 selon les premiers documents budgé-

taires : la rénovation de la grille indiciaire, dont le coût peut être estimé à un milliard de francs en 1990, soutiendra l'an prochain la croissance de la masse salariale (40 milliards de francs sont prévus en 7 ans).

L'instauration de la contribution sociale généralisée au 1^{er} janvier 1991 (1,1 % sur tous les revenus) et une progression encore rapide des impôts sur les revenus calculés sur les ressources de 1990 se combineront pour alourdir le poids des prélèvements (tableau 5). Même si un partage plus défavorable à l'épargne est opéré, les dépenses de consommation, qui augmentent encore en 1990 au rythme de 3 % l'an, seront quelque peu freinées l'an prochain. La consommation de produits industriels en sera tout particulièrement affectée, d'autant que s'inverse déjà le cycle des biens durables (automobile). Les achats de logements seraient les plus atteints par la baisse du taux d'épargne. Cela confirmerait le repli des mises en chantier (- 11 % au premier semestre 1990).

5. Croissance du revenu réel des ménages

En pourcentage

	1989	1990	1991
Excédent brut d'exploitation	5,5	3,6	3,1
Salaires nets	1,8	2,8	2,6
dont :			
Salaires bruts	2,8	2,8	2,0
Cotisations	8,2	3,4	- 1,1
Prestations sociales	2,6	2,7	2,5
Revenus de la propriété et de l'entreprise (nets)	10,4	13,7	6,5
Impôts sur le revenu et le patrimoine	2,3	1,7	13,8
Revenu disponible réel	3,3	3,6	2,0
Prix à la consommation (296 postes)	3,5	3,5	3,0

Les salaires nets progressent davantage que les salaires bruts en 1990 du fait de certaines cotisations sociales. La «cotisation sociale généralisée» est prélevée sous forme d'impôts.

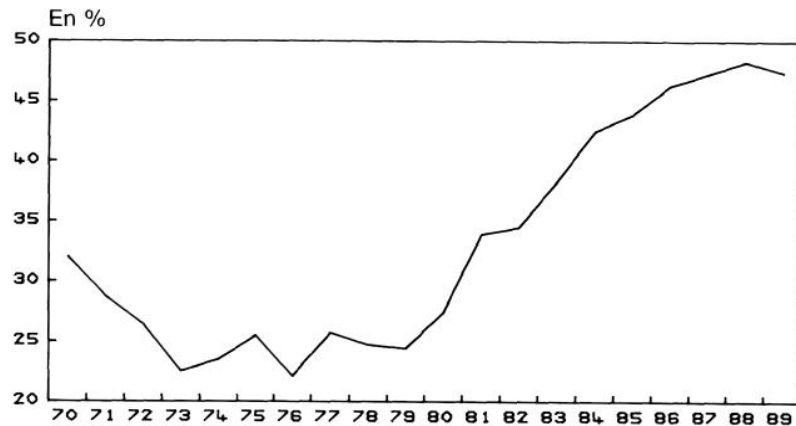
Sources : INSEE, prévisions OFCE.

Le déficit des paiements courants restera modéré malgré l'enchérissement de la facture énergétique

La hausse du prix du pétrole brut envisagée dans cette prévision se traduira sur la facture énergétique française de façon décalée car les prix du gaz, fixés par contrats pluri-annuels, évoluent comme ceux du pétrole avec quelques trimestres de retard. Le renchérissement du prix de l'énergie, en francs, sera donc dans un premier temps plus atténué que celui du pétrole brut mais il sera plus durable et se poursuivra au moins jusqu'à la mi-91. Les volumes d'importation ne peuvent guère

être comprimés à court terme. La sécheresse et divers incidents dans les centrales nucléaires empêchent de substituer l'électricité au pétrole. Déjà en 1989 le taux d'indépendance énergétique a diminué d'un point (graphique 12). Même en supposant un hiver doux, et donc une croissance modérée des importations, la facture énergétique s'élèverait à près de 100 milliards cette année et près de 120 l'an prochain.

12. Taux d'indépendance énergétique ⁽¹⁾



(1) Production nationale/consommation d'énergie primaire

Source : Observatoire de l'énergie.

La symétrie habituelle entre le creusement du déficit de l'énergie et l'amélioration du solde industriel ne peut être escomptée à l'horizon de cette prévision. La hausse des revenus pétroliers des pays producteurs est certes importante, mais les marchés d'exportation ne s'élèveront pas proportionnellement à cause, d'une part, de l'hésitation des bénéficiaires à s'engager sur des commandes de grands contrats de biens d'équipement et, d'autre part, de l'embargo. En revanche les ralentissements des importations des pays développés et des pays de l'Est accentueront la concurrence, déjà sensible cette année, entre fournisseurs : c'est une situation d'autant moins propice aux exportateurs français que le franc, comme les autres monnaies européennes, est surévalué vis-à-vis du dollar et du yen. Les performances de l'aéronautique devraient cependant s'améliorer après le retard pris à partir de mai 1990 en raison de la grève de British Aerospace. A l'inverse, les ventes d'armes seront comprimées à court terme. En volume les exportations industrielles progresseraient de 3 % en 1991 après 5 % en 1990 et 9,7 % en 1989. Les importations se ralentiraient également du fait de moins bonnes perspectives d'investissements et d'une moindre formation des stocks (+ 4 % après 7,5 % et 9,8 %). Le déficit industriel se creuserait peu cette année mais s'amplifierait d'une dizaine de milliards l'an prochain.

Dans le secteur agro-alimentaire la stabilisation de l'excédent à son niveau de 1989 serait déjà une excellente performance. Elle est possible car les récoltes de 1990 sont bonnes. Seules les céréales de la fin de l'été (en particulier le maïs) ont été affectées par la sécheresse et la chaleur. La concurrence à l'exportation sera cependant rude, la production américaine de blé s'étant accrue de plus de 30 %.

6. Soldes extérieurs

Milliards de francs courants

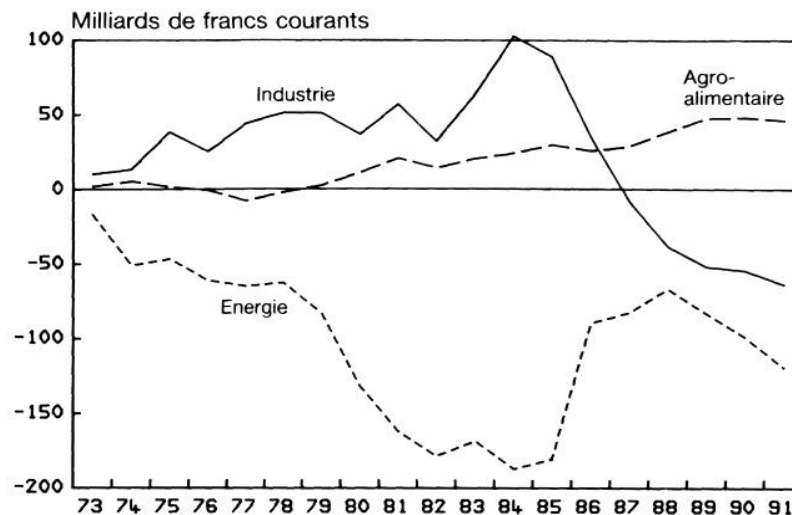
	1986	1987	1988	1989	1990	1991
					prévision	prévision
Agro-alimentaire	26,1	29,2	39,3	48,2	48,6	46,5
Energie	- 89,5	- 82,1	- 66,5	- 83,2	- 99,0	- 118,9
Produits manufacturés :						
- y compris matériel militaire	35,4	- 7,4	- 38,2	- 51,9	- 54,5	- 63,5
- hors matériel militaire	1,2	- 34,3	- 62,8	- 79,2	- 74,5	- 78,5
Solde FAB/CAF	- 27,9	- 60,8	- 65,5	- 86,9	- 105,0	- 135,9
Solde FAB/FAB (1)	- 0,4	- 31,6	- 32,5	- 44,8	- 56,5	- 83,5

(1) Les importations FAB sont inférieures aux importations CAF de 3,1 % en 1988 ; 3,5 % en 1989 ; 3,7 % en 1990 et 1991.

Sources : Douanes, INSEE, prévisions OFCE.

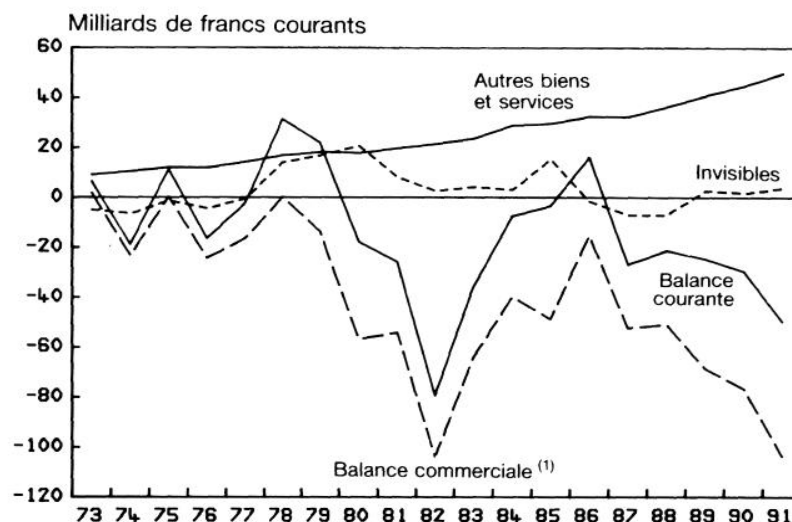
Le déficit FAB/FAB atteindrait alors 56 milliards cette année et 84 milliards l'an prochain (tableau 6 et graphique 13). Malgré ce creusement, le déficit des paiements courants resterait modéré : il passerait de 0,5 % à 0,7 % du PIB. Plusieurs tendances inverses concourent à stabiliser les soldes des invisibles : sorties supplémentaires liées à la rémunération des flux croissants de capitaux investis en France, gonflement du déficit des transferts qui traduit des abandons de créances sur les pays en développement, progression continue des recettes touristiques même si elle est beaucoup moins forte qu'en 1989 (graphique 14).

13. Soldes commerciaux par produits (FAB/CAF)



Sources : INSEE, prévisions OFCE.

14. Balance courante



(1) Au sens de la balance des paiements (y compris DOM-TOM)

Sources : Banque de France, prévisions OFCE.

Le budget sera modérément restrictif...

Le projet de la Loi de finances pour 1991 n'apparaît pas très restrictif, même s'il fixe une croissance des dépenses (+ 4,8 %) sensiblement inférieure à celle du PIB en valeur (+ 5,4 %).

Afin de réduire le déficit budgétaire (ramené de 90,2 à 80,2 milliards), l'augmentation des recettes doit atteindre 5,1 %. Cela limite les allègements d'impôts à 8,5 milliards. Les prélèvements nets sur les ménages baissent de 1,9 milliard : réduction du taux majoré de TVA de 25 à 22 % et de la TVA sur la redevance audiovisuelle de 5,5 % à 2,1 % (- 6,9 milliards) ; alourdissement de l'impôt sur la fortune (+ 0,7 milliard) et de la fiscalité des professions libérales (+ 0,8 milliard) ; diminution de la déduction forfaitaire sur les revenus fonciers (+ 1,8 milliard) ;

dégrèvement de taxe d'habitation plus restrictif (+ 0,7 milliard) ; suppression de l'exonération des plus-values sur cessions de titres non cotés (+ 1 milliard). Les entreprises bénéficient de 5,4 milliards d'allègements nets d'impôts : diminution de 37 à 34 % de l'impôt sur les sociétés pour les bénéficiaires réinvestis (- 5,4 milliards) ; suppression des rémanences de TVA sur le gazole et le fioul lourd (- 1,5 milliard) ; hausse de 19 à 23 % du taux d'imposition des plus-values financières (+ 2,4 milliards) et divers allègements (- 0,9 milliard). A cela s'ajoute la réduction de l'indexation de la taxe intérieure sur les produits pétroliers (- 1 milliard) qui profite aux ménages et aux entreprises.

La croissance encore soutenue des dépenses s'explique essentiellement par l'alourdissement de la dette (+ 9,1 %), la progression de la masse salariale (près de 11 500 créations de postes) et la concrétisation des priorités retenues : éducation (+ 9 %), formation (+ 8 %), logement social (+ 5,4 %), recherche (+ 7,3 %), justice (+ 12,4 %), RMI (+ 21,8 %). En contrepartie le budget de la Défense n'augmenterait que de 3,3 %.

... et la politique monétaire contrainte

Les agrégats monétaires ne devraient guère s'écarter de leur tendance récente. Un développement moins rapide du Plan d'épargne populaire ainsi qu'un appel au crédit de la part des entreprises accentué par le tarissement des marchés financiers, soutiendront la croissance de la masse monétaire. La détente des taux d'intérêt attendue pour la deuxième moitié de l'année 1991 renforcerait alors les agrégats les plus étroits et le marché obligataire, au détriment des agrégats élargis tels que M3 et L. A l'inverse, le ralentissement de la croissance économique et la constitution d'avoirs en francs à l'étranger par les résidents limiteront l'expansion monétaire. Celle de M2 serait plus élevée qu'au premier semestre 1990 où elle fut exceptionnellement faible. Elle atteindrait 3 à 4 %. Le crédit intérieur total, s'il s'est ralenti en juin (+ 11,3 % en un an après 12,4 % en mars) croît encore fortement ; les crédits aux sociétés progressent rapidement à l'inverse des crédits aux ménages qui décèlent. Les émissions d'obligations freinent la progression des financements : sur les huit premiers mois de 1990 les émissions brutes reculent de 8 % par rapport à la période correspondante de 1989 et les règlements nets sont négatifs de 25,8 milliards contre + 30 milliards en 1989. Au total les financements mis à disposition de l'économie sont et resteraient toujours abondants, mais coûteux.

Les taux d'intérêt à court terme ont baissé au début de 1990. Ils ont ensuite progressé d'environ un point de mai à septembre, ne se stabilisant qu'en juillet. Les taux longs se sont tendus jusqu'à la fin de février puis ont reculé en mars. La détente de juillet, après la légère progression de mai et juin fut suivie d'une forte montée en août et septembre (respectivement de 0,75 et 0,5 point). L'écart entre les taux à dix ans français et allemands, revenu de 2 à 0,5 point en mai, était porté à 0,75 point début août et 1,6 point fin septembre. La situation économi-

que relative des deux pays ne justifie pas a priori un tel écart. Celui-ci se trouve alimenté par les anticipations pessimistes des investisseurs, en particulier étrangers, qui s'appuient sur la sensibilité inflationniste de la France lors des chocs pétroliers passés. Tant que la démonstration d'une résistance accrue à l'inflation n'est pas apportée, celui-ci continuera de s'élargir. Il ne pourra donc se rétrécir avant le second trimestre de 1990. Les taux longs français suivraient tout d'abord la remontée des taux longs allemands stimulée par la hausse de l'inflation anticipée. Les taux courts progresseraient aussi. Le dénouement de la crise du Golfe, le ralentissement de l'inflation, plus prononcé en France qu'outre Rhin autoriserait alors une baisse des taux français plus forte qu'en Allemagne. L'écart des taux pourrait s'annuler, voire devenir négatif au quatrième trimestre 1991.

La croissance serait ralentie surtout en 1991

L'activité peut être soutenue à la fin de 1990 par un stockage de matières premières et de biens intermédiaires, lié aux incertitudes internationales. En retour la résorption de ces stocks en 1991, combinée avec de moindres besoins en raison du ralentissement d'activité, amputera la croissance. Qui plus est, le retour du prix du pétrole vers son prix d'équilibre, dans l'hypothèse d'un règlement du conflit, ajoutera encore à l'affaiblissement du stockage vers la fin de 1991, dans l'attente de prix en baisse.

Le pessimisme de cette prévision pourrait être accentué s'il advenait qu'une politique économique pro-cyclique soit conduite. Au vu des informations actuellement disponibles, ce n'est pas le cas. Mais il n'est pas exclu qu'il y ait davantage de restrictions budgétaires en cours d'année.

L'année 1991 s'annonçait déjà, dans notre précédente prévision d'avril 1990, comme une pause cyclique, nécessitée par le retard d'ajustement des capacités de production à la demande. Le mini choc pétrolier a pour effet essentiel de précipiter le ralentissement à un moment où les tensions commençaient à se réduire. Sa nature temporaire ne doit pas en masquer le coût : moindres profits pour les entreprises donc endettement supplémentaire, qui contrevient à l'assainissement des bilans, pause du pouvoir d'achat des salariés, et surtout chômage accru qui vient annuler les gains récemment obtenus sur ce front. En contrepartie les séquelles en apparaissent a priori faibles et le retard d'investissement, qui y sera associé, semble peu à même d'entraver la reprise qui s'ensuivra, une fois la pause achevée.

Si cette estimation modérée exclut toute radicalisation du conflit, elle écarte aussi toute détérioration conséquente des systèmes financiers des deux pays, qui ont été tour à tour, grâce à leur excès d'épargne, les principaux pourvoyeurs de fonds de l'économie mondiale. Il est admis à présent que les Etats-Unis ne peuvent plus compter sur leur seule croissance pour éponger leurs dettes internes et externes. Le mieux que l'on puisse espérer pour eux est qu'ils ne les aggravent

pas par une politique inconsidérée ou des investissements improductifs. Le Japon, à son tour, éviterait les limites d'une stratégie combinant à la fois la stimulation de la demande interne, la délocalisation des productions, l'accumulation d'actifs étrangers et la rénovation de ces équipements collectifs.

Il lui faudra rapidement faire des choix faute de quoi l'efficacité remarquable de son économie risque d'être remise en cause. Le risque est grand qu'il le fasse trop brusquement au détriment des sorties de capitaux auxquelles les pays destinataires, dont le nôtre récemment, se sont habitués. Les besoins de provisionnement de son système financier peuvent l'y inciter fortement. Souhaitons que le souci de la coordination internationale l'amène à répartir l'effort d'ajustement sur les plans interne et externe. En tout état de cause ceci ne peut qu'inciter l'Europe, et en particulier la France, à modérer ses besoins de financement extérieur.

Achévé de rédiger le 3 octobre 1990.

7. Principales hypothèses d'environnement international et résumé des prévisions

	Trimestres												Années		
	1989				1990				1991				1989	1990	1991
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Prix du pétrole Niveau en dollars	17,4	18,5	17,6	19,0	19,5	16,8	25,5	35	32	27	22	19	18,1	24,2	25
Taux de change 1 \$ = x.DM	1,85	1,94	1,92	1,81	1,70	1,68	1,59	1,60	1,60	1,55	1,50	1,50	1,88	1,64	1,54
1 \$ = x.Yen	128	138	142	143	148	155	145	145	140	137	135	130	138	148	135
1 £ = x.DM	3,23	3,14	3,06	2,87	2,85	2,81	2,97	2,90	2,80	2,80	2,80	2,80	3,08	2,88	2,80
Taux d'intérêt à court terme, nominaux, % (a)															
Etats-Unis	8,5	8,4	7,8	7,7	7,8	7,7	7,5	7,7	7,7	7,2	7,0	6,8	8,1	7,7	7,2
Japon	4,2	4,3	4,8	5,6	6,2	6,8	7,2	8,0	8,3	8,5	8,3	8,0	4,8	7,1	8,3
RFA	6,3	6,8	7,2	8,2	8,4	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,2	8,0	7,1	8,3	8,2
Taux d'intérêt à long terme, nominaux, % (a)															
Etats-Unis	9,1	8,7	8,2	7,9	8,4	8,7	8,9	9,0	9,0	8,8	8,5	8,0	8,6	8,7	8,6
Japon	4,6	5,0	5,0	5,7	7,0	7,0	7,5	8,2	8,5	8,5	8,5	8,2	5,1	7,4	8,4
RFA	6,9	7,0	6,9	7,4	8,5	8,9	9,1	9,3	9,3	9,3	9,1	8,8	7,1	9,0	9,1
Prix à la consommation (b)															
Etats-Unis (cvs)	5,3	6,1	2,8	3,6	8,2	4,1	8,2	10,0	4,9	3,6	3,6	3,2	4,7	6,0	5,8
Japon (non cvs)	- 2,0	9,8	0,4	2,7	0,8	5,8	4,3	6,0	6,0	4,0	2,8	2,8	2,3	3,4	4,8
RFA (cvs)	4,0	4,0	1,2	3,1	2,7	1,9	3,4	4,5	4,1	3,5	3,5	3,5	2,8	2,7	3,7

	Trimestres												Années		
	1989				1990				1991				1989	1990	1991
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Cours des matières premières industrielles en \$ (b)	9,4	- 15,7	- 6,5	- 2,6	5,9	16,8	31,5	0	- 9,5	- 18,5	- 19,5	- 5,0	2,3	5,5	- 5,5
Importations de produits manufacturés en volume cvs (b)															
Comecon	19,7		5,4		- 9,0		- 20,0		- 10,0		- 2,0		14,2	- 8,4	- 10,6
Pays industriels	9,4		3,5		4,5		2,5		1,2		4,2		7,5	4,0	2,3
PVD	6,3		5,5		5,0		- 4,2		2,5		9,5		7,0	5,2	5,0
Total monde	9,2		4,0		4,0		0,5		1,2		5,0		7,6	3,5	2,0
Total monde dans l'optique France	10,5		4,0		4,5		2,2		2,8		5,0		8,7	5,8	3,3
Solde des balances courantes, cvs, en \$, en rythme annuel (a)															
Etats-Unis	- 112		- 109		- 89		- 110		- 115		- 105		- 110	- 100	- 110
Japon	- 62		52		41		45		46		54		57	43	50
RFA	58		48		54		38		26		30		53	46	28

(a) Moyenne sur la période.

(b) Période / période précédente, rythme annuel, en %.

Sources : Pétrole et taux de change : relevé des cotations quotidiennes. Taux courts : Bons du Trésor à 3 mois aux Etats-Unis, Fibor à 3 mois en RFA, Gensaku à 3 mois au Japon. Taux longs : Bons du Trésor à 30 ans aux Etats-Unis, obligations du secteur public en RFA et au Japon. Matières premières : indice de Hambourg. Importations mondiales : calculs OFCE à partir OCDE, série A et sources nationales. Inflation et balances courantes : sources nationales. Prévisions : OFCE.

8. Etats-Unis

Equilibre des biens et services en volume (au prix de 1982)	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent (*)															
	Niveau en 1988 Unité : Milliards de dollars 1982		1988		1989		1990		1991		1988	1989	1990	1991		
	S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2
Consommation des ménages	2606,5	2,0	1,6	0,5	1,2	0,2	0,2	- 0,6	- 0,3	0,7	3,6	1,9	0,5	- 0,2		
Consommation publique	780,6	- 1,3	1,3	1,5	0,3	1,9	4,2	1,9	1,4	0,2	2,3	4,1	4,7			
FBCF totale	682,1	3,1	1,2	0,9	0,2	0,2	- 2,9	- 1,3	2,5	5,6	1,6	- 1,1	- 1,6			
dont : - Logement	194,9	- 0,8	0,9	- 2,4	- 4,1	1,4	- 6,7	- 0,8	4,8	- 0,8	- 4,0	- 4,0	- 1,9			
- Productive	487,2	4,7	1,4	2,2	1,9	0,1	- 1,8	- 1,5	1,7	8,3	3,9	0,1	- 1,6			
Exportations de biens et services	534,7	10,6	3,9	7,3	3,0	3,9	0,6	1,7	1,3	18,3	11,0	5,7	2,6			
Importations de biens et services	610,6	1,3	3,8	2,4	3,3	0,8	- 0,9	- 1,3	1,2	7,1	6,0	2,0	- 1,1			
Variations des stocks en milliards de dollars de 1982	23,6	24,0	23,3	25,8	21,8	7,2	21,0	10,0	12,5	23,6	23,8	14,1	11,3			
PNB	4016,9	2,5	1,4	1,4	0,7	0,6	0,5	0,2	1,2	4,5	2,5	1,2	1,0			
Prix à la consommation		1,8	2,2	2,6	1,9	3,0	3,8	2,9	1,7	4,0	4,7	6,0	5,8			
Solde courant en % du PNB		- 2,7	- 2,6	- 2,2	- 2,1	- 1,6	- 2,0	- 2,0	- 1,8	- 2,6	- 2,1	- 1,8	- 1,9			

(*) A l'exception des lignes «variations des stocks» et «solde courant».

Sources : Département du commerce américain et prévisions OFCE.

9. RFA

Equilibre des biens et services en volume (au prix de 1980)	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent													
	1988		1989		1990		1991		1988	1989	1990	1991		
	S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2						
Niveau en 1988 Unité : Milliards de DM 1980														
Consommation des ménages	0,9	1,2	0,7	0,8	3,5	0,5	2,0	1,6	2,7	1,7	4,2	3,1		
Consommation publique	1,0	1,3	- 1,2	- 0,5	2,2	0,5	1,5	1,5	2,3	- 0,9	2,2	2,5		
FBCF totale	1,9	0,7	7,8	- 1,9	11,3	- 3,7	5,5	4,1	5,1	7,1	8,2	5,6		
- Equipement	4,6	3,4	5,6	4,4	8,6	0,0	5,5	2,5	7,5	9,7	10,9	6,8		
- Bâtiment	-0,1	- 1,4	9,5	- 6,8	13,8	- 6,8	5,5	5,5	3,3	5,0	6,0	4,6		
Exportations de biens et services	2,0	3,5	10,0	- 0,7	6,7	0,4	3,5	2,5	5,7	11,5	6,5	5,0		
Importations de biens et services	2,7	3,0	5,9	2,5	5,9	2,9	3,5	2,0	6,0	8,8	8,8	6,0		
Variations des stocks en milliards de DM en 1980	5,6	9,7	5,1	17,4	4,0	18,0	10,5	10,0	15,3	22,5	22,0	20,5		
PNB	1,5	1,8	2,8	0,2	3,7	0,3	1,9	2,3	3,7	3,9	3,9	3,2		
Prix à la consommation	0,5	0,9	1,7	1,2	1,3	1,6	2,0	1,7	1,3	2,8	2,7	3,7		
Solde courant en % du PNB	3,9	4,4	5,1	4,2	3,8	2,5	1,6	1,7	4,1	4,6	3,2	1,6		

Sources : Bundesbank, prévisions OFCE.

10. Royaume-Uni

Equilibre des biens et services en volume (au prix de 1985)	Niveau en 1988 Unité : Millions de livres 1985	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent (*)											
		1988		1989		1990		1991		1988	1989	1990	1991
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	259 877	3,2	2,8	2,1	0,6	2,4	0,5	- 0,9	0	7	3,8	2,9	- 0,7
Consommation publique	76 440	- 0,3	- 0,3	0,5	1,2	0,1	0,4	0,2	0	0,4	0,9	0,9	0,5
FBCF totale	76 099	6,8	6,3	1,6	- 0,7	2,2	- 5,7	- 2,9	1	13,7	4,4	- 1	- 3
- Logement	14 773	6,8	1,4	- 3,2	- 2,6	- 18,5	- 19,4	- 2,6	8,7	7,6	- 5,1	- 27,3	- 9,2
- Productive	61 326	6,9	8,2	2,7	- 0,3	6,6	- 3,5	- 3	0	15,3	6,6	4,6	- 2,1
Exportations de biens et services	113 118	0,1	- 0,6	2,4	4,1	4,5	0,9	1,3	1,9	0,7	4,2	7	2,7
Importations de biens et services	128 278	4,6	7,2	3,9	- 0,8	3,7	- 0,2	- 1,2	0,4	12,6	7,1	3,2	- 1,1
Variations des stocks en millions de livres de 1985	4 316	890	3 426	2 470	628	- 1032	- 600	0	400	4 316	3 098	- 1 632	400
PNB optique dépenses	401 572	1,6	1,8	0,7	1	1,3	- 0,2	0,3	1,2	4,2	2,1	1,7	0,8
Prix à la consommation		2,3	3,7	4,2	3,3	5,1	4,9	3,6	3,1	4,9	7,8	9,4	7,7
Solde courant en % du PNB		- 2,8	- 3,8	- 3,8	- 3,9	- 3,4	- 3,4	- 2,9	- 2,3	- 3,3	- 3,9	- 3,4	- 2,6

(*) A l'exception des lignes «variations des stocks» et «solde courant».

Sources : CSO, prévisions OFCE.

11. Principales prévisions de l'économie française

	1989	1990	1991
<i>En % de variation aux prix de 1980 :</i>			
PIB marchand	3,9	2,9	2,0
Importations	8,3	6,1	4,3
Consommation des ménages	3,2	3,1	2,7
Investissement total	5,6	4,3	2,6
dont :			
— entreprises	(6,7)	(5,1)	(3,5)
— ménages	(2,2)	(1,6)	(- 2,7)
Exportations	11,0	5,0	3,6
Contributions des stocks à la croissance en %	0,3	- 0,1	- 0,3
Demande intérieure totale	3,3	3,3	2,4
Prix à la consommation en glissement (%)	3,6	4,2	2,1
en moyenne (%)	3,5	3,5	3,0
Salaires nets réels (%)	1,8	2,8	2,6
Revenu disponible réel des ménages (%)	3,3	3,6	2,0
Taux d'épargne (%)	12,3	12,9	12,3
<i>En milliards de francs :</i>			
Solde commercial (FAB/FAB)	- 44,8	- 56,5	- 83,5
dont :			
— industrie (FAB/CAF)	- 51,9	- 54,5	- 63,5
Balance des paiements courants	- 24,5	- 29,5	- 49,5
Emploi salarié, en glissement annuel (%)	1,7	1,5	0
Chômage en fin d'année (en millions)	2,50	2,52	2,70
Taux de change \$/F	6,38	5,53	5,15
Taux d'intérêt à court terme (%)	9,4	10,4	9,9
Taux d'intérêt à long terme (%)	8,8	10,1	9,9

Valeur du PIB marchand en 1989 : 5 133 milliards de francs courants.

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

12. Ressources et emplois de biens et services marchands, aux prix de 1980

En %

	Milliards de francs de 1980	Taux de croissance trimestriels												Moyennes annuelles		
		1989				1990				1991				1989	1990	1991
		1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Produit intérieur brut	2 881,8	1,4	0,8	0,7	0,9	0,7	0,5	0,7	-0,8	0,1	0,6	0,6	0,6	3,9	2,9	2,0
Importations	910,5	2,9	1,6	-1,3	5	1,5	0	1,5	1,0	0,8	1,5	1,0	1,0	8,3	6,1	4,3
Consommation des ménages	2 011,7	0,8	0,2	1,3	0,4	1,1	0,5	0,8	0,8	0,4	0,8	0,8	0,7	3,2	3,1	2,7
Consommation des administrations	156,8	-0,8	-0,3	0,3	0,7	1,1	0,9	-0,5	1,3	0	0,3	0,2	0,2	0	2,3	1,3
FBCF totale	755,7	1,7	0,1	1,5	1,2	1,7	0,9	0,4	0,5	0,9	0,7	0,4	0,8	5,6	4,3	2,6
dont : sociétés	415,6	1,4	1,7	1,3	-0,1	2,1	1,5	1,0	1,0	1,0	0,7	0,5	0,5	6,7	5,1	3,5
ménages	194,3	0,4	-2,4	2,1	3,1	0,5	-0,2	-2,5	-1,0	0	-0,5	-0,5	0	3,1	1,6	-2,7
autres (1)	145,7	4,6	-1,1	1,4	2,0	2,0	0,5	1,8	1,5	1,5	2,3	1,2	2,9	7,3	5,8	6,9
Exportations	850,8	7,1	1,9	-2,2	4,9	1,3	-0,5	1,5	1	0,8	0,8	1,0	1,0	11,0	5,0	3,6
Variation des stocks en milliards de francs	17,4	2,2	5,9	3,0	6,4	3,0	3,0	4,0	4,0	1,0	2,0	2,0	1,0	17,4	14,0	6,0
Demande intérieure totale (y compris stocks)	2 941,6	0,3	0,7	0,9	1,1	0,8	0,6	0,7	0,7	0,1	0,8	0,8	0,6	3,3	3,3	2,4

< prévision >

(1) Administrations publiques, assurances, institutions de crédit et administrations privées.

Cette prévision est calée sur les comptes trimestriels de l'INSEE (première estimation des comptes du deuxième trimestre 1990). Une révision en hausse a cependant été faite pour les deux premiers trimestres de 1990. Elle concerne le PIB, l'investissement, les exportations et la variation des stocks.

13. Prix de détail et taux de salaire horaire

	Taux de croissance trimestriels												Années		
	1989				1990				1991				1989	1990	1991
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Glissement des prix	1,0	1,1	0,7	0,7	0,9	0,8	1,4	1,0	0,6	0,6	0,5	0,4	3,6	4,2	2,1
Moyenne des prix	0,8	1,2	0,7	0,8	0,7	0,9	1,0	1,2	0,7	0,5	0,5	0,4	3,5	3,5	3,0
Glissement du taux de salaire horaire	1,3	1,0	1,0	1,1	1,6	1,3	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8	4,4	5,0	3,8

14. Emploi, production, productivité

	Taux de croissance trimestriels												Années		
	1989				1990				1991				1989	1990	1991
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Effectifs industriels	0,2	0,1	0,2	0,3	0,3	0,1	0	-0,1	-0,4	-0,5	-0,7	-0,7	0,3	0,7	-1,3
Production industrielle	1,5	1,2	0,3	0,8	-0,1	0,4	0,6	0,6	0,2	0,5	0,9	0,8	4,0	1,6	2,0
Productivité industrielle	1,3	1,1	0,1	0,5	-0,4	0,3	0,6	0,7	0,6	1,0	1,6	1,5	3,7	0,9	3,2

15. Eléments du compte des ménages

Pouvoir d'achat (1) en %	Taux de croissance trimestriels												Moyennes annuelles		
	1989				1990				1991				1989	1990	1991
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Des salaires bruts	0,6	0,4	0,8	2,4	- 1,1	1,7	0,6	0,1	0,3	0,7	0,5	0,3	2,8	2,8	2,0
Des salaires nets	- 0,4	0,3	0,8	2,6	- 1,3	1,7	0,6	0,1	0,6	0,9	0,7	0,3	1,8	2,8	2,6
Des prestations sociales	1,0	0,5	0,4	1,3	1,3	-0,1	1,2	-0,3	1,3	- 0,2	1,1	0	2,6	2,7	2,4
Du revenu disponible brut	0,1	0,2	1,7	1,5	0,6	0,8	0,9	- 0,3	0,6	0,5	0,8	0,3	3,3	3,6	2,0
Taux d'épargne	11,8	11,8	12,3	13,4	13,0	13,3	13,3	12,4	12,6	12,4	12,4	12,1	12,3	12,9	12,3

(1) Indice des prix des 296 postes.

Les salaires nets progressent davantage que les salaires bruts en 1990 du fait de la suppression de certaines cotisations sociales. La "cotisation sociale généralisée" est prélevée sous forme d'impôts.

16. Taux de change

En %

	1989				1990				1991				Moyennes		
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1989	1990	1991
	< prévision >														
Dollar-franc.....	6,29	6,56	6,51	6,16	5,74	5,65	5,35	5,36	5,36	5,19	5,03	5,03	6,38	5,53	5,15
Mark-franc.....	3,40	3,38	3,38	3,40	3,39	3,37	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,39	3,37	3,35

17. Taux d'intérêt

En %

	1989				1990				1991				Moyennes		
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1989	1990	1991
	< prévision >														
A court terme (1).....	9,0	8,9	9,2	10,5	11,0	10,0	10,2	10,5	10,5	10,2	9,7	9,0	9,4	10,4	9,9
A long terme (2).....	8,9	8,8	8,5	9,0	9,8	9,6	10,1	10,7	11,0	10,5	9,5	8,5	8,8	10,1	9,9

(1) Marché monétaire à 3 mois.

(2) Taux de rendement des emprunts d'Etat (7-10 ans).