

Chronique de conjoncture

Reprises (*)

Les ralentissements conjoncturels qui s'étaient amorcés en 1989 avaient été doublement perturbés : la crise du Golfe les avait amplifiés, la réunification allemande les avait amoindris ou différés dans certains pays européens. Aujourd'hui, le pire est derrière nous. L'année 1992 sera celle des reprises dans la quasi totalité des pays de l'OCDE.

Aux Etats-Unis, il n'y avait plus aucune marge de manœuvre budgétaire et la politique monétaire accommodante ne pouvait pas à elle seule provoquer le redémarrage de l'économie. Il fallait attendre que l'assainissement de la situation financière des entreprises et des ménages soit suffisant pour autoriser un redémarrage des dépenses. C'est à présent chose faite. Au Japon, en revanche, l'apurement d'un surinvestissement fondé sur la spéculation est loin d'être achevé.

Dans bon nombre de pays européens l'assainissement interne a été suffisamment ample pour autoriser une reprise. Le butoir y est d'ordre financier. Il imprimera aux redémarrages européens un caractère saccadé, mais il sera progressivement levé en raison des contraintes qui finiront par peser sur la Bundesbank. En Allemagne même, une quasi-stagnation caractérisera le premier semestre ; ce pays sera l'un des derniers à redémarrer en Europe, mais il évitera néanmoins le sous-emploi qu'ont connu ses partenaires.

En France la reprise attendue pour 1992 tarde à se manifester. En effet, fin 1991, les chefs d'entreprise, inquiets de leurs résultats, ont freiné la production, réduit les effectifs et à nouveau les dépenses d'équipement. Au premier trimestre 1992 des signes de raffermissement de la demande tendent à accréditer l'idée que l'essentiel de l'ajustement physique est réalisé. Cependant la ten-

(*) 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, Thomas Fricke et Christine Riffart, la partie française par Françoise Milewski avec la collaboration de Bruno Coquet, Jean-Marc Daniel, Jacky Fayolle et Hervé Péléraux.

sion monétaire persistante semble faire obstacle aux besoins de liquidité et fragiliser les équilibres financiers.

Seule une détente monétaire négociée à l'échelle européenne peut déboucher sur une croissance française plus satisfaisante qu'en 1991. Celle retenue ici (+ 1,9 % en moyenne annuelle 1992) implique que cette détente, volontaire ou forcée par les événements intervienne d'ici à l'été. Entretemps, les entreprises vont continuer à réduire leurs effectifs. Ensuite, dégageant de nouvelles marges et améliorant leur autofinancement grâce à une productivité accrue et à la baisse des taux d'intérêt, elles vont se remettre à investir. Après une baisse en 1992, les dépenses d'équipement devraient s'accroître de 5 % en 1993 ; les capacités de production cesseront alors d'être sous-utilisées.

La croissance, modérée, du revenu des ménages sera surtout liée à celle des prestations sociales. Forte contrainte sur les salaires, chômage élevé et dépenses de santé en augmentation vont une nouvelle fois poser le problème de l'équilibre des comptes des régimes sociaux et rendre inévitable une hausse des prélèvements. L'accélération de la consommation reposera pour moitié sur la baisse du taux d'épargne qui pourrait atteindre 0,8 point en deux ans.

Le regain de compétitivité française contribuera à la reprise et limitera le creusement du déficit extérieur. Le déficit des paiements courants demeurera proche de 0,5 % du PIB sur la période 1992-1993. La reprise ira en s'amplifiant en 1993 où la croissance pourrait atteindre 3,5 % mais n'empêchera pas le chômage de s'étendre. Les 3 millions de demandeurs d'emplois seront proches.

Aucune des nations industrialisées ne peut se targuer aujourd'hui d'être dans une phase de croissance économique rapide. La première économie mondiale s'engage tout juste dans la reprise, les deux suivantes sont encore dans une phase de ralentissement prononcé. Dans ces conditions les pays européens de taille moyenne ne sont pas seulement privés de locomotives extérieures, ils sont semble-t-il franchement freinés dans leur redémarrage. Il ne faut pas pour autant dresser un tableau sombre de l'année 1992. A bien des égards le pire est derrière nous. Des risques existent, assurément, mais le plus vraisemblable est que les reprises s'échelonnent tout au long de l'année, en commençant par les Etats-Unis.

Les incertitudes majeures communes à tous les pays industrialisés

Au fond, pourquoi y a-t-il eu récession ?

Après la longue période de récession des premières années quatre-vingt, en partie due au second choc pétrolier, les économies industrialisées s'étaient engagées dans la voie de la reprise dans le courant de 1983. La croissance avait marqué des signes d'essoufflement fin 1985. Ce retournement avait affecté aussi bien les PIB (ou PNB) dans leur ensemble que la seule production industrielle, dont les fluctuations sont plus marquées. Les appréciations portées par les entreprises sur leur situation sont plus marquées encore. Elles varient toujours dans le même sens que l'activité, avec une légère avance et une plus grande ampleur : elles présentent donc l'avantage d'offrir un miroir grossissant, ce qui est utile même pour l'analyse du passé. Elles montrent clairement que dans la plupart des pays un ralentissement marqué, voire une franche récession, s'annonçait au début de 1986 (graphique 1).

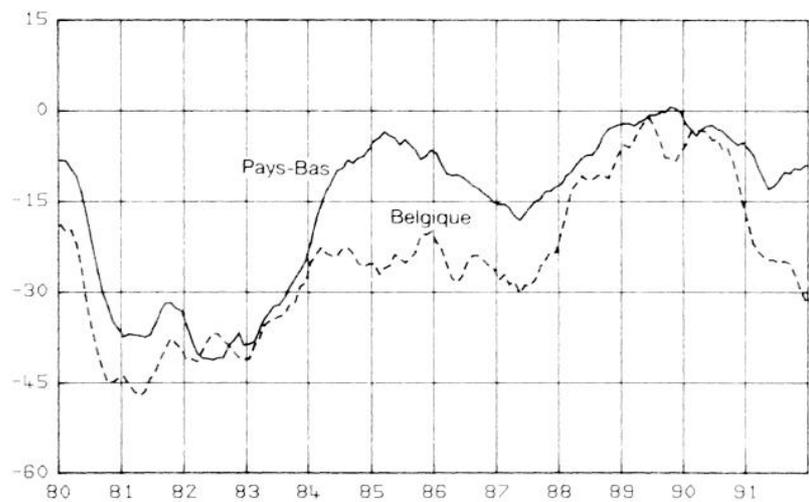
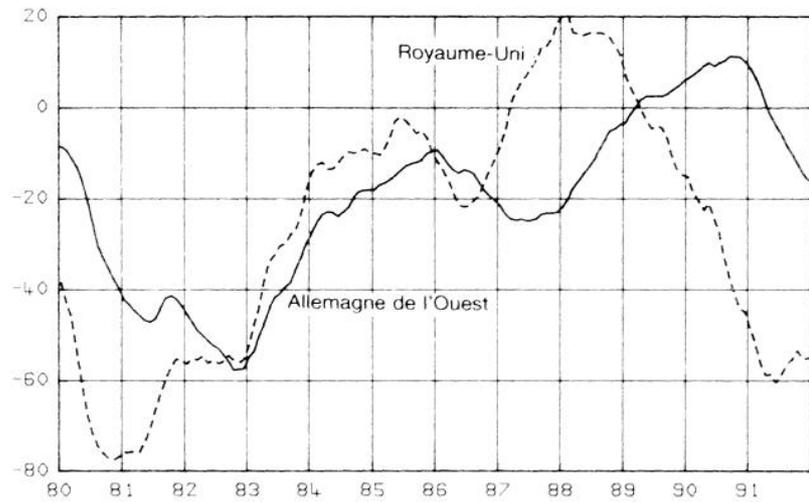
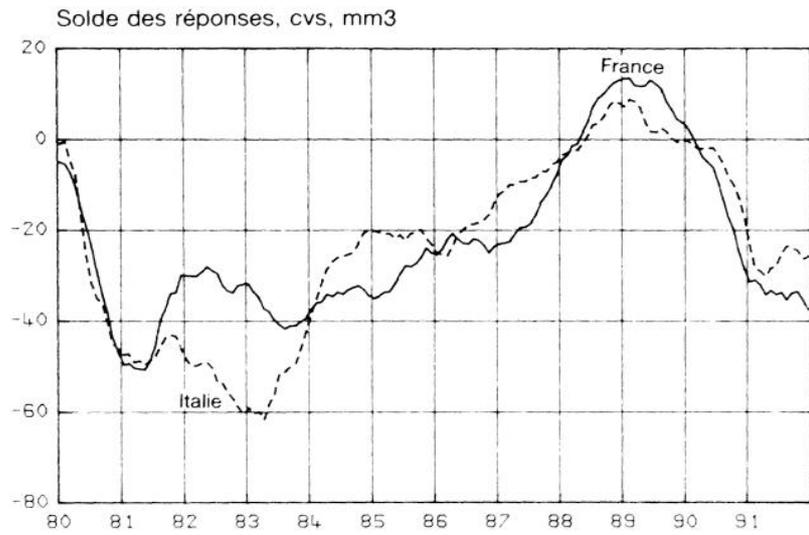
Cette évolution n'est pas allée à son terme : le contre-choc pétrolier a empêché les mécanismes cycliques de produire leurs effets habituels. En conséquence, l'apurement de la situation, traditionnel en phase de basse conjoncture, n'a pas eu lieu. C'est l'une des raisons pour lesquelles la phase de reprise amorcée au début de 1987 a si rapidement buté sur des obstacles internes à chaque économie.

On avait coutume durant les années soixante et soixante-dix de dénommer ces obstacles « surchauffe » et d'en voir la trace dans l'accélération de l'inflation. Or cette fois-ci l'accélération des prix peut sembler être demeurée modeste (ce qui nous paraît inexact : cf *infra*). L'exception majeure est constituée par le Royaume-Uni, où le dérapage inflationniste était indiscutable, et où la récession actuelle semble en conséquence plus aisément compréhensible : ce pays continue à fonctionner, ou à dysfonctionner, selon le principe du stop-and-go qui le régit depuis quatre décennies.

La « surchauffe » était la forme par laquelle se traduisait l'insuffisance de l'offre au sens large : la hausse des prix, possible dans un contexte monétaire détendu, traduisait le déséquilibre des marchés des facteurs de production. A la fin des années quatre-vingt, l'insuffisance de l'offre potentielle ne provenait pas principalement ⁽¹⁾ du travail. Mais

(1) La fin des années quatre-vingt a cependant révélé un facteur nouveau, l'insuffisance de certaines qualifications. Le taux de chômage global est un indicateur insuffisant pour résumer les tensions sur le marché du travail. Ce facteur peut contribuer à expliquer une recrudescence inflationniste supérieure à la référence des années soixante.

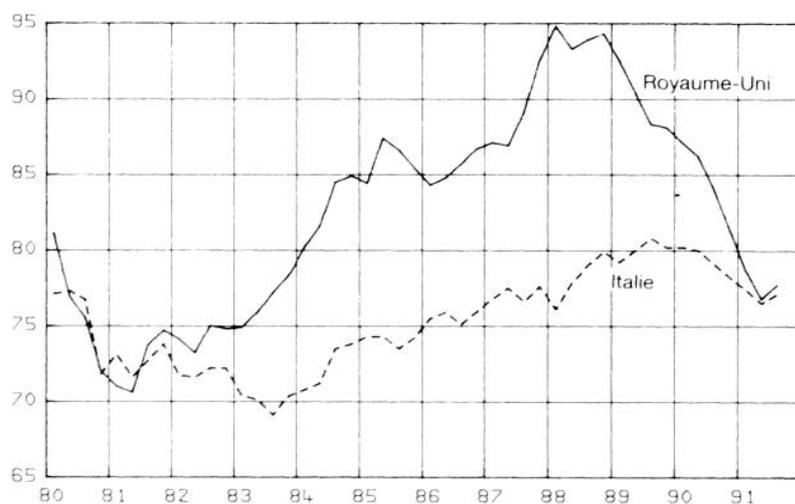
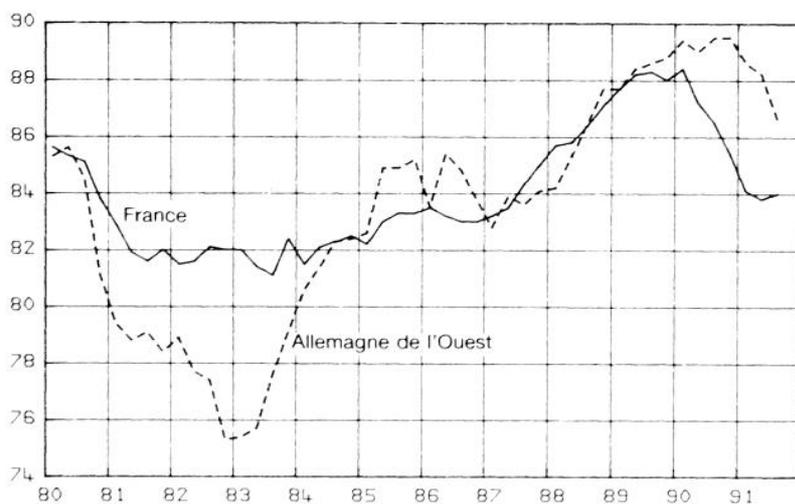
1. Carnets de commande dans l'industrie manufacturière



Source : CEE.



2. Taux d'utilisation des capacités dans l'industrie manufacturière *



* En % des capacités sauf au Japon où il s'agit d'un solde de réponses.

Sources : CEE, PIE-OCDE.

elle était patente pour le capital : les taux d'utilisation des capacités reflétaient une situation proche de la saturation (graphique 2). Il y avait cette fois encore une croissance insuffisante des capacités de production rentables en raison d'un ralentissement des gains de productivité. Ce dernier est lui même imputable à l'insuffisance de l'investissement effectué tout au long des années quatre-vingt.

L'investissement, pourtant, s'était accéléré durant les années 1988 et 1989 : la prolongation de cette tendance n'aurait-elle pas pu constituer le remède à l'insuffisance de capital et au ralentissement de la production ? Non, dans la mesure où pour être effectué un investissement doit pouvoir être financé. Or il peut l'être de deux façons : soit par recours à l'épargne des entreprises, soit par appel à des capitaux extérieurs (nationaux ou étrangers). L'épargne des entreprises ne peut avoir d'autre source que la rentabilité des investissements passés. Or cette rentabilité s'est avérée insuffisante pour autoriser un mouvement durable d'investissement auto-financé. D'une part, le stock de capital s'était insuffisamment accru durant les premières années quatre-vingt ; cela est particulièrement vrai des Etats-Unis. D'autre part, et surtout, les investissements des dernières années quatre-vingt ont été peu porteurs de gains de productivité globale ; cela est particulièrement vrai du Japon et de nombreux pays européens.

Ne restait donc que l'appel aux capitaux extérieurs aux entreprises. Ceux-ci ayant été sollicités partout et par tous en même temps, il s'est ensuivi leur enchérissement et donc un étouffement de la dynamique en jeu.

Aurait-on pu imaginer que la croissance se poursuive sur d'autres bases, c'est-à-dire sur une utilisation proportionnellement plus importante du travail ? Le haut niveau des taux de chômage dans la plupart des pays industrialisés allait en effet de pair avec une grande modération des salaires. L'évolution du coût relatif des facteurs de production aurait donc pu entraîner une telle évolution, à condition qu'elle soit techniquement possible c'est-à-dire à condition que le travail et le capital soient effectivement substituables. Or il est malheureusement probable que tel n'est pas le cas dans nos économies : le travail et le capital sont des facteurs de production complémentaires dans de larges secteurs de l'économie, notamment dans le secteur manufacturier. Ils sont partiellement substituables dans les services, où de fait la croissance de l'emploi avait été rapide durant une bonne partie des années quatre-vingt mais où elle commençait là aussi à s'essouffler.

Le travail ne pouvant guère être mobilisé tant que font défaut les équipements nécessaires à son utilisation, la quantité de travail a elle aussi rapidement plafonné. Les salaires réels étant modérés, le revenu disponible des ménages a promptement décéléré. Restait, pour soutenir la demande, la possibilité d'un recours à l'endettement des ménages. Celui-ci a effectivement été sollicité, plus que de raison dans certains pays, en partie peut-être par le jeu d'un effet patrimoine : la forte hausse des prix des actifs patrimoniaux — titres financiers et avoirs

immobiliers — a pu inciter les ménages à se croire plus riches que par le passé et qu'ils n'étaient réellement, et donc pourvus d'une plus grande capacité d'endettement. Quoiqu'il en soit, cet endettement a lui aussi rapidement atteint ses limites, d'autant plus que les politiques monétaires se sont durcies très tôt dans la phase du cycle. Contrairement aux cycles des décennies précédentes, elles ont tenté (presque partout avec succès) de prévenir les hausses des prix des biens et services courants plutôt que de les combattre après coup.

Cela pouvait laisser attendre un ralentissement sévère de l'activité économique dans les pays de l'OCDE, mais non pas nécessairement des baisses en dehors des pays anglo-saxons.

Le choc extérieur constitué par la guerre du Golfe a aggravé la situation. Les comportements d'attentisme qu'il a entraînés durant près de trois trimestres en matière d'investissement et d'emploi ont dans ce contexte avivé des spirales récessives. Qui plus est bon nombre de décideurs — publics et privés — avaient cru que seule la crise politique internationale était responsable du retournement conjoncturel ; les comportements hâtifs de sursaut dès la fin de la guerre, non motivés par les évolutions fondamentales, ont eu pour effet de retarder la véritable reprise en regonflant prématurément les stocks.

L'autre choc a des conséquences plus profondes et plus durables. La réunification allemande, en convertissant brusquement des besoins en demande, a profondément perturbé le déroulement des mécanismes cycliques en Europe (sans parler de l'Allemagne elle-même). Dans un premier temps, c'est-à-dire jusqu'au premier trimestre 1991, elle a offert un surcroît de demande en biens de consommation. Cela a pu soutenir l'offre dans ceux des pays européens qui disposaient de capacités productives excédentaires dans ces secteurs ; dans les autres, la demande extérieure a partiellement évincé la demande interne ou (comme au Royaume-Uni) contribué à aviver l'inflation.

Dès le deuxième trimestre 1991 en revanche les importations allemandes en volume ont cessé de croître. A ce moment là, l'effet d'entraînement par les marchandises, qui avait précédemment en partie compensé l'effet Golfe en Europe (mais guère aux Etats-Unis ou au Japon), a disparu. L'effet de frein sur le marché des capitaux commençait en outre à se faire jour. Toutefois la situation intérieure de la plupart des pays européens n'était pas encore assainie. En conséquence le haut niveau des taux d'intérêt n'était pas encore l'obstacle principal à la reprise.

Il est apparu comme tel en revanche au dernier trimestre 1991. La situation dans laquelle l'Europe hors Allemagne se trouve depuis lors est assurément la pire : les importations allemandes fléchissent, le coût de l'argent est exagérément élevé au regard des situations financières internes. Cette configuration rappelle celle de l'Europe toute entière au début des années quatre-vingt, lorsque les Etats-Unis conjuguèrent des importations en baisse et des taux d'intérêt brutalement élevés.

Inflation, déflation, et sphère financière

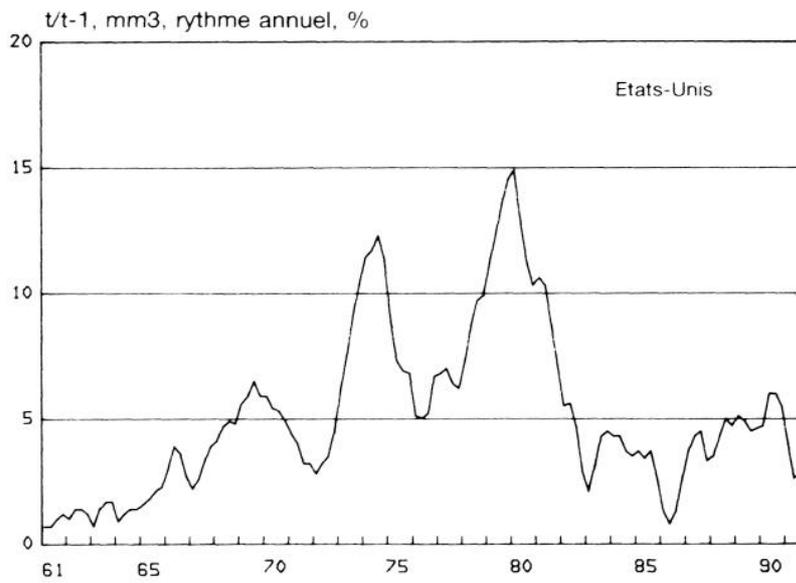
Au cours des semestres récents, l'appréhension des évolutions de prix a singulièrement changé de nature : après la crainte d'une résurgence de l'inflation, c'est le danger d'une déflation qui est parfois évoqué. Pourquoi ce revirement d'attitude ?

Y avait-il, tout d'abord, accélération de l'inflation avant l'entrée des économies industrialisées dans une phase de basse conjoncture ? Oui, à quelques exceptions près. Les graphiques 3 retracent les variations ⁽²⁾ des indices de prix à la consommation sur longue période pour quelques pays de l'OCDE. Si l'on compare la seconde moitié des années quatre-vingt aux quinze années précédentes, il est vrai que les rythmes de hausse des prix apparaissent nettement plus faibles. Mais pour les autorités économiques soucieuses d'éviter les dérapages qui ont marqué ces quinze années là, c'est la comparaison avec la période précédant les chocs pétroliers qui s'impose. Or elle était le plus souvent défavorable avant même l'invasion du Koweït et la réunification allemande.

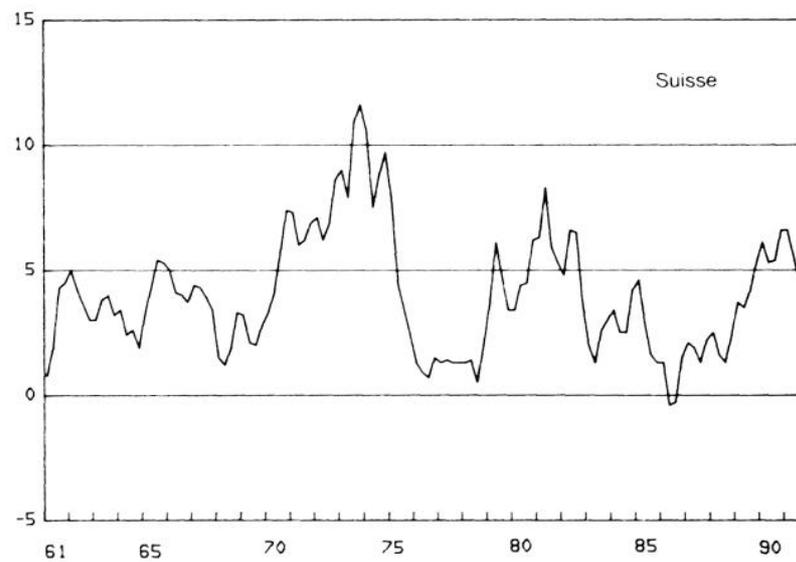
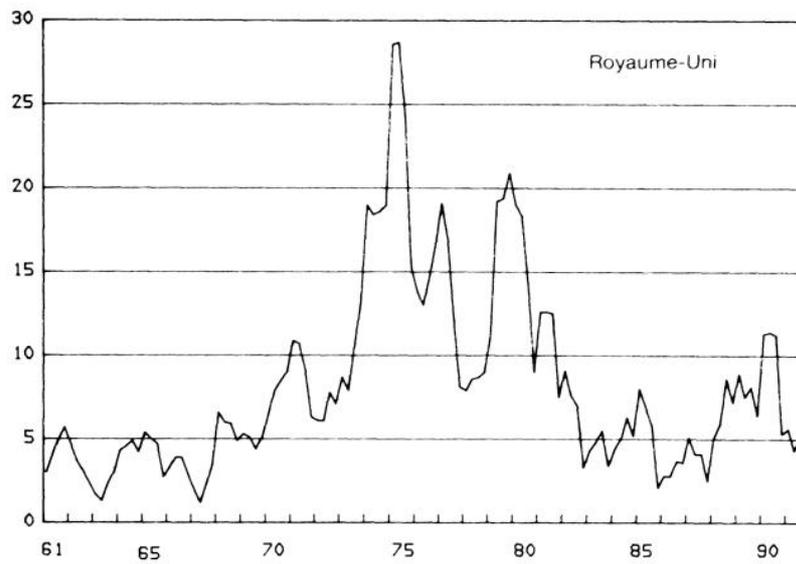
Ce point est illustré par le graphique 4. Un seul pays de l'OCDE se caractérisait au début de 1990 par une variation des prix à la consommation inférieure au rythme de la fin des années soixante et cependant toujours en décélération : la France. Le Canada parvenait à stabiliser son inflation à un rythme proche de celui de la fin des années soixante, c'est-à-dire 5 %. En Australie et en Norvège le rythme de la hausse des prix était élevé ; s'il décélérait, c'est parce que ces deux pays étaient déjà engagés dans une récession profonde. Les Etats-Unis, le Japon, et les satellites de l'Allemagne avaient encore des niveaux de hausse des prix acceptables, mais ceux-ci s'accéléraient de manière très nette. Enfin le groupe le plus nombreux était composé des pays où l'inflation, supérieure à celle de la fin des années soixante, s'accélérait. On y trouve à la fois des pays traditionnellement considérés comme vertueux (l'Allemagne ou la Suisse) et des pays traditionnellement inflationnistes (le Royaume-Uni ou l'Italie).

Le danger inflationniste était donc bien réel. Il ne s'agissait pas seulement d'un retour au trend sous-jacent après les rythmes exceptionnellement bas dus au contre-choc pétrolier. La décélération des années quatre-vingt était terminée, et le mouvement inverse était amorcé. Cela s'explique en partie par deux éléments déjà évoqués : les tensions sur certaines qualifications, la faiblesse des gains de productivité. On en trouve une trace dans la montée tendancielle des taux de chômage non inflationnistes (NAIRU) calculés par l'OCDE. Le mini-choc pétrolier de 1990 n'a pas fondamentalement modifié les tendances

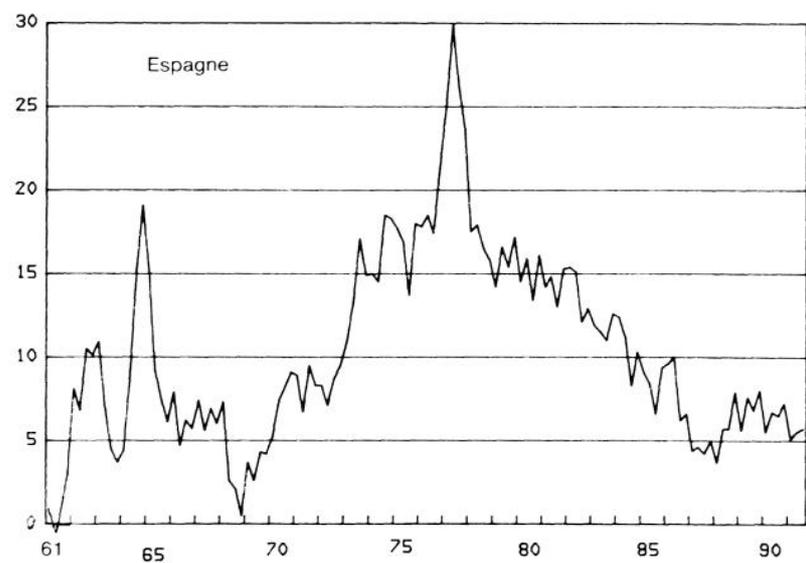
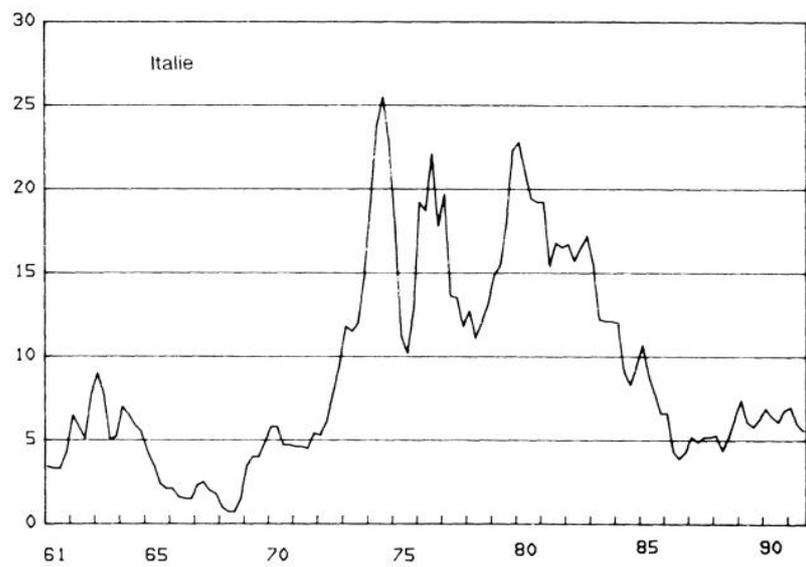
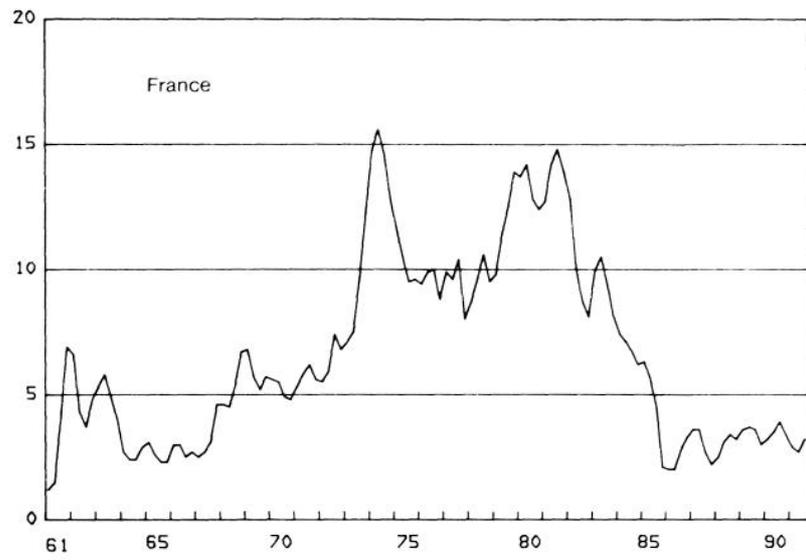
(2) On a retenu ici des variations instantanées afin de mieux dater les évolutions observées. Elles sont lissées afin d'en faciliter la lecture.



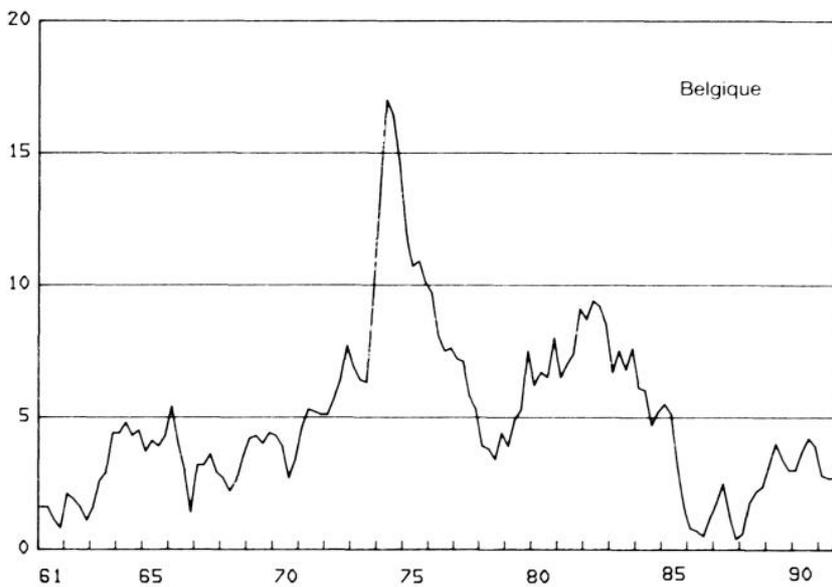
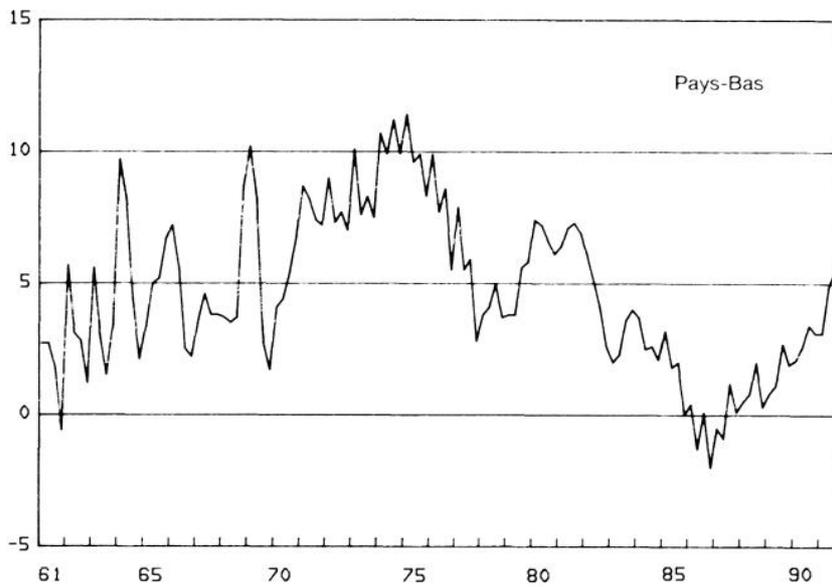
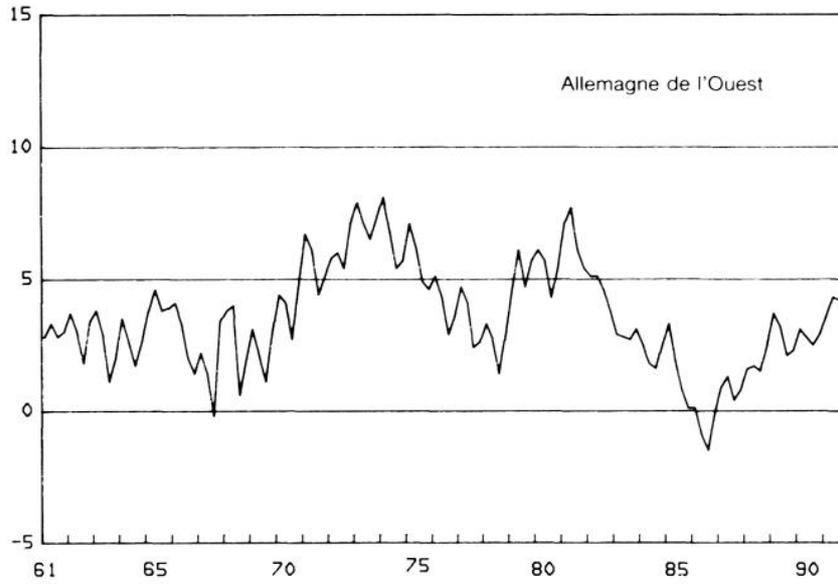
3. Variation des prix à la consommation



3. Bis



3. Ter



Source : PIE-OCDE.

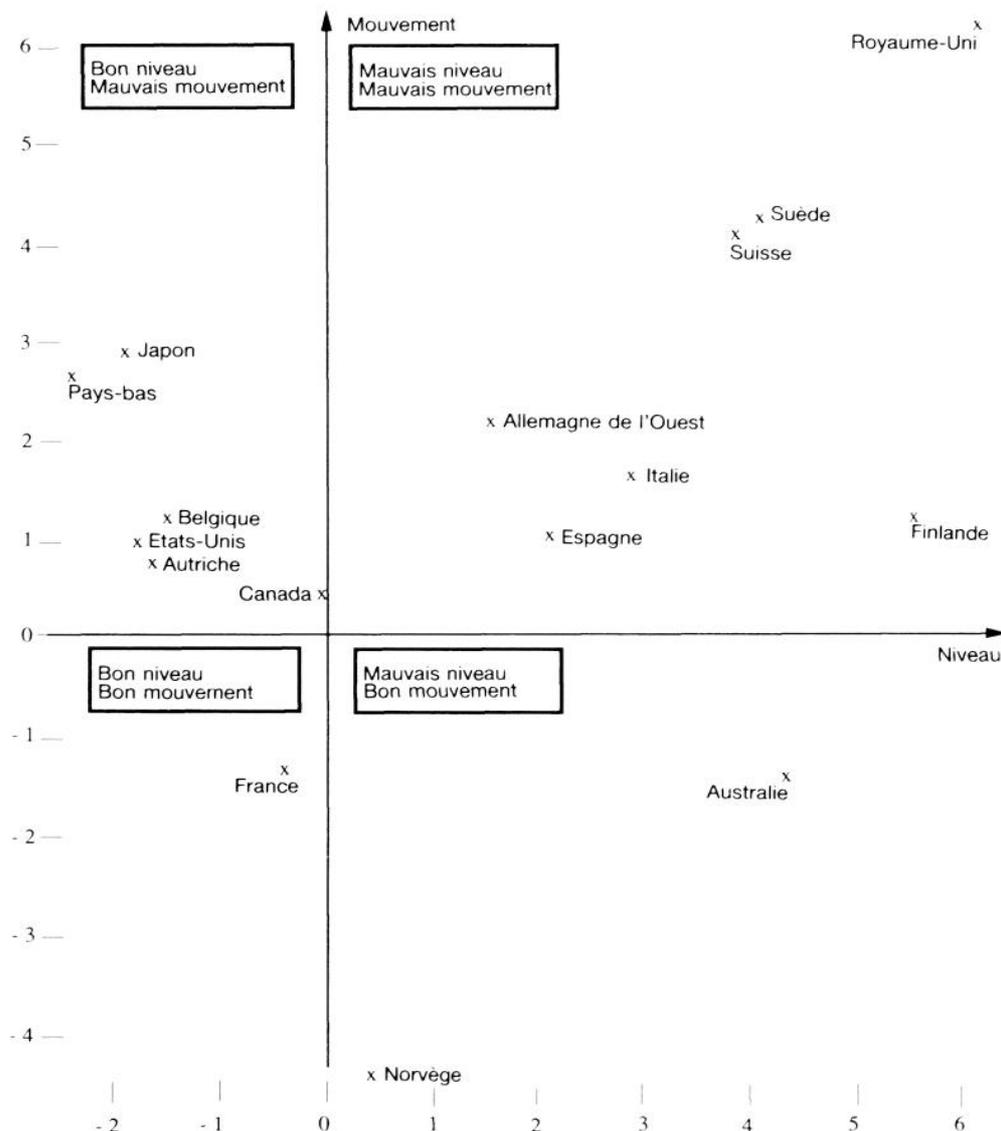
propres à chaque pays : il a amplifié l'accélération là où elle avait lieu (par exemple les Pays-Bas), mais n'a pas entraîné de dérapage là où le rythme d'augmentation des prix était stable (par exemple la France). Le durcissement des politiques monétaires à partir de 1988 ou 1989 selon les pays n'a dans ces conditions rien d'incongru.

Deux ans après, où en est-on ? Le cours des matières premières, tout d'abord, a évolué favorablement pour les pays qui les consomment. Sous l'effet du ralentissement mondial, le cours des matières premières industrielles exprimé en dollars a baissé de près de 20 % entre l'automne 1990 et l'automne 1991 puis s'est stabilisé à ce niveau. Le cours des matières premières alimentaires a diminué plus lentement,

4. Les prix à la consommation dans les pays de l'OCDE à la veille de la crise du Golfe et de la réunification allemande

Rythmes exprimés en t/t-1, mm3, en rythme annuel, %

Mouvement : début 1990 moins début 1987 ; niveau : début 1990 moins mi-1969



Source : PIE-OCDE.

mais d'au total 20 % aussi, entre le début de 1989 et la mi-1991. Quant au pétrole, après une brève flambée fin 1990, il a oscillé autour de 20 dollars le baril en 1991 et le fera autour de 18 dollars en 1992. Les salaires nominaux continuent aux Etats-Unis à augmenter moins vite que les prix à la consommation (comme ils le font depuis 1987) ; au Japon leur rythme de croissance a cessé tout au long de l'année 1991 de dépasser celui des prix. Dans la plupart des pays européens ils ont progressé un peu plus vite en 1991 ; toutefois les gains de productivité réduisent souvent à peu de choses la hausse des coûts salariaux. Enfin les entreprises, face à l'ampleur des méventes et de la concurrence internationale, compriment leurs marges et parfois même abaissent leurs prix.

Au total un processus de désinflation semble engagé mais qui n'a pas partout produit les résultats escomptés : les prix continuent à s'accélérer dans certains pays, ou menacent de le faire si une politique stricte n'est pas maintenue, ou encore se situent sur des rythmes jugés encore trop élevés. Le tableau 1 compare les performances au sein de l'OCDE. Un seul pays a encore une inflation « à deux chiffres » : la Grèce, où le ralentissement toutefois est particulièrement net. Sur 20 pays, 6 affichaient encore fin 1991 une accélération de leur hausse de prix ⁽³⁾. Il s'agit de 5 pays de la CEE et de l'Autriche. Pour les autres la décélération est généralement prononcée, mais ne conduit pas à des rythmes tels que la déflation, c'est-à-dire une baisse des prix, semble imminente. A l'exception de l'Australie, pays producteur de matières premières et engagé dans une récession profonde, le plancher est encore à 2,5 %.

Le rythme de hausse des prix dans la CEE est en moyenne actuellement le double de celui des Etats-Unis et du Japon : 5 % contre 2,5 %. Les pays du sud et le Royaume-Uni n'en sont pas seuls responsables, même si leurs prix augmentent effectivement de plus de 5 % par an. L'Allemagne et les Pays-Bas affichent, au moins temporairement, de mauvaises performances ; même les pays les plus vertueux (Danemark, France et Irlande) ont une inflation légèrement plus rapide que celle des deux grands. Sur la longue période (graphique 5), l'effort consenti par la CEE a été plus ample que celui du Japon : depuis le point culminant de début 1980, l'inflation européenne est passée de 15 % à 5 % tandis que l'inflation nipponne est passée de 8 à 2,5 %. Cet effort s'est poursuivi plus longtemps : l'accélération de la hausse des prix a été moins rapide qu'au Japon depuis la mi-1987. Les Etats-Unis, aidés par l'appréciation de leur monnaie, avaient atteint les 4 % dès l'année 1983. Désavantagée au contraire par le mouvement des changes, la CEE n'avait rejoint ce seuil qu'à la mi-1986. Du début de 1987 jusqu'au début de 1991 les rythmes d'inflation étaient quasiment identiques dans les deux zones,

(3) On ne peut pas véritablement parler d'« inflation » car il s'agit pour partie, dans le cas de l'Allemagne, d'une hausse des prix non inflationniste due au relèvement des impôts indirects. Dans le cas du Royaume-Uni, l'indice des prix est perturbé par les mesures fiscales et l'évolution des taux d'intérêt (cf *infra*).

s'accroissant lentement jusqu'à 6 %. C'est au cours des trimestres récents que les Etats-Unis ont ralenti leurs prix plus brusquement que l'Europe. Si ces déséquilibres persistaient, ils pourraient justifier une dépréciation nominale des monnaies européennes vis-à-vis du dollar et du yen.

1. La hausse des prix à la consommation dans les pays de l'OCDE
 Rythme annuel instantané de variation fin 1991 et
 (différence entre ce rythme et celui de début 1990)

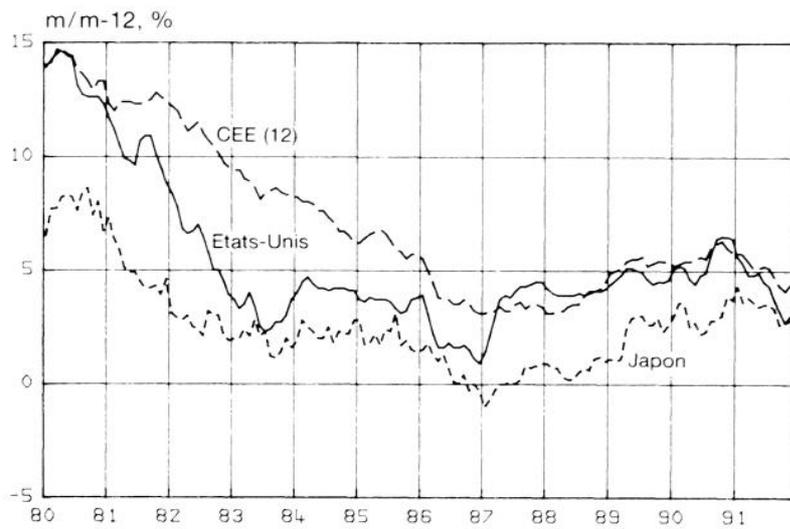
En %

Décélération			Accélération		
Australie :	1,5	(- 5,5)			
Japon :	2,5	(- 0,5)			
Etats-Unis :	2,7	(- 2,0)			
Norvège :	2,7	(- 1,5)			
Belgique :	2,7	(- 0,5)			
			Danemark :	2,8	(+ 0,5)
Finlande :	3,0	(- 3,5)			
France :	3,0	(- 0)			
Canada :	3,6	(- 1,2)			
			Irlande :	3,7	(+ 1,0)
			Autriche :	3,8	(+ 1,5)
			Allemagne :	4,2	(+ 1,0)
Royaume-Uni :	4,7	(- 6,5)			
Suisse :	5,1	(- 1,0)			
			Pays-Bas :	5,2	(+ 3,0)
Suède :	5,3	(- 2,5)			
			Espagne :	5,6	(+ 0)
Italie :	5,8	(- 1,0)			
Portugal :	8,7	(- 5,5)			
Grèce :	11,0	(- 13,0)			

Source : OCDE.

Rien dans ce qui vient d'être dit ne conduit réellement à un risque de déflation. Celui-ci réside, soit dans la rechute de l'économie américaine dans la récession, scénario qui nous paraît très peu probable (*cf infra*) ; soit dans des baisses affectant le prix des actifs et non pas des biens et services courants.

De fait, l'une des incertitudes de la période actuelle concerne les marchés de l'immobilier dans les pays industrialisés. Des baisses de prix spectaculaires les ont déjà affectés au Japon, aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Dans ces trois cas elles étaient souhaitées par les autorités monétaires qui voulaient dégonfler les bulles spéculatives plutôt que de les laisser éclater. C'est le Japon qui a affiché cet objectif le plus clairement et qui le poursuit encore en dépit des risques que cela



5. Variation des prix à la consommation

Source : PIE-OCDE.

comporte. Au Royaume-Uni ces baisses sont rapidement devenues subies plutôt que voulues, les ménages surendettés étant contraints de vendre les logements qu'ils avaient été incités par la politique économique à acquérir quelques années plus tôt.

Le phénomène peut-il s'amplifier dans ces trois pays, et menace-t-il les autres pays européens pour des raisons internes ou par transmission internationale ? Aux Etats-Unis, le stock de bureaux et secondairement de logements inoccupés est assurément élevé, mais la construction de logements neufs a redémarré depuis quelques mois et les mises en chantier ont de nouveau augmenté début 1992. Au Royaume-Uni, un retournement de même nature — quoique plus timide en ampleur — semble également se faire jour. Au Japon en revanche la spéculation avait atteint de telles proportions qu'il en subsiste encore plus que des traces. Si des investisseurs japonais tentaient de liquider leurs avoirs européens et américains pour couvrir des pertes chez eux, ils pourraient y enclencher ou amplifier des mouvements de baisse dans le secteur de l'immobilier de bureaux. Ceci aurait en Europe des répercussions sur la situation financière des agents économiques privés, notamment des banques largement engagées dans ce secteur. Le prix des bâtiments résidentiels, là où il a déjà commencé à baisser à la marge ⁽⁴⁾ pourrait alors diminuer franchement. Quelques grandes villes, notamment Paris, sont certes menacées ; mais le phénomène ne semble guère pouvoir s'étendre à l'ensemble de l'Europe, tout particulièrement l'Allemagne ou au contraire, en raison de la réunification, le marché de l'immobilier reste structurellement porteur.

(4) Des statistiques exhaustives et fiables ne sont pas disponibles. Il semble toutefois que le marché se caractérise actuellement par une baisse importante de la quantité des transactions conclues. Celles-ci étant généralement dictées par l'urgence, le niveau des prix est en retrait des niveaux moyens observés début 1991.

Le risque de déflation des actifs financiers est-il plus grand ? Telle n'est pas de toute évidence l'opinion des opérateurs sur les marchés américain et européens. Ils peuvent certes se tromper ; il faut examiner ici chaque zone séparément, sachant que si un krach devait se produire dans l'une d'entre elles pour des raisons internes, il aurait toutes chances de se répercuter aux autres.

Les Etats-Unis apparaissent comme le maillon le plus solide de la chaîne. Le Dow Jones ⁽⁵⁾, qui était proche de la barre des 3000 depuis la fin de la guerre du Golfe, a brusquement décollé à la fin de décembre pour dépasser 3200 tout au long du premier trimestre. Cet optimisme est motivé par l'attitude de la Fed, qui laisse clairement entendre que tout sera fait pour que la croissance économique s'enclenche. Les milieux financiers semblent penser qu'en conséquence il y aura reprise prochaine de l'activité économique et donc des profits. Quand bien même on partage les grandes lignes d'une telle analyse, il faut être certain que le niveau de départ est correct avant de conclure à la rationalité économique fondamentale de cette hausse. Un doute peut planer à cet égard : le sursaut boursier pourrait aussi être la contrepartie de la croissance des agrégats monétaires restreints, l'émission de liquidités gonflant les transactions sans encore enclencher un regain de l'activité réelle ; M1 et les indices boursiers progressent alors de pair dans un contexte de taux d'intérêt bas. Mais cela appelle au pire une légère correction à la baisse, non un effondrement à la japonaise.

Le Japon est pour le moment l'élément apparemment le plus vulnérable. Non pas que les cours des actions soient encore fortement surévalués ; l'indice Nikkei a baissé quasiment de moitié entre la fin de 1989 et le début de 1992, rejoignant le niveau qui était le sien début 1987 c'est-à-dire avant la grande vague de spéculation. Mais ici, conjoncturellement, le cheminement attendu est l'inverse de celui des Etats-Unis : c'est un ralentissement prononcé de l'activité économique et des profits qui s'annonce pour les prochains mois. La baisse graduelle des cours depuis quelques mois est donc logique, elle n'est pas annonciatrice d'effondrements futurs. La vigilance de la Banque du Japon n'est du reste pas à sens unique : elle est aussi soucieuse d'éviter un krach qu'elle l'était d'enrayer la surchauffe. En conséquence une légère baisse additionnelle est probable mais un krach est peu vraisemblable, quand bien même le système financier est secoué par les scandales.

Le cas de l'Europe est plus ambigu. Depuis le rattrapage partiel à la fin de la guerre du Golfe, les indices boursiers fluctuent (avec une forte amplitude) autour d'une tendance plate en France, en Allemagne et au Royaume-Uni. Il n'y a pas là de bulles spéculatives. Alors d'où pourrait provenir le risque de chute ? D'une perte de confiance dans la reprise

(5) Les cours boursiers, comme de nombreux indicateurs économiques commentés dans cette chronique, sont retracés dans le cahier de graphiques jaune situé à la fin de la revue.

économique, si la politique monétaire allemande ne s'assouplissait pas à la fin du premier semestre. Ou des répercussions sur les Bourses de krachs intervenant dans d'autres sphères, là aussi en raison de la rigueur monétaire excessive : on pense en particulier au marché des changes, ou des turbulences pourraient se produire après les élections britanniques et affecter, par le jeu des flux de capitaux, plusieurs monnaies importantes du SME. Toute reprise de l'activité en Europe, spontanée ou dérivée du redémarrage américain, risque de se heurter rapidement à une pénurie de moyens financiers. Les Bourses, entre autres, traduiront les à-coups de l'économie réelle tant qu'une politique monétaire restrictive leur imposera un plafond bas.

Les canaux de transmission internationaux

On distingue habituellement, dans la transmission internationale des fluctuations conjoncturelles, ce qui relève des marchandises (ou « sphère réelle ») et ce qui relève des mouvements de capitaux et de leur prix (la « sphère financière »). Avant d'évoquer quelques aspects relatifs à ces deux points, il convient d'évoquer une troisième sphère qui pourrait sembler par certains aspects « irréaliste ».

La plupart des observateurs qui s'intéressent aux économies européennes scrutent attentivement l'indicateur de confiance des ménages américains. Assurément une locomotive américaine, à défaut d'une locomotive allemande, serait la bienvenue pour soutenir les exportations du vieux continent. Mais est-il pertinent de regarder un indicateur censé traduire une appréciation subjective ? En fait oui, mais pas pour les raisons trop souvent avancées. Les ménages américains ont semble-t-il une assez bonne perception de leur situation financière : s'ils hésitent à recommencer à s'endetter, c'est fort logiquement parce qu'ils le sont déjà trop. En ce sens, leur confiance est un bon indicateur du degré d'assainissement ; il reflète une réalité et non pas un état d'esprit purement subjectif. Internationalement, lorsque les ménages et les entreprises américaines entrevoient clairement la reprise, c'est qu'elle commencera à être à l'œuvre. Ceci peut, outre ses répercussions directes, témoigner de ce qu'une sortie de récession est possible et constituer un bon indicateur avancé pour les économies européennes.

En revanche, les conséquences attribuées à une modification d'attitude de la Bundesbank sont d'ordre plus subjectif ; plus exactement, elles mettent en jeu des anticipations et non pas des enchaînements immédiats. Si tant d'importance est accordée à la baisse future des taux d'intérêt allemands, ce n'est pas dans l'espoir qu'ils diminueront de plusieurs points en l'espace de quelques mois. Ce que l'on attend d'eux, c'est qu'ils se contractent au printemps d'un demi-point. Cela peut sembler très insuffisant pour abaisser dans le reste de l'Europe le coût du crédit au point de relancer les dépenses en biens durables des ménages, l'investissement en logement et celui des entreprises. Mais ce

n'est pas tant le niveau qui est en cause que le mouvement. L'amorce d'une détente sur le prix de l'argent permettrait sans doute d'enclencher une dynamique de reprise parce qu'il indiquerait l'ouverture d'une nouvelle phase conjoncturelle. Les perspectives de demande pour les entreprises seraient à nouveau orientées à la hausse, ce qui constitue sans doute un déterminant important de l'investissement. Et, surtout, cela indiquerait que la Bundesbank va cesser de comprimer les agrégats monétaires et que donc disparaîtra un butoir objectif à la croissance.

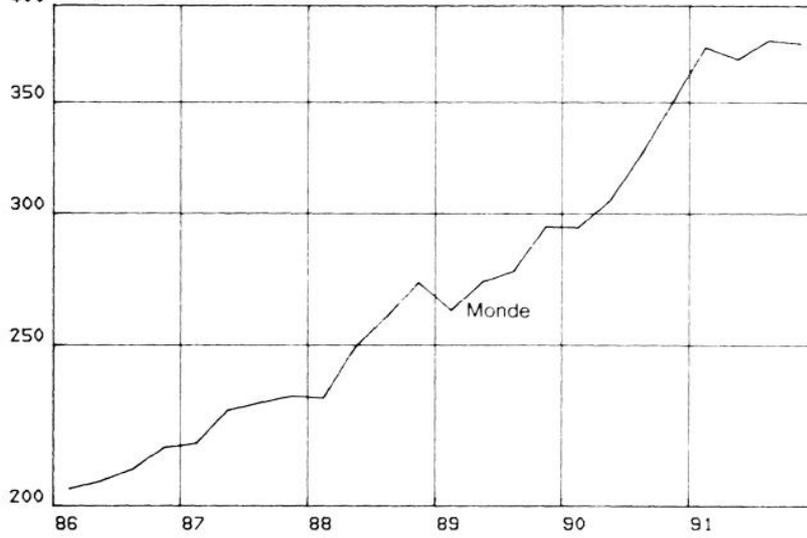
En ce qui concerne les marchandises, et plus précisément les produits manufacturés, il faut s'interroger à la fois sur l'évolution globale du commerce mondial et sur la déformation des parts de marché.

Rétrospectivement la demande mondiale de produits manufacturés, qui avait recommencé à augmenter rapidement début 1987, avait stagné à partir du deuxième trimestre 1990 (graphique 6a). Au troisième trimestre 1991 elle a effectué un rebond excessif accompagnant celui de l'activité intérieure dans la plupart des pays de l'OCDE, corrigé par un repli le trimestre suivant ⁽⁶⁾. A l'intérieur de la zone OCDE, la demande des Etats-Unis a été moins dynamique que celle de la CEE : en 1991 elle a baissé en moyenne annuelle en dépit du redressement du second semestre (graphique 6b). La vive croissance européenne a largement été due à celle de l'Allemagne. Il faut souligner que les moyennes annuelles sont ici particulièrement trompeuses (graphique 6c). Les importations allemandes n'ont pas, en mouvement, tiré le reste du monde durant l'année 1991 : elles avaient atteint un niveau très élevé au premier trimestre, mais s'y sont stabilisées dès le deuxième.

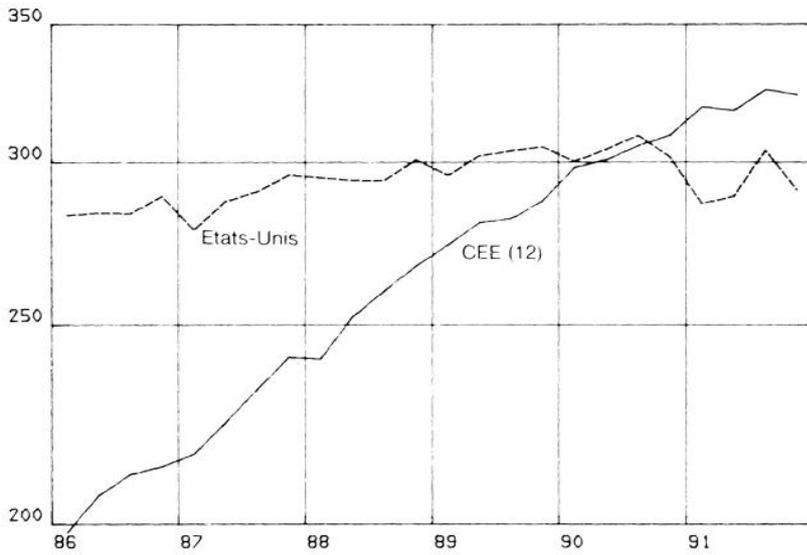
Ce point est évidemment important pour les autres économies européennes, notamment celle de la France, et conduit à se garder d'un pessimisme outrancier au vu des seules moyennes annuelles. Les importations de la CEE, et donc la « demande adressée à la France », augmenteront moins vite en 1992 qu'en 1991. Mais l'essentiel du ralentissement est derrière nous : le véritable creux se situe à la charnière des années 1991/1992 ; cette demande va s'accélérer dès le printemps, et sera donc dynamique en mouvement intra-annuel. Il faut à l'inverse se garder d'attendre tout le salut d'une reprise de nos marchés extérieurs. Certes, les importations des Etats-Unis dès le premier trimestre et de l'Allemagne à partir de l'été se situeront sur une tendance croissante. Mais en ce qui concerne les autres économies européennes, qui constituent près de la moitié de nos marchés étrangers, leur évolution moyenne sera comparable à celle de la France. La croissance de leurs importations accompagnera celle de leur activité intérieure, tandis que la croissance de nos importations accompagnera celle de notre activité intérieure. Fonder l'espoir d'une reprise française sur une pro-

(6) On voit ici qu'il s'agit d'un phénomène général, et non pas d'une spécificité française issue par exemple d'une mauvaise prise en compte de la saisonnalité.

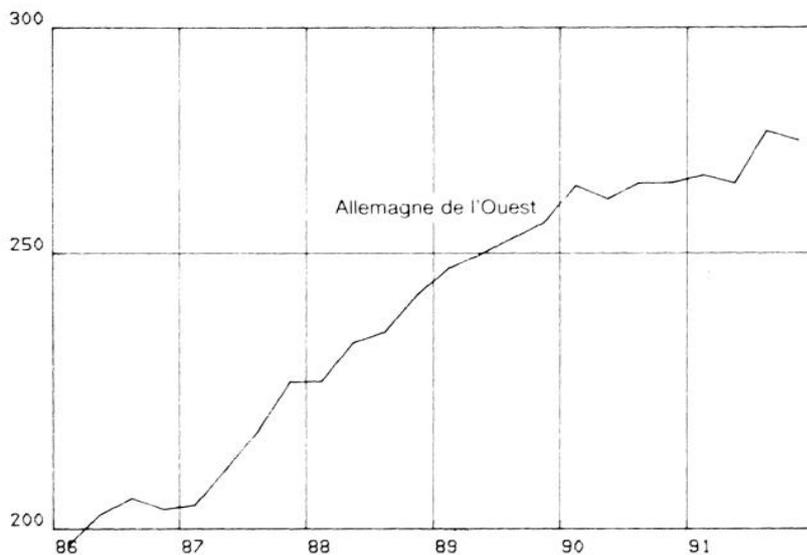
En volume, indices cvs, base 100 en 1972



6. Importations de produits manufacturés
6a.



6b.



6c.

Sources : OCDE séries A, estimations OFCE.

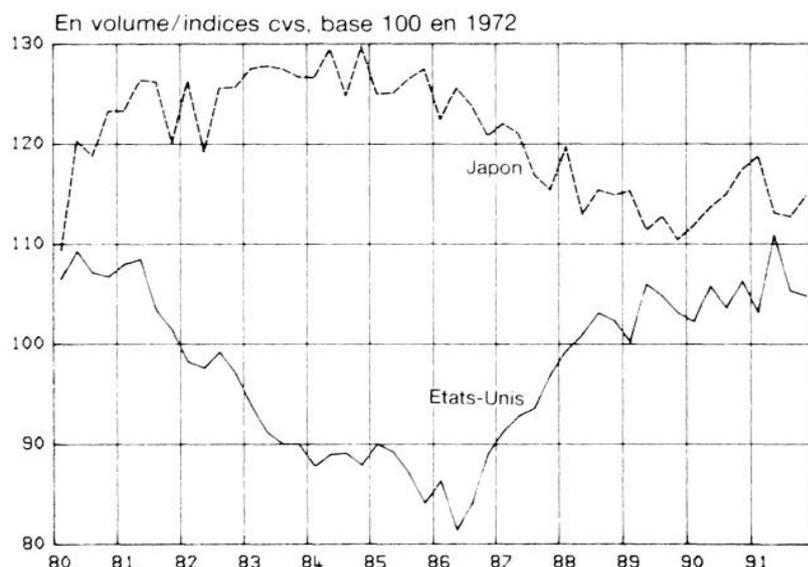
gression de nos exportations nettement plus rapide que celle de nos importations reviendrait à dire que l'on espère ne redémarrer qu'après les autres, c'est-à-dire seulement à la fin de l'année 1992.

La progression du commerce mondial s'accélérera ⁽⁷⁾ à partir de la mi-1992 et jusqu'à la fin de la période sous revue, c'est-à-dire 1993. Tous les pays n'en bénéficieront pas de la même manière. L'examen des parts de marché à l'exportation au cours des années récentes (graphique 7) montre que la compétitivité-prix est un déterminant important pour tous les pays, y compris les Etats-Unis. Pour ceux-ci, le redressement des prix relatifs autorisé par la dépréciation du dollar avait permis de retrouver dès 1988 une part de marché comparable à celle de 1972 ; la progression s'est poursuivie les années suivantes, quoiqu'à un rythme plus lent, de sorte qu'en 1991 était rejoint le niveau de 1980. Ces gains ont été en partie compensés par les pertes japonaises durant la période 1986 à 1989. L'autre contrepartie a essentiellement été fournie par les deux grands exportateurs européens : l'Allemagne et la France.

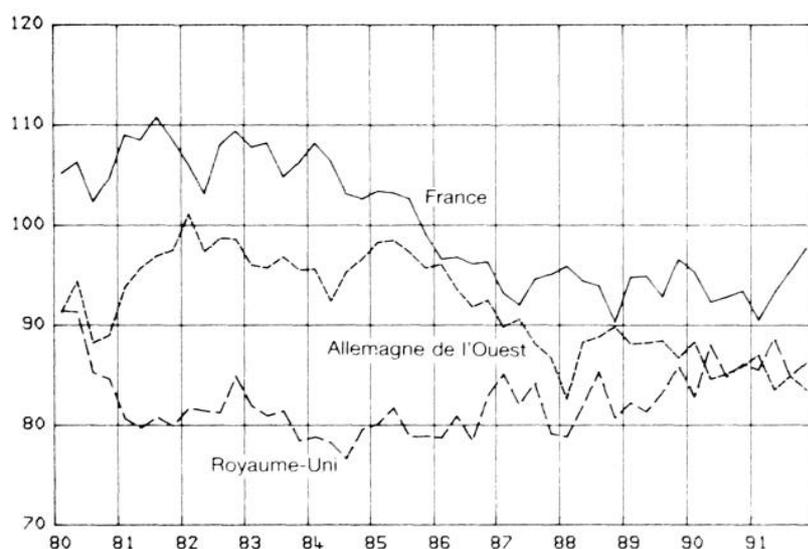
En France, la part de marché a entamé un mouvement de baisse dès 1984 mais celui-ci s'est interrompu en 1987. Elle est restée stable jusqu'au moins la mi-1991, le rebond de fin d'année ne pouvant pas encore être décrit avec certitude comme le début d'une remontée. En Allemagne, la perte s'est amorcée un an plus tard et s'est interrompue également un an plus tard. Elle a repris, à un rythme beaucoup plus modéré, à partir du second semestre 1990 c'est-à-dire à partir de la réunification. La réunification a été beaucoup moins coûteuse en termes de parts de marché que ne l'avait été l'appréciation du DM relativement au dollar. L'évolution britannique est remarquable. Stable à bas niveau depuis le début de 1981, la part de marché a amorcé en 1988 une remontée qui lui a permis de retrouver à la veille de la réunification allemande une configuration vis-à-vis de l'Allemagne comparable à celle de 1980 et de 1972.

Les hypothèses de taux de change retenues ici consistent en une appréciation du dollar relativement au DM et au yen. Dans ces conditions, et compte tenu du fait que les Etats-Unis sont les premiers à s'engager dans la reprise de leur demande intérieure, la part de marché américaine fléchira lentement en 1992 et 1993. Celle du Japon augmentera encore un peu avant de s'orienter à la baisse en 1993. Une marge d'augmentation des parts est ainsi laissée à l'Europe par le jeu conjoint de ces deux grands pays. Sa ventilation sera fonction des variations relatives des taux de change nominaux seulement pour le Royaume-Uni. On fait ici l'hypothèse que la livre baissera après les élections législatives du printemps pour finalement s'établir au voisinage de son plancher dans le SME (soit 2,80 DM) lorsque ce mouvement ne sera plus contrarié par celui de la peseta. Pour ce pays, et surtout pour les

(7) Cf. *infra* les prévisions détaillées par pays et zones.



7. Parts de marché à l'exportation de produits manufacturés



Sources : OCDE série A, estimations OFCE.

autres, la variation des parts de marché se jouera dans les degrés relatifs de tension sur les capacités productives, c'est-à-dire sur le différentiel de conjoncture, ainsi que dans l'évolution de leurs taux de change réels, c'est-à-dire en dernière instance de leurs coûts salariaux. Le Royaume-uni apparaît alors assez mal placé : sa part de marché commencera à s'abaisser dès le premier semestre de 1992, cette tendance étant ensuite modérée mais non enrayée par la dépréciation du change nominal. L'Allemagne en revanche regagnera une partie du terrain perdu. Pour les pays latins, la situation conjoncturelle sera de même nature mais c'est en France que l'inflation est la plus faible ; ce pays semble donc bien placé pour consolider ses gains de la fin 1991 puis les accroître.

2. Equilibre prospectif du marché pétrolier international

En millions de barils par jour, sauf mention contraire

		1991				1992				1993				1990	1991	1992	1993
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
CONSO.	OCDE	38.5	36.9	37.3	39.2	39.1	36.9	37.6	39.6	39.6	37.7	38.6	40.8	38.0	38.0	38.3	39.2
MONDE	non OCDE	29.0	28.2	28.1	28.6	28.8	28.3	28.4	28.7	29.1	29.0	29.3	29.6	28.1	28.5	28.6	29.3
	TOTAL	67.5	65.1	65.4	67.8	67.9	65.2	66.0	68.3	68.7	66.7	67.9	70.4	66.1	66.5	66.9	68.4
PROD.	OCDE	16.5	15.9	16.1	16.6	16.6	16.3	16.4	16.6	16.6	16.3	16.4	16.6	15.9	16.3	16.5	16.5
MONDE	GT (a)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
	ex-URSS	10.9	10.6	10.2	10.0	9.8	9.6	9.5	9.3	9.2	9.0	9.0	9.0	11.6	10.4	9.6	9.1
	Autres	13.3	13.4	13.3	13.4	13.4	13.5	13.5	13.6	13.6	13.7	13.7	13.8	13.1	13.4	13.5	13.7
	OPEP total	25.1	24.7	25.5	26.1	26.0	25.5	26.0	27.0	27.0	27.0	27.5	29.0	25.1	25.4	26.1	27.6
	(dt brut)	23.1	22.7	23.5	24.1	24.0	23.5	24.0	25.0	25.0	25.0	25.5	27.0	23.1	23.4	24.1	25.6
	(dt GNL)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
	TOTAL	67.1	65.9	66.4	67.4	67.1	66.2	66.7	67.8	67.7	67.3	67.9	69.7	67.0	66.7	67.0	68.2
Variations	Total	-0.4	0.8	1.0	-0.4	-0.8	1.0	0.7	-0.5	-1.0	0.6	0.0	-0.7	0.9	0.3	0.1	-0.3
de	OCDE	-0.7	0.3	1.2	-0.8	-1.0	0.0	0.0	1.0	-1.0	0.0	0.0	1.0	0.3	-0.0	0.0	0.0
Stocks	non OCDE	0.3	0.5	-0.2	0.4	0.2	1.0	0.7	-1.5	0.0	0.6	0.0	-1.7	0.6	0.3	0.1	-0.3
Demande adressée OPEP		24.8	24.2	25.7	25.7	25.8	24.5	25.3	28.5	27.0	26.4	27.5	30.7	24.5	25.1	26.0	27.9
Déséquilibre en % (b)		0.4	0.8	-0.3	0.6	0.3	1.5	1.1	-2.2	0.0	0.9	0.0	-2.4				
Prix du Brent, \$/baril		20.2	19.1	19.9	20.7	18.5	17.0	17.0	19.5	20.0	19.0	19.0	22.0	23.3	20.0	18.0	20.0

(a) Gains de transformation issus du processus de raffinage dans la zone OCDE.

(b) Excès d'offre (+) ou de demande (-) exprimé en pourcentage de la consommation mondiale de brut.

Sources : AIE, calculs et prévisions du Département des Diagnostics de l'OFCE.

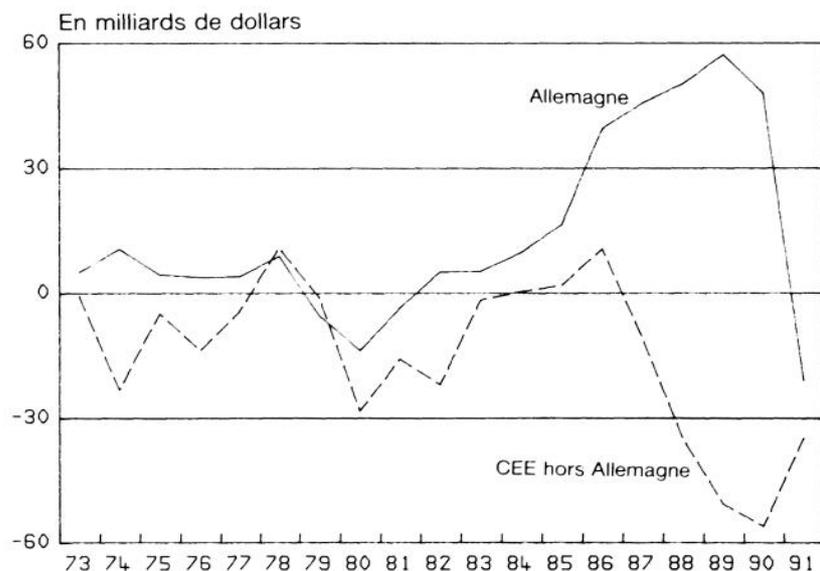
De la même manière, les taux de pénétration des marchés intérieurs par les importations de produits manufacturés évolueront à l'inverse des années récentes. Ils vont baisser en Allemagne et au Japon durant les premiers trimestres de 1992 et ne se redresseront qu'en 1993 ; ils vont en revanche augmenter dès le premier semestre 1992 dans les pays anglo-saxons. Les soldes de produits manufacturés vont donc s'améliorer dans le premier groupe de pays et se détériorer dans le second.

Tous vont bénéficier de l'évolution du prix du pétrole. Celui-ci restera orienté à la baisse jusqu'à l'été, en raison des difficultés d'ajustement de l'offre des pays de l'OPEP dans un contexte de baisse saisonnière de la consommation et de reprise progressive de la production du Koweït et de l'Irak. La production de ces deux pays, qui était pratiquement revenue à zéro pendant la guerre du Golfe, se situe au début de 1992 à 20 % du niveau précédant l'invasion du Koweït. On fait ici l'hypothèse que ce taux dépassera 50 % dès la fin de 1992 et approchera 100 % à la fin de 1993. L'incidence dépressive qu'aura sur les prix le retour à la normale de l'offre de ces deux pays ne sera que partiellement compensée dans l'immédiat par la baisse de la production saoudienne. En revanche, la reprise attendue de l'activité, et avec elle de la consommation mondiale de brut à partir du second semestre 1992, conjuguée à la poursuite de la baisse des exportations de l'ex-URSS (au moins jusqu'au début de 1993), se traduiront par un net redressement de la demande adressée à l'OPEP en 1993 (tableau 2). Celle-ci pourrait progresser l'an prochain de 2 millions de barils par jour, facilitant l'absorption du surcroît d'offre de l'Irak et du Koweït. D'une situation d'excès d'offre, le marché basculerait à partir du quatrième trimestre de 1992 dans une situation d'excès de demande qui ferait remonter les prix de 17 dollars à la mi-1992 à 20 dollars fin 1992 et 22 dollars fin 1993. En moyennes annuelles, le prix du Brent de mer du Nord retrouverait en 1993 son niveau nominal de 1991, soit 20 dollars, au lieu de 18 dollars en 1992.

Dans ces conditions, le déficit sous-jacent de la balance courante américaine recommencera à se creuser. En 1991 il était de 45 milliards de dollars. Si le solde effectif a été proche de l'équilibre, c'est en raison des transferts de guerre. Ces transferts étant désormais terminés, le déficit courant américain pourrait avoisiner 50 milliards en 1992 et 80 en 1993. Le solde japonais, qui hors transferts de guerre a dépassé 80 milliards de dollars en 1991, en atteindra sans doute presque 110 en 1992. Cette moyenne recouvre un premier semestre exceptionnellement élevé car tous les avantages se cumulent durant cette période : prix du pétrole bas, atonie de la demande intérieure, taux de change favorable. Par la suite s'amorce un mouvement de réduction appelé à durer ; l'excédent ne serait « plus que » de 100 milliards en 1993. Le déficit de l'Allemagne enfin se réduirait, passant de plus de 20 milliards de dollars en 1991 à moins de 10 en 1992 et 1993. L'excédent cumulé des trois grands resterait ainsi en 1992 à un niveau proche de celui de 1991 et se réduirait d'une vingtaine de milliards en 1993.

Cela signifie pour le reste du monde, et notamment pour l'Europe, une contrainte courante sans grand changement pendant encore quelques trimestres. Le déficit courant de la CEE hors Allemagne, qui s'était réduit en 1991 (graphique 8), va pouvoir se stabiliser en 1992. La question reste toutefois posée de savoir si l'expansion des liquidités internationales favorisée par la politique américaine dans un contexte de faible recours au crédit des agents américains sera absorbée par le besoin de liquidités en Allemagne. A tout le moins, en 1992, ce n'est pas une dégradation des conditions de la sphère financière qui est à attendre : ici comme en matière d'échanges de marchandises, la situation la pire est derrière nous. Plus exactement, un profil heurté va vraisemblablement caractériser les prochains mois : lorsque les tensions se feront trop fortes en Europe entre l'amorce de reprise et la restriction monétaire, la Bundesbank finira par être contrainte d'assouplir sa position face aux risques précités de ruptures sur les marchés boursiers et les marchés des changes.

8. Soldes des balances courantes



Source : OCDE.

Les spécificités par pays

Les Etats-Unis : quel sera le profil de la reprise ?

L'hypothèse d'une récession en W a été souvent évoquée durant les derniers mois de l'année 1991. Aujourd'hui encore l'éventualité de la reprise est discutée en raison de l'apparente contradiction des indicateurs conjoncturels. Il nous semble quant à nous qu'un W n'est plus d'actualité, et que le redémarrage est déjà là.

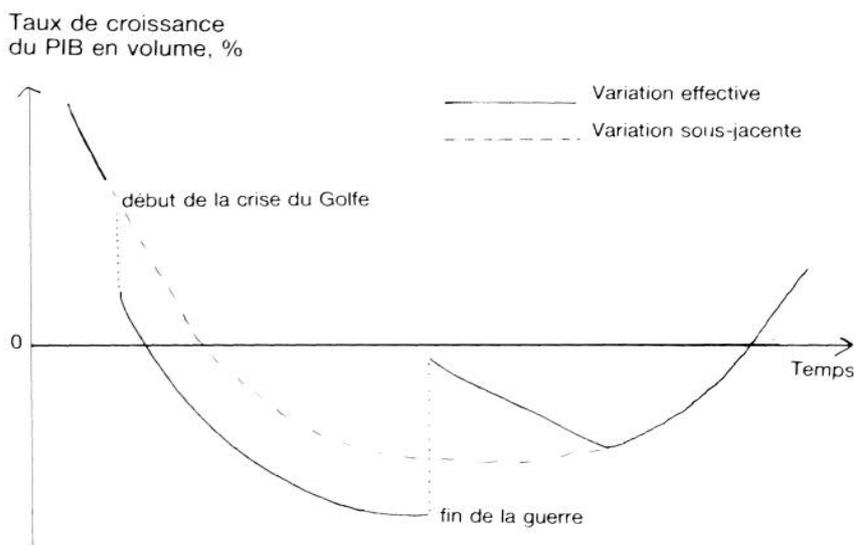
Le profil heurté de l'activité économique, synthétisé par la production industrielle, s'explique par de tout autres considérations qu'une rechute comparable à celle des premières années quatre-vingt. Il faut se souvenir qu'à l'époque le « W » avait été provoqué par le durcissement brutal de la politique monétaire : le taux d'intérêt des *fed funds* était passé de 9,6 % en juillet 1980 à 19 % en janvier 1981. Rien de tel ne s'est produit cette fois-ci, bien au contraire : les *fed funds* ont baissé de manière quasi ininterrompue depuis plus d'un an, passant de 8,2 % en septembre 1990 à 4 % en février 1992, de sorte qu'ils n'atteignent plus qu'1,5 % en termes réels.

C'est parce que des chocs ont perturbé la phase descendante du cycle, et parce qu'ils ont été mal appréhendés, que le profil du second semestre a été si heurté. Ce qui a été trop rapidement considéré comme une reprise n'était qu'un rebond technique ; un réajustement s'est ensuite opéré, avant que l'économie ne retrouve sa tendance sous-jacente. Ce point est illustré par le graphique 9. L'invasion du Koweït est intervenue alors que le ralentissement était déjà engagé ; elle l'a brusquement transformé en diminution. A la fin de la guerre, la levée des comportements attentistes et un excès d'optimisme ont fait passer l'économie au-dessus de sa tendance, provoquant notamment des stockages trop amples relativement aux besoins de l'économie à ce moment-là. Un retour à la normale a suivi. Désormais la sortie de récession peut s'effectuer.

Elle ne peut certes pas résulter d'une relance budgétaire : les marges de manœuvre en ce sens sont nulles, compte tenu de l'énormité du déficit budgétaire pré-existant. Le léger coup de pouce donné par l'avancement dans le temps des remboursements d'impôt ⁽⁸⁾ peut toutefois accélérer un peu les choses. La sortie de récession peut s'effectuer grâce à la politique monétaire. Certes, le système bancaire semble moins accommodant que les autorités monétaires : le crédit n'est pas

(8) Rappelons que le prélèvement à la source de l'impôt sur le revenu se traduit pour la plupart des ménages par un trop perçu que l'Etat leur reverse en fin d'année. Cette fois, comme durant la récession de 1974-1975, il est avancé dans l'année.

9. Variations sous-jacente et effective du PIB des Etats-Unis

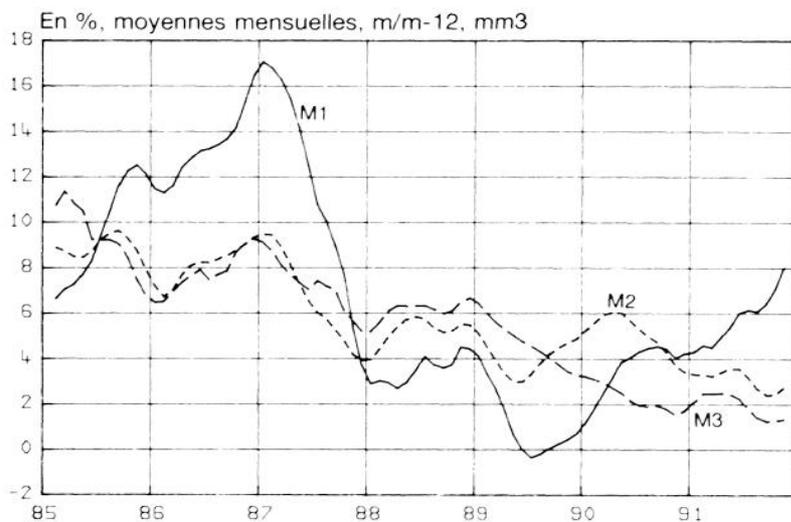


cher, mais il est rare. S'il est rare, toutefois, c'est plus en raison de la faiblesse de la demande que de celle de l'offre : les agents économiques privés ne sont pas encore désireux de recommencer à s'endetter⁽⁹⁾. Rappelons ici que l'endettement ne vient jamais initier une reprise de la consommation des ménages ou de l'investissement des entreprises : il sert simplement à l'amplifier lorsque ces acteurs, ayant assaini leur situation financière, recommencent à procéder à de gros achats qu'ils ne peuvent effectuer avec les seules liquidités accumulées durant le creux conjoncturel.

Cet assainissement financier est dans un premier temps de nature contradictoire : les entreprises l'opèrent en comprimant leurs dépenses en capital et en salaires, c'est-à-dire qu'elles continuent à licencier. Les ménages peuvent alors au mieux consolider leur position en abaissant leurs dépenses autant que leurs revenus : leur taux d'épargne est stable. Ce taux reste stable quelques mois mais s'applique à un revenu en hausse dès lors que les entreprises recommencent à embaucher. Alors les ménages assainissent réellement leur situation ; leurs perspectives d'emploi continuant à s'améliorer, ils recommencent à avoir recours au crédit quelques mois plus tard. Un signe probablement⁽¹⁰⁾ encourageant en ce domaine est le renversement de tendance de l'agrégat monétaire le plus étroit : alors que M2 et M3 ont simplement cessé de ralentir leur progression, M1 a vigoureusement repris la sienne depuis deux ans (graphique 10). Des liquidités s'accablent.

(9) Il y a toutefois des raisons de penser que lorsque la reprise s'affermira les banques limiteront leurs engagements plus que lors de la phase comparable du cycle précédent. Leur prudence, motivée, constituera l'une des causes de la lenteur moyenne de la croissance dans le cycle qui s'amorce.

(10) La croissance récente de M1 peut aussi s'interpréter en partie, on l'a dit plus haut, comme encaisse de transaction liée aux besoins sur le marché financier. Elle serait alors compensée par une baisse de la vitesse apparente de circulation de M1.



10. Variation des agrégats monétaires aux Etats-Unis

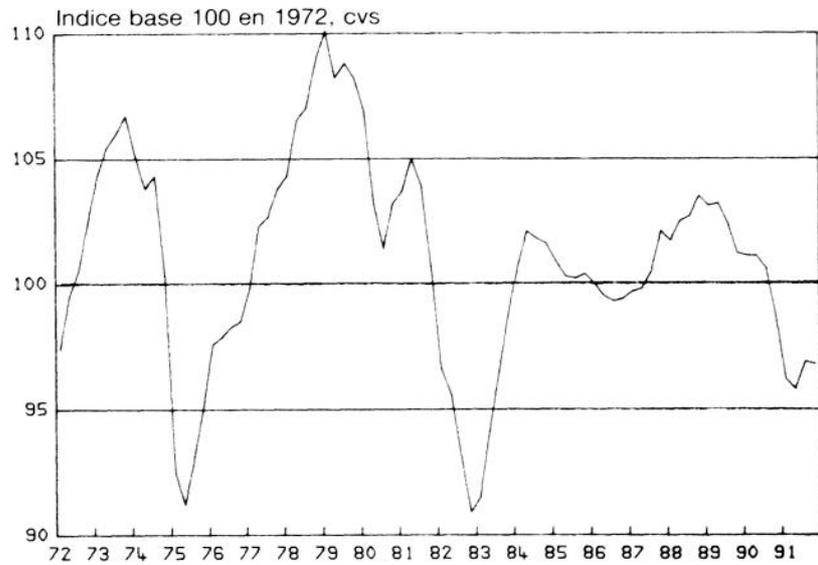
Traditionnellement, un ou deux trimestres après la reprise de la production, le taux d'épargne s'abaisse, les dépenses des ménages s'accroissent. L'indicateur crucial dans ce processus est le nombre d'emplois (et non pas le chômage : ce n'est pas l'évolution de la population active qui influence le comportement des ménages, c'est la perspective pour les salariés de conserver ou non leur travail). La trace statistique de ce phénomène est l'indice de confiance des consommateurs. Cet indice, par le passé, a toujours évolué de pair avec l'emploi, non avec la consommation : pour être consommateur il faut être détenteur de revenus. Sa chute fin 1991 traduisait effectivement la baisse du nombre des emplois après le redressement prématuré de l'emploi. Il oscille début 1992 à un niveau bas qui nous semble constituer le creux de la vague ; il remontera vraisemblablement dès le début du printemps.

Les chiffres de l'emploi appelleraient de nombreuses remarques d'ordre comptable et économique. On se contentera de souligner ici quelques points essentiels pour l'analyse de la situation présente.

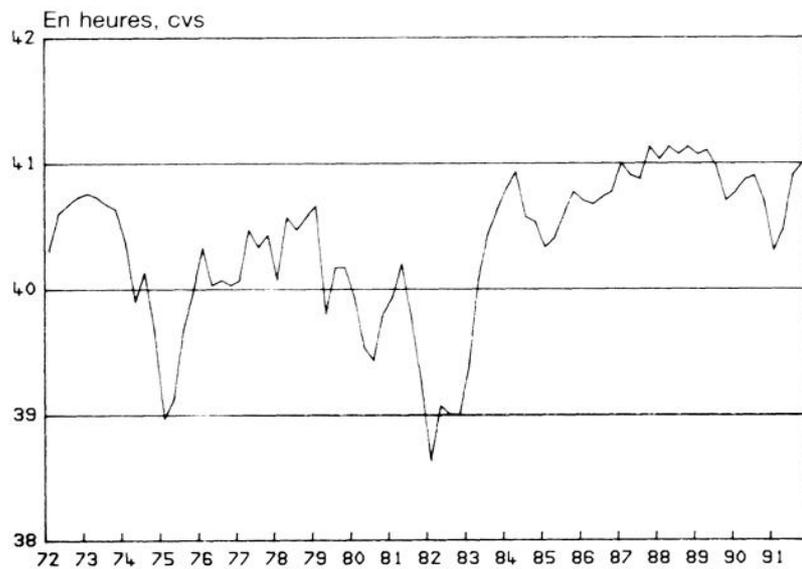
Dans le secteur manufacturier, tout d'abord, la quantité de travail (c'est-à-dire le nombre d'emplois multiplié par la durée hebdomadaire) avait commencé à diminuer mi-1989, au début du retournement conjoncturel qui n'a été qu'aggravé par la crise du Golfe (graphique 11a). La baisse a assurément été moins ample qu'en 1975 et 1983, mais elle n'a nullement été négligeable. Elle a été obtenue en partie par la diminution de la durée du travail ; celle-ci a recommencé à augmenter dès le printemps 1991, rejoignant en fin d'année le niveau des 41 heures qui constitue un plafond. En d'autres termes, toute augmentation de la quantité de travail dans le secteur manufacturier en 1992 passera par l'accroissement du nombre d'emplois, et cela donc dès le début de la reprise c'est-à-dire probablement dès la fin du premier trimestre. Ce

11. Le travail salarié dans l'industrie manufacturière aux Etats-Unis

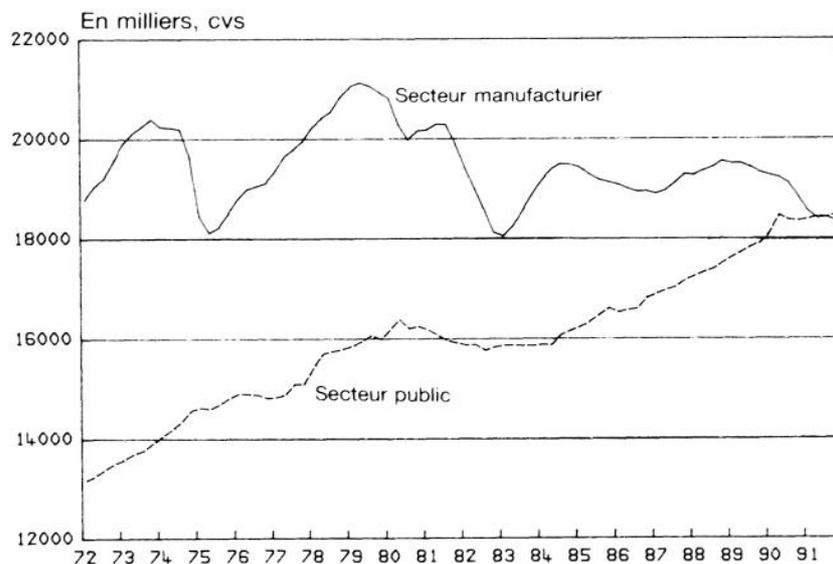
11a. Quantité de travail :
durée × nombre



11b. Durée du travail



11c. Nombre d'emplois



Source : US Department of labor.

nombre d'emplois ⁽¹¹⁾ avait diminué de 1 million, soit 5 %, entre la mi-1989 et la mi-1991 ; il pourrait retrouver son niveau initial courant 1993.

Si les ménages semblent si moroses début 1992, c'est que la majorité d'entre eux sont employés dans le secteur tertiaire. Or le redémarrage y sera sans doute plus lent que dans l'industrie. La quantité de travail dans le secteur tertiaire privé avait beaucoup augmenté entre le début de 1983 et la mi-1991 ; trop augmenté peut être (graphique 12a). Ce secteur est traditionnellement considéré comme ayant une demande peu cyclique du fait qu'il produit des marchandises non stockables. Mais la diminution de la demande qui affecte périodiquement les biens durables consommés par les ménages, l'investissement en logements et celui des entreprises, n'est pas uniquement due à des effets physiques : elle est aussi imputable à ce que de telles dépenses peuvent être différées parce qu'elles ne sont pas essentielles. Or une partie des services utilisés tant par les ménages que par les entreprises n'est pas incompressible. Leur achat peut donc être différé en période de début de reprise, et il se pourrait que le décalage entre croissance de l'emploi manufacturier et croissance de l'emploi tertiaire soit cette fois plus long que de coutume. C'est bien d'emploi qu'il s'agira lorsque la quantité de travail se redressera, car la durée du travail dans le secteur tertiaire n'est pas vouée à augmenter en période de reprise économique (cf graphique 12b).

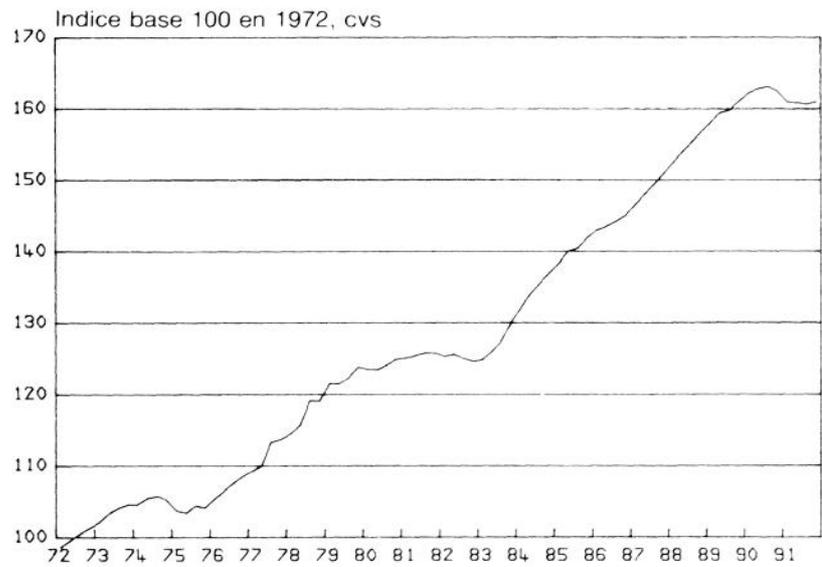
Le manque de confiance des ménages, alors même que leurs dépenses de consommation commencent effectivement à se redresser, s'explique probablement ainsi. Pour le reste, au-delà des soubresauts ayant suivi la fin de la guerre du Golfe, le déroulement de la reprise offrira sans doute un profil classique. L'investissement en logements s'est déjà redressé au second semestre 1991. L'investissement des entreprises le suivra avec plusieurs trimestres de retard comme de coutume. La question majeure concernant aujourd'hui la reprise globale n'a trait ni à son éventualité ni même à sa datation, mais à son ampleur. De nombreux éléments incitent à penser qu'elle sera lente. On peut les regrouper en deux grandes catégories. D'une part, la situation financière des agents privés demeure préoccupante. Comparé au revenu, l'endettement des ménages est élevé. Il apparaît certes moindre si on le compare au patrimoine, mais la valeur de celui-ci est en partie fictive. D'autre part, les reprises sont généralement rapides parce qu'elles succèdent à des récessions profondes.

Ce second argument doit toutefois être nuancé. Le taux de chômage est assurément moins élevé à la fin de la présente recession qu'il ne l'était en 1982. La baisse du PIB a assurément été moins ample en 1991 qu'en 1981-83, et en termes de PIB effectif comparé au PIB potentiel, la baisse a été moins ample que celle de 1981-83 et que celle

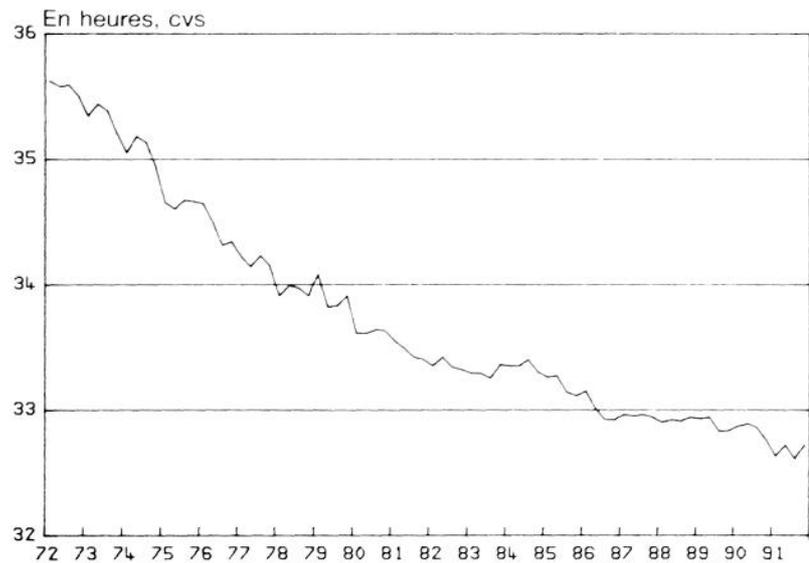
(11) Signalons au passage qu'il y a désormais autant d'emplois dans le secteur manufacturier que dans le secteur public. Les seconds, qui sont souvent des emplois à temps partiel, sont majoritairement le fait des Etats et collectivités locales.

12. Le travail salarié dans le secteur tertiaire privé aux Etats-Unis

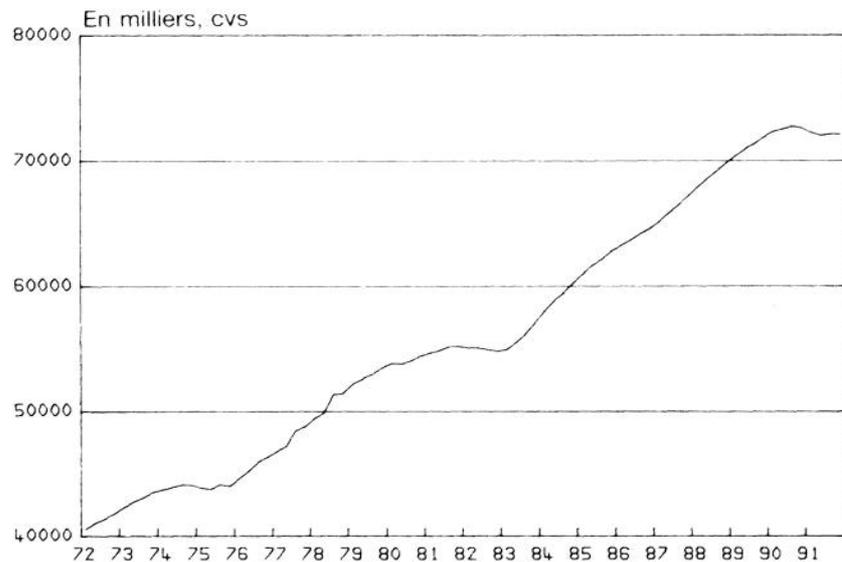
12a. Quantité de travail :
durée x nombre



12b. Durée du travail



12c. Nombre d'emplois



Source : US Department of labor.

de 1973-75. Mais ces deux périodes ne constituent peut-être pas le bon point de référence aujourd'hui. Elles se caractérisaient en effet par la conjonction de mécanismes cycliques endogènes et de chocs extérieurs brutaux. L'absence de choc extérieur majeur cette fois-ci conduit donc à se référer plutôt aux cycles des années cinquante et soixante. Les reprises d'alors étaient souvent vigoureuses même si elles suivaient des récessions modérées.

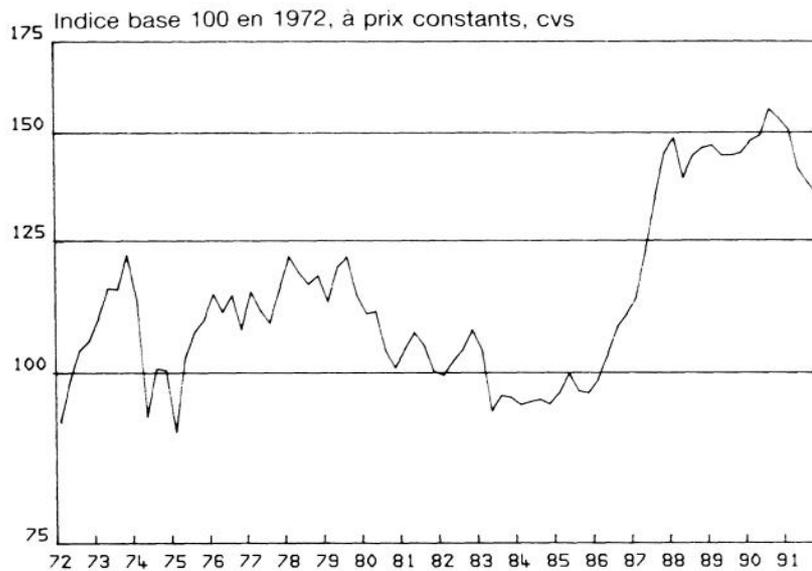
Au total (cf le tableau n° 9 en fin de chronique décrivant le compte ressources-emplois des Etats-Unis) le plus vraisemblable nous paraît être une reprise effectivement lente en 1992 mais atteignant un rythme intra-annuel supérieur à 4 % au second semestre 1993. Cela n'engendrerait pas de tensions inflationnistes avant la fin de la période sous revue.

Le Japon et l'Allemagne : poursuite du ralentissement ou franche récession ?

L'économie japonaise se caractérise depuis plusieurs décennies par un cheminement cyclique prononcé. Celui-ci donne rarement lieu à une diminution du PNB (la baisse de 0,8 % enregistrée en 1974 constituait une exception), mais les décélérations sont importantes. Elles sont, selon les périodes, initiées ou amplifiées par les retournements conjoncturels américains. Cette fois-ci encore les Etats-Unis, qui absorbent le tiers des exportations japonaises, ont joué un rôle de frein avec le décalage habituel de quelques mois : la production industrielle a cessé de s'accroître fin 1990, et se situe depuis lors sur une tendance plate. Il ne s'ensuit toutefois pas que l'activité nipponne va redémarrer dès le printemps, dans le sillage de la reprise américaine. Elle se heurte en effet aux conséquences du surinvestissement qui a marqué la période 1987-début 1990.

Le surinvestissement se marque de la manière la plus nette dans le secteur de l'immobilier. Celui-ci a été le lieu de comportements spéculatifs tels qu'ils ont suscité une politique restrictive de la part des autorités monétaires. L'investissement en logements avait doublé, à prix constants, entre le début de 1986 et la fin de 1987 (graphique 13). Il a ensuite marqué une pause tandis que les prix s'accroissaient de manière démesurée. Le durcissement monétaire entamé à la mi-1989 visait, entre autres, à dégonfler cette bulle avant qu'elle n'explose. De fait les prix sont orientés à la baisse depuis plusieurs trimestres et seraient ainsi, selon les instituts japonais, actuellement inférieurs de 25 à 35 % à leurs sommets. Les quantités diminuent depuis l'été 1990 ; leur chute semble pouvoir s'interrompre à l'été 1992, mais on ne peut guère attendre un redémarrage rapide durant la période sous revue. Cet élément de la demande ne sera donc pas dynamique. Et, surtout, les implications financières du réajustement de ce secteur risquent de freiner l'ensemble de l'économie. D'une part un comportement de patri-

13. Japon :
investissement en
logement



Source : Bank of Japan.

moine peut inciter les ménages à modérer leur consommation à présent qu'ils se savent moins riches. D'autre part, les banques n'ont pas fini d'apurer les conséquences des moins-values immobilières. Il est vraisemblable que, comme les banques américaines deux ans avant elles, elles se montrent pendant quelque temps parcimonieuses dans l'octroi de leurs prêts, réservant ceux-ci aux opérations ne présentant aucun risque. Elles pourraient même être involontairement franchement restrictives si, en raison des moins-values, les ratios Cook n'étaient pas respectés début 1993. Seule une forte détente monétaire pourrait alors assouplir la situation.

Le second aspect du surinvestissement concerne le capital physique fixe des entreprises. Ce n'est pas la réalité des plus-values qui a ici été mal appréciée, c'est la vigueur et la durée de la croissance des débouchés. Les entreprises japonaises ont réagi au redémarrage de l'activité mondiale suivant le contre-choc pétrolier comme si celui-ci avait placé les économies industrialisées sur des rythmes de croissance très supérieurs à ceux qui prévalaient depuis le premier choc pétrolier. Elles ont accru leurs dépenses d'investissement (à prix constants) de 66 % entre le premier trimestre de 1987 et celui de 1991. Cela pouvait sembler justifié par l'élévation rapide du taux d'utilisation des capacités mais supposait, pour être rentable, une progression durable de la demande intérieure et étrangère. La première a été en partie bridée par la politique monétaire. Qui plus est le caractère restrictif adopté par celle-ci, en augmentant les taux d'intérêt, a rendu l'investissement plus onéreux, les perspectives de profit plus faibles, et les actions moins attractives que les obligations. Les cours boursiers ont entamé au début de 1990 un mouvement de baisse rapide tout au long de l'année, plus lent en 1991. L'indice Nikkei a rejoint au début de 1992 le niveau de 1987. Cette seconde bulle spéculative se trouve donc dégonflée, garan-

tissant une plus grande solidité à la reprise économique ultérieure mais pesant dans l'immédiat sur la situation financière des entreprises. Il est dans ces conditions à craindre que l'investissement productif des entreprises ne continue à diminuer durant le premier semestre de 1992.

Enfin le surinvestissement a affecté les stocks des entreprises. Les méventes du second semestre 1991 les ont portés à des niveaux trop élevés relativement à la demande, notamment dans le secteur des biens d'équipement. L'ajustement durant le premier semestre 1992 pèsera sur la production.

Dans ces conditions, la demande intérieure privée pourrait diminuer durant les premiers mois de 1992, ce qui contribuera à la modération des salaires. Le risque inflationniste semble désormais écarté au Japon à l'issue de l'action vigoureuse de la Banque centrale ; c'est du reste là que le risque déflationniste est assorti de la probabilité la plus élevée (probabilité qui demeure faible). Une politique budgétaire assouplie et la reprise américaine permettront toutefois au PNB d'enregistrer encore une légère croissance. Celle-ci s'accélénera par la suite, sous l'impulsion notamment d'une politique monétaire désormais plus accommodante. Comme dans le cas des Etats-Unis, l'agrégat étroit M1 est clairement orienté à la hausse depuis plusieurs trimestres.

L'excédent courant va en conséquence se gonfler. Le yen ne va pas pour autant s'apprécier. Le mouvement des capitaux à long terme va en effet s'inverser pour laisser place à d'importantes sorties, l'épargne ne trouvant pas à se placer dans une économie interne atone.

L'Allemagne joue évidemment un rôle important dans la reprise européenne, mais elle n'en est pas le seul déterminant. Au surplus, on ne peut pas craindre deux maux contradictoires en même temps : la faiblesse conjoncturelle Outre-Rhin, si elle persiste, ne pourra pas s'accompagner très longtemps de taux d'intérêt élevés.

Le déroulement spontané du cycle conjoncturel allemand avait été perturbé par des mesures fiscales décidées avant la chute du mur de Berlin et maintenues malgré celle-ci, et par la réunification. C'est seulement à la mi-1991 que la production industrielle a commencé à fléchir, soit plus d'un an après la plupart des pays européens (la Belgique et surtout les Pays-Bas, tirés par leur grand voisin, constituent des exceptions). Le PNB, lui, a atteint un sommet au premier semestre 1991 puis diminué. Ce mouvement se retrouve dans les importations, qui avaient culminé au premier trimestre 1991 : ce pays a cessé de tirer l'Europe depuis un an maintenant.

Pour les autres pays, l'une des questions cruciales est de savoir si ce mouvement va s'amplifier, et combien de temps il va durer. Du côté du commerce extérieur, l'Allemagne va dès le printemps 1992 commencer à regagner des parts de marché à l'exportation tandis que le taux

de pénétration de son marché intérieur s'abaissera au moins jusqu'à l'automne. En ce sens, le redressement du PNB serait une mauvaise nouvelle pour les autres tant qu'il ne sera pas fondé aussi sur le redémarrage de la demande intérieure. Celui-ci interviendra au cours du second semestre 1992 lorsque les mécanismes usuels de déstockage et de baisse des investissements productifs auront atteint leurs limites. La demande des entreprises viendra alors conforter celle des ménages, qui se redressera dès le premier semestre. En dépit d'une baisse probable du nombre des emplois, la progression des salaires nominaux, largement supérieure à celle des prix, assurera en effet dès cette période la croissance de la masse salariale réelle. Le taux d'épargne s'abaissera en outre à partir de l'été, comme il le fait traditionnellement en cette phase du cycle et du fait que l'épargne réagit rapidement en Allemagne aux variations de taux d'intérêt. La baisse du taux d'épargne et la croissance de la consommation des ménages seront en revanche modérées par la pause observée après le boom de consommation des années récentes, notamment dans l'automobile.

L'ampleur de la reprise sera largement fonction de la politique économique. La politique budgétaire, après avoir été fortement expansive depuis deux ans, tentera de se stabiliser (cf encadré 1). Les autorités monétaires continueront toutefois à y voir une source d'inflation. Leur propre politique est demeurée jusqu'à présent très dure. Au début de 1992, les interventions d'open market de la Bundesbank indiquent une volonté ferme de retirer des liquidités sur les marchés, alors que la croissance des agrégats s'explique en partie par le fait que la monnaie allemande est de plus en plus utilisée dans les pays d'Europe centrale et orientale. En conséquence les taux d'intérêt au jour le jour dépassent un peu le niveau de 9,5 %, ce qui accentue encore l'inversion des taux apparue début 1991. Les taux longs baissent en effet depuis le mois de septembre, atteignant par exemple 8 % en février pour les obligations publiques de 7 à 15 ans, ce qui témoigne de la crédibilité de la politique suivie. Par « crédibilité », il faut entendre le fait que les marchés pensent que la politique monétaire est efficace dans sa lutte contre l'inflation, et donc que les taux courts pourront être abaissés dans quelques mois. Les marchés peuvent certes se tromper ; mais le différentiel de taux ne pouvant s'éterniser, si la Bundesbank n'abaisse pas les taux courts cela implique que les taux longs remontent. On voit mal pourquoi ils le feraient en l'absence de demande de capitaux, c'est-à-dire de reprise soutenue. En d'autres termes, la relative lenteur du redémarrage de l'économie réelle est le meilleur garant d'une baisse des taux courts allemands dès le deuxième trimestre. Si la reprise en Allemagne, et plus largement en Europe, s'effectuait initialement à un rythme plus rapide, elle viendrait buter sur le manque de moyens de paiements disponibles. Alors les taux courts allemands se tendraient, ce qui provoquerait comme on l'a dit des risques de fractures dans la sphère financière. Ces risques seraient tels que la Bundesbank devrait assouplir franchement sa position.

Cela nous semble d'autant plus vraisemblable que l'attitude présente de la Bundesbank est largement motivée par les négociations salariales

Le déficit public en Allemagne

En 1991 le déficit des administrations publiques n'a probablement pas dépassé 120 milliards de DM, soit 4,3 % du PNB nominal de l'Allemagne unie. Il convient de tenir compte en plus de l'excédent d'environ 15 milliards de DM de la Sécurité sociale d'un côté, du déficit de 20 milliards de la Treuhandanstalt de l'autre. Le besoin de financement reste globalement inférieur aux projets initiaux. La conjoncture favorable et les fortes hausses de revenus salariaux ont apporté 10 milliards de recettes supplémentaires, tandis que le besoin conjoncturel de dépenses sociales en a été réduit et que certains programmes subventionnés à l'Est n'ont pas été exploités. Une meilleure utilisation de ces derniers et un ralentissement conjoncturel des recettes dégraderont en revanche légèrement les soldes publics en 1992. Les besoins de financement des nouveaux Länder et communes augmenteront et les comptes de la Sécurité sociale devraient devenir déficitaires à cause des charges croissantes à l'Est. Le déficit courant de la Treuhandanstalt passera à environ 30 milliards de DM.

En revanche le ministère des Finances peut compter sur un bénéfice de la Bundesbank qui aura atteint un niveau record en 1991. La surtaxe de solidarité est maintenue jusqu'en juillet et les taxes sur le tabac ont été augmentées fortement au 1er mars. La hausse de la TVA de 14 % à 15 % entrera en vigueur en janvier 1993 et une nouvelle augmentation de cotisations sociales devrait intervenir en même temps. Enfin, il paraît probable que d'autres mesures fiscales soient décidées face à des besoins de dépenses jusqu'ici sous-estimés dans la partie orientale du pays. Les recettes correspondantes bénéficieront presque entièrement aux nouveaux Länder et affecteront l'activité économique à l'Ouest. Le poids d'une pression fiscale accrue n'y sera guère compensé par les effets de diffusion de l'activité à l'Est.

en cours. Les hausses obtenues par les syndicats d'ici fin avril s'établiront vraisemblablement autour de 6 %, ce qui constitue malgré tout un niveau acceptable par les autorités monétaires. Le rythme de hausse des prix, en glissement, ne descendra en effet pas en dessous de 3 % ; le nouveau relèvement des taux de TVA en janvier 1993 le portera même temporairement à 4 %.

Au total, c'est une reprise lente à partir de l'été, confortée par l'amorce d'une baisse des taux d'intérêt courts, qui se dessinera tendanciellement en Allemagne. Cette tendance se dégagera à travers de fortes fluctuations de court terme occasionnées notamment par les achats d'anticipations précédant le relèvement de la TVA. En moyenne, le PNB apparaîtra en croissance faible ⁽¹²⁾ en 1992 et encore médiocre en 1993 (cf tableau en fin de chronique).

(12) L'année 1992 est une année bissextile : au surplus, le nombre de jours fériés coïncidant avec des jours non ouvrables est plus élevé que l'an passé. Au total, le nombre de jours ouvrables serait supérieur de 1,5 % à ce qu'il était en 1991. Si l'Allemagne, contrairement aux autres pays de l'OCDE, rectifiait ces chiffres pour dégager la tendance fondamentale, le Pnb ne serait en croissance que de 0,7 % ; si au contraire, elle décrit comme les autres la réalité calendaire, le Pnb apparaîtra en croissance de pres de 1,5 %.

Les autres pays européens : quand pourront se concrétiser les virtualités de reprise ?

Le Royaume-Uni présente un cas d'école. Il s'agit d'un pays où, une politique de réforme structurelle autonome ayant échoué, le choix a été fait de rejoindre le SME.

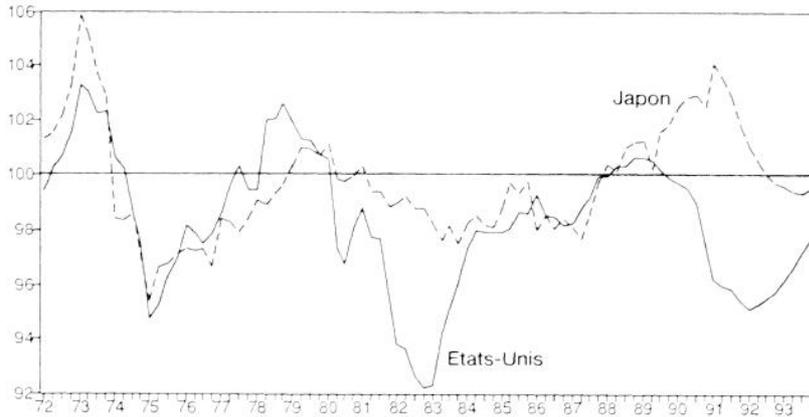
La relance de la consommation des ménages, alors que l'investissement avait été particulièrement carent jusqu'en 1987, avait provoqué une surchauffe plus aiguë qu'ailleurs. Celle-ci avait suscité un durcissement de la politique monétaire qui n'a pu être efficace qu'au bout de quelques trimestres. Dans ces conditions le Royaume-Uni était entré dans une phase de retournement conjoncturel dès le début 1989, c'est-à-dire avant les autres pays industrialisés. Cela ne signifie pas nécessairement qu'il va s'engager avant les autres dans une reprise soutenue, car il s'est entre temps imposé une discipline de change tout à fait nouvelle.

Le thatchérisme aura constitué la dernière tentative du Royaume-Uni pour juguler de manière indépendante ses tensions inflationnistes. Ce pays s'en remet désormais à une autorité extérieure qui a fait ses preuves dans les pays latins. La tentative sera vraisemblablement couronnée de succès. Les entreprises britanniques, conscientes du fait qu'il s'agit de la seule issue pour éviter la marginalisation économique, ont fait preuve d'une grande fermeté face aux revendications salariales en 1991. Après avoir différé les négociations jusqu'à la fin du printemps, afin de bénéficier à ce moment là d'un indice de prix en nette décélération, elles ont imposé sous la pression du chômage des augmentations nominales nettement plus faibles et ont parfois gelé les salaires pour plusieurs mois. La productivité progressant sous l'effet des licenciements, les coûts salariaux unitaires ne progressaient plus qu'à un rythme annualisé de 4 % fin 1991 contre 13 % un an et demi auparavant.

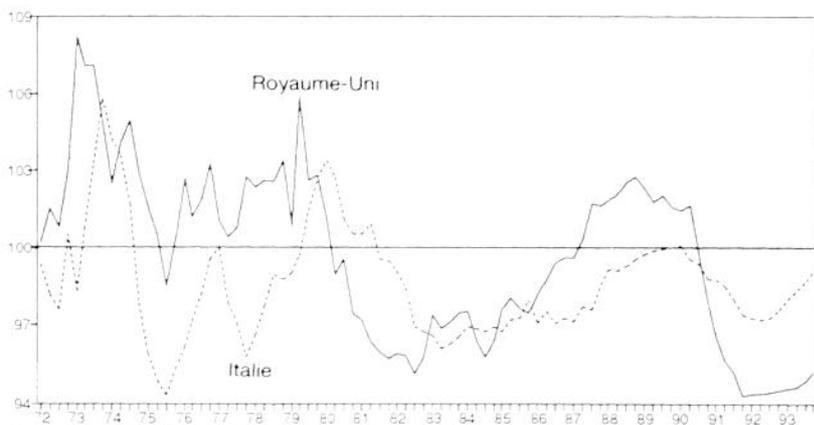
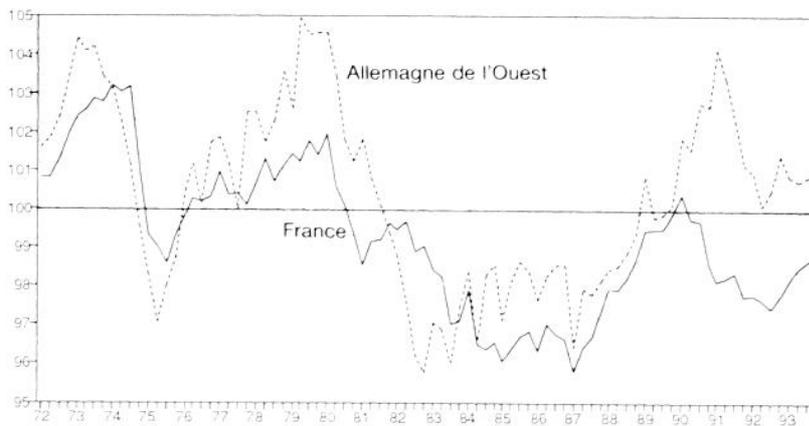
Le prix des consommations intermédiaires s'est par ailleurs abaissé durant les derniers mois de 1991, au Royaume-Uni comme ailleurs, sous l'effet de la baisse des prix des matières premières. Le taux d'imposition des bénéfices a été allégé rétrospectivement, passant à 34 puis 33 % sur les années fiscales 1990-1991 et 1991-1992. Les taux d'intérêt à long terme ont baissé, allégeant les charges financières. Enfin les dépenses d'investissement ont été considérablement comprimées. Ces différents mouvements, conjugués à un fort déstockage, ont sensiblement amélioré la situation financière des entreprises. Celles-ci guettent donc la reprise de leurs débouchés, à laquelle elles pourront faire face dans de bonnes conditions.

Mais les débouchés font défaut. A l'exportation, ceci commencera à s'améliorer avec le redémarrage aux Etats-Unis. Toutefois l'élément déterminant est le comportement des ménages, qui sont encore dans la phase d'assainissement de leur situation financière. La diminution du

nombre des emplois, qui n'est pas encore terminée, jointe à la décélération des salaires, pèse sur le revenu. Le surendettement des ménages constitue l'obstacle majeur à une reprise rapide de l'activité économique. Leur dette brute s'est accrue de manière accélérée durant la seconde moitié des années quatre-vingt pour avoisiner 1,2 fois leur revenu en 1990 (soit deux fois plus qu'en 1980). Autorisé par la déréglementation financière, et encouragé par les mesures d'incitation à



14. PIB réels / PIB potentiels



Sources : OCDE, estimations OFCE.

l'accèsion à la propriété, ce mouvement s'est en partie fondé sur le gonflement du prix des actifs. Le durcissement de la politique monétaire a doublement dégradé leur situation : la majorité des emprunts hypothécaires sont assortis de taux variables, les prix de l'immobilier ont commencé à baisser. Ils payaient donc plus cher un patrimoine dont la valeur baissait. Nombre d'entre eux ont alors cherché à vendre leur logement, accentuant la récession dans le secteur de l'immobilier.

Ce n'est donc guère avant le deuxième semestre 1992 que l'on peut attendre une baisse de leur taux d'épargne accompagnant la reprise de l'investissement en logements et de la consommation des ménages.

Dans les autres pays européens, le phénomène de surendettement existe aussi mais dans des proportions moindres. Ce qui freine principalement les dépenses des ménages, c'est le coût du crédit pour les achats nouveaux, c'est-à-dire les taux d'intérêt. La baisse des taux d'intérêt allemands retenue ici comme hypothèse la plus vraisemblable autoriserait la consolidation du redémarrage des demandes intérieures dans ces pays dans le courant du second semestre. Les reprises se consolideraient alors peu à peu, débouchant en 1993 sur une croissance généralisée en Europe. Cette croissance ne serait pas inflationniste. Les PIB ont partout atteint des niveaux sensiblement inférieurs à leur potentiel (graphique 14).

Conclusion

L'environnement international de la France au début du printemps 1992 offre en définitive des signes encourageants.

Du côté du commerce de marchandises, la demande mondiale redeviendra prochainement plus dynamique :

— en ce qui concerne les pays industrialisés, les Etats-Unis seront les premiers à s'engager dans une phase de reprise qui caractérisera la quasi totalité des pays de l'OCDE à la fin de l'année.

— en ce qui concerne les pays en voie de développement, le relâchement de la contrainte externe et la poursuite des politiques d'ouverture en Amérique latine devraient continuer à porter leurs fruits. En Extrême-Orient, les décalages conjoncturels des différents pays

devraient se compenser mutuellement et permettre une stabilisation de la croissance des importations en 1992, suivie d'une légère accélération l'année suivante. Les importations de l'OPEP, qui suivent généralement avec un an de retard l'évolution du pouvoir d'achat des recettes pétrolières de la zone marqueront le pas en 1992 et s'accéléreront en 1993 sous l'effet d'une progression conjointe des prix et des volumes exportés.

— les importations des pays de l'Est ont achevé leur mouvement de baisse en 1991 et commenceront à se redresser à partir d'un bas niveau (cf encadré 2).

Du côté des marchés financiers, une détente des taux d'intérêt s'amorcera en Europe dans le courant du deuxième trimestre.

L'Europe centrale et orientale : le retour sur terre

La chute de l'activité dans les pays en transition vers l'économie de marché s'est encore accélérée l'an dernier par rapport à 1990. Les incertitudes statistiques rendent difficile toute quantification. L'ordre de grandeur du recul des productions industrielles aura sans doute été de 15 % en Hongrie et en Pologne, de plus de 20 % dans les autres pays d'Europe centrale et orientale. L'effondrement de moitié des échanges entre les anciens membres du CAEM — et notamment celui des importations soviétiques — s'est ajouté aux effets de politiques macroéconomiques restrictives, pour l'ensemble des pays de la région. La Bulgarie, la Roumanie et la Tchécoslovaquie en sont encore à subir les effets — déjà observés en Pologne — de la première phase des réformes. La libéralisation des prix, accompagnée de mesures anti-inflationnistes, provoque une chute du pouvoir d'achat, de la demande interne et des productions locales peu compétitives.

Aujourd'hui, rien ne permet de dire avec certitude quand ce processus d'élimination finira par stabiliser la production, et à quel niveau. Engagée dans les réformes depuis janvier 1990, la Pologne pourrait connaître en 1992 une troisième année de baisse consécutive de son PIB. L'image des thérapies de choc et des destructions créatrices fait marche arrière, ne serait-ce que parce que les modèles ont du mal à intégrer les effets dits « extra-économiques ». La privatisation s'avère plus lente pour des raisons techniques et politiques. Les recettes publiques ne suffisent alors guère pour compenser des pertes liées au recul de l'activité, dans des systèmes fiscaux encore peu efficaces. Côté dépenses, la gestion des budgets est rendue difficile par les besoins de servir la dette extérieure, d'indemniser un nombre de chômeurs en forte croissance ou de subventionner les grandes entreprises en manque de liquidités et certains prix à la consommation. En Hongrie le déficit a dépassé de plus de moitié l'objectif initialement annoncé auprès du FMI en 1991. Le rapport a même été de 1 à 2 en Bulgarie et de 1 à 7 en Pologne. L'accord polonais avec le FMI a été suspendu en septembre dernier, ce qui du coup remet en question les réductions de dettes envisagées par les créanciers publics occidentaux.

Le mécontentement social s'intensifie. Les taux de chômage avoisinent déjà 10 % dans la plupart des pays (plus de 12 %, soit 2,3 million de personnes, en Pologne). Partout, la suppression de subventions provoque encore des relèvements brusques de prix. La hausse des prix du gaz et de l'électricité en Pologne a entraîné de nouvelles grèves au début de 1992. L'augmentation des salaires en Bulgarie s'est accentuée de nouveau en automne dernier, après l'expiration de la trêve entre syndicats et gouvernement. Face à une inflation de plus de 600 % en 1991, ce dernier a dû geler les prix de certains produits en février. Au même moment, le gouvernement polonais issu des élections d'automne dernier s'emploie à faire adopter un programme de relance favorisant l'investissement et les exportations. L'idée d'une austérité budgétaire très stricte serait abandonnée, ce qui a provoqué les cris d'alarme du FMI, qui craint le retour de l'hyperinflation. L'instabilité politique dans la région assombrit les perspectives d'un relèvement économique rapide. L'interruption de l'approvisionnement en pétrole « ex-soviétique » a provoqué de graves pénuries énergétiques. Une partie des industries roumaine et bulgare a ainsi dû arrêter sa production à la fin de 1991. En Hongrie, la substitution du pétrole soviétique — grâce au pipeline de la Méditerranée — s'est arrêtée parce que le passage par la Yougoslavie en guerre a été interrompu. Pour les échanges extérieurs de la Communauté des Etats Indépendants, l'éclatement de l'URSS aura des effets comparables à ceux provoqués par l'abandon du CAEM l'an dernier. La pénurie de devises s'en trouve accentuée, de même que les incertitudes quant à la nouvelle répartition des compétences. Les nouveaux désaccords politiques entre républiques ont tendance à accélérer l'éclatement du réseau d'échanges, autant que l'introduction de monnaies nationales comme dans les pays baltes ou en Ukraine au 1er mars 1992.

Dans ce contexte tout espoir de croissance à court et moyen terme ne peut raisonnablement se fonder que sur les échanges avec l'Occident. Les résultats ont été encourageants pour la Pologne et la Hongrie ces deux dernières années. Comme ces deux pays, la Tchécoslovaquie compte sur des exportations accélérées grâce à l'accord d'association de l'automne 1991 avec la CEE. Les hausses de prix internes (et à l'importation) mettent souvent en cause la compétitivité des exportateurs. L'ajustement des taux de change devient inévitable, rendant plus incertaine la convertibilité totale des monnaies. Le forint hongrois a été dévalué de près de 6 % en novembre dernier (de 15 % en janvier 1991), et le zloty polonais de 12 % à la fin février 1992 (16 % en mai 1991). Quatre mois après la réforme monétaire et la forte dévaluation du lei en novembre, la Roumanie a été contrainte de revenir sur sa décision de convertibilité et a renforcé le contrôle des changes.

En France la croissance, encore faible en 1992, se confirmerait en 1993 mais ne pourra contenir la montée du chômage

La reprise que l'on pouvait escompter pour l'économie française il y a quelques mois encore était fondée sur plusieurs hypothèses : une détente de la politique monétaire allemande, levant l'hypothèque existante sur la croissance européenne. Une amélioration de la situation financière des entreprises françaises, grâce à un redressement de la productivité et une baisse des investissements jusqu'au milieu de 1992, et grâce à l'allègement des charges financières consécutif à la baisse des taux d'intérêt. L'accumulation des trésoreries permettait alors d'amorcer une reprise des dépenses en fin d'année 1992 et en 1993, dans un contexte de demande plus favorable (interne et externe). On escomptait enfin une reprise de la demande des ménages, la faible croissance du revenu (à cause de la baisse des effectifs) étant compensée par un recul du taux d'épargne. Un environnement monétaire permissif était aussi nécessaire.

L'évolution récente a-t-elle confirmé ou infirmé ces hypothèses ? D'abord et avant tout, la restriction monétaire allemande s'est intensifiée, entraînant celle de la France. On espérait à l'inverse qu'elle soit étale, augurant d'un futur assouplissement. Le climat des affaires en France, qui avait cessé de se dégrader à l'été 1991, a de nouveau été orienté à la baisse en fin d'année. Quelques faibles lueurs apparaissent en ce début d'année 1992. Le chômage, cependant, n'a cessé de s'accroître.

Un ciel gris, mais les éclaircies...

La croissance du PIB marchand n'a atteint que 1 % en 1991 ⁽¹³⁾ ; le rebond d'activité du troisième trimestre a été furtif. Il n'est pas spécifique à la France, pas plus que la stagnation de la fin d'année. C'est la caractéristique même d'une reprise « technique », consécutive à la fin du conflit du Golfe ; mais il est probablement amplifié par des phénomènes saisonniers mal corrigés. Les enquêtes d'opinions ne traduisent pas en effet un mouvement d'une telle ampleur. La retombée de la production au quatrième trimestre est de ce fait exagérée.

(13) La croissance du PIB total a été de 1,2 %. La croissance de la valeur ajoutée marchande a atteint 1,3 % : le recul des recettes de TVA a réduit à 1 % la croissance du PIB marchand.

Après une amélioration transitoire à l'automne, le climat industriel s'est détérioré en fin d'année : le pessimisme valait tant pour la production récente que pour les perspectives de production ; les entreprises jugeaient encore leurs stocks élevés et n'entrevoyaient aucune amélioration des carnets de commande, qui restaient très bas. L'amélioration intervenue en janvier et février est due pour l'essentiel à la branche automobile. Signe encourageant cependant, les stocks sont jugés moins lourds dans la plupart des autres branches, ce qui laisse supposer qu'un regain de commandes se concrétisera sans délai sur l'activité. Dans le bâtiment, et même les services, activités récente et prévue se sont dégradées continûment.

La consommation a connu une légère reprise au troisième et surtout au quatrième trimestres, malgré le ralentissement du revenu. Le taux d'épargne a donc baissé significativement au second semestre. Mais les dépenses sont restées très modérées : la consommation totale n'a progressé que de 1,5 % en 1991 et la consommation industrielle s'est réduite de 0,3 %. L'indice de confiance des consommateurs n'a cessé de se dégrader. Ceci résulte à coup sûr du repli de l'emploi. Les ménages anticipent une dégradation de leur niveau de vie, mais comptent à nouveau réduire leur épargne pour préserver une faible progression des dépenses. Les achats de produits industriels se sont d'ailleurs quelque peu redressés en janvier et février.

L'investissement des entreprises a baissé continûment en 1991 et le recul a atteint 3,6 % en moyenne annuelle. Dégradation des comptes financiers et demande peu porteuse se sont combinées. La volonté de redresser le taux d'autofinancement a alors bridé les dépenses. Les entreprises ont, selon des résultats provisoires, modéré l'ajustement des effectifs. Les effectifs industriels ont baissé et la croissance de l'emploi tertiaire s'est accélérée. La productivité manufacturière s'est redressée, mais faiblement au regard de l'objectif d'amélioration des profits et en comparaison des périodes qui précèdent habituellement une reprise économique. Même si la modération salariale se poursuit, l'appréciation des entreprises sur leurs résultats financiers reste pessimiste. Les chefs d'entreprise entendent y parer en modérant le rythme de production, en restreignant les effectifs et les dépenses d'équipement.

Les exportations ont moins progressé en 1991 qu'en 1990 mais avec 4 % de hausse, elles ont soutenu l'activité, la demande intérieure n'ayant augmenté que de 0,9 %. L'appréciation des commandes extérieures varie selon les enquêtes. Il se peut que ces divergences proviennent d'un raccourcissement des délais de livraison, consécutif à la détente des capacités de production. Au delà du très court terme, on peut escompter une remontée de la demande mondiale. La consolidation des parts de marché acquises en cours d'année 1991 permettrait alors que s'accélérent les exportations.

... finiront par l'emporter

Le schéma initial de prévision peut donc être maintenu : rien ne le dément dans l'évolution économique des six derniers mois : il serait alors simplement décalé dans le temps. Une reprise américaine plus tardive et l'espoir (encore) d'un assouplissement de la restriction monétaire européenne en tracent le cadre. Un ajustement plus lent que prévu des effectifs et donc de la restauration des profits reporte à la fin de 1992 la reprise de l'investissement. Mais les mêmes mécanismes peuvent enclencher la reprise : la demande étrangère s'intensifie, les ménages consomment un peu plus, et les entreprises, qui ont reconstitué les moyens financiers d'investir, accroissent à nouveau leurs dépenses d'équipement. Ce dégel des dépenses conforte alors la reprise de l'activité. L'arrêt de la dégradation de l'emploi au début de 1993 incite les ménages à consommer davantage. Encore faible en moyenne annuelle en 1992 (moins de 2 %) la croissance du PIB pourrait atteindre presque 3,5 % en 1993. C'est donc un schéma où se combinent une croissance en volume d'autant plus forte que jouent les effets de rattrapage, un ralentissement des prix et un faible déficit des soldes extérieurs. La remontée de l'emploi en 1993 permettrait d'infléchir la croissance du chômage mais l'effort public de traitement social restera nécessaire pour que le chômage soit contenu. La prévision de reprise d'activité repose en effet sur un net redressement de la productivité des entreprises.

Emploi salarié : l'ajustement ne s'est pas encore opéré

Les effectifs salariés du secteur marchand non agricole auraient augmenté de 0,4 % entre la fin de 1990 et la fin de 1991 ; après une stagnation au premier trimestre et un léger recul au second, une croissance modérée serait intervenue au second semestre. Ceci semble peu probable. Les enquêtes de conjoncture indiquent en effet un comportement inverse des entreprises (voir encadré 3). Et surtout la non prise en compte, à ce stade de l'estimation, des entreprises de moins de 10 salariés fausse les résultats, car celles-ci sont par nature les plus sensibles aux fluctuations conjoncturelles. Déjà, la hausse de l'emploi salarié en 1990 estimée à 1,6 % en février 1991 et même 1,7 % en juin était progressivement réduite à 1,3 % en octobre 1991 puis 1,1 % en février 1992. Au lieu de 243 000 créations d'emplois recensées en juin 1991, 160 000 emplois seulement avaient été créés selon les derniers résultats, encore provisoires. L'inverse s'était produit lors de la phase de croissance économique de 1987 à 1989 puisque les créations d'emplois avaient alors été largement sous-estimées lors des premiers résultats.

Une analyse récente de la gestion de la main d'œuvre par les entreprises éclaire ces comportements ⁽¹⁴⁾. Entre 1987 et 1990, durant la

(14) INSEE Première n° 179, février 1992.

Correction des évolutions de l'emploi salarié

L'examen des enquêtes de conjoncture dans l'industrie et le bâtiment suggère des évolutions d'emploi différentes de celles retracées par les évaluations quantitatives de l'INSEE. Alors que les effectifs dans l'industrie enregistrent des taux de variation heurtés, tenant pour une part aux répercussions de la situation internationale de 1991, et pour l'autre à une saisonnalité résiduelle, les comportements déclarés des industriels paraissent au vu des enquêtes beaucoup plus lisses dans la mesure où leurs réponses éliminent implicitement les composantes saisonnières. Afin de mieux cerner les évolutions récentes de l'emploi, les deux sources d'information ont été recoupées : le lien entre variation de l'emploi en cours de trimestre et solde d'opinion relatif à la tendance récente des effectifs a été estimé. La perception par les chefs d'entreprise des mouvements récents de l'emploi paraissant s'échelonner sur deux trimestres, on obtient la relation suivante :

$$\Delta E_t / E_{t-1} = 0,27 + 0,017 S_{t-1} + 0,014 S_{t-2} \quad R^2 = 0,84$$

(8,6) (2,9) (3,6) DW=1,36

période d'estimation : 1969.4 - 1991.3

les t de Student figurent entre parenthèses

avec : ΔE_t , la variation de l'emploi industriel au trimestre t
 S_t , le solde d'opinion sur la tendance récente des effectifs à l'enquête du trimestre t

Partant de cet ajustement, les estimations d'emploi de l'INSEE ont été corrigées par lissage des taux de variation des deuxième, troisième et quatrième trimestres 1991 (voir tableau).

Correction des évolutions de l'emploi salarié en 1991

En %

	Glissements trimestriels				Glissements annuels
	1	2	3	4	
<i>Industrie</i>					
INSEE	- 0,4	- 0,8	- 0,2	- 0,4	- 1,8
Correction OFCE	- 0,4	- 0,7	- 0,4	- 0,7	- 2,2
<i>Bâtiment</i>					
INSEE	0	0	- 0,2	0,5	0,2
Correction OFCE	0	0	- 0,2	0	- 0,3

Sources : INSEE, calculs OFCE.

La même méthode de corrélation entre emploi et enquêtes a été appliquée au secteur du bâtiment-travaux publics. L'équation estime la variation des effectifs en cours de trimestre du secteur à partir des soldes d'opinion relatifs à la tendance prévue des effectifs issus des enquêtes trimestrielles dans le bâtiment et les travaux publics. Evolution de l'emploi

et tendance prévue apparaissent ici simultanées selon les résultats de l'estimation :

$$\Delta E_t / E_{t-1} = 0,41 + 0,0195 SB_t + 0,0199 ST_t \quad R^2 = 0,75$$

(5,5) (1,8) (2,5) DW = 1,4

période d'estimation : 1975.2 - 1991.4

avec : ΔE_t , la variation de l'emploi dans le secteur bâtiment-travaux publics
 SB_t , ST_t , les soldes d'opinion sur la tendance prévue des effectifs respectivement dans les secteurs du bâtiment et des travaux publics à l'enquête du trimestre t.

L'ajustement réalisé jette le doute sur la reprise des embauches du secteur au quatrième trimestre 1991. Ceci conduit à corriger le taux de variation publié par l'INSEE pour ce trimestre, qui semble particulièrement surestimé (voir tableau).

reprise, les grands établissements ont peu renouvelé leurs effectifs. Misant sur le personnel en place pour s'adapter à un travail plus qualifié, ils ont procédé à de nombreuses promotions. En revanche, les petits établissements ont eu recours aux embauches et ont créé le plus d'emplois. Davantage exposées à la concurrence, les PME sont amenées à gérer leurs effectifs au plus près des mouvements conjoncturels. Les liens sont plus étroits entre l'activité et les recrutements. Ces analyses rétrospectives effectuées à partir des établissements présents durant toute la période, négligent pourtant les créations d'entreprises, et ne concernent que les entreprises de plus de 50 salariés. Elles illustrent donc une tendance, à coup sûr davantage accentuée si l'on prenait en compte l'ensemble des unités de production.

En 1991, l'ajustement de l'emploi à l'activité s'est opéré en partie par le chômage partiel et les formes précaires du travail. Ce fut manifeste lors du rebond d'activité du troisième trimestre. Le chômage partiel s'était fortement accru à partir de la fin de 1990 pour atteindre au printemps 1991 un niveau proche du niveau moyen de 1985 ; une nette décrue s'est produite au troisième trimestre, mais elle fut transitoire. Simultanément l'analyse des flux de main-d'œuvre fait apparaître durant cette courte période une hausse sensible des embauches sous forme de contrats à durée déterminée, alors que le recours à ce type d'emplois s'était atténué dès le retournement conjoncturel du début 1990. L'intérim a suivi les mêmes évolutions.

Mais l'ajustement par le travail précaire et la baisse du temps de travail moyen des salariés présents (hausse du chômage partiel et repli des heures supplémentaires) n'a pas suffi. Les offres d'emploi n'ont cessé de fléchir et les plans de licenciements d'être annoncés. Même en corrigeant en baisse les statistiques d'emploi les plus récentes, il faut conclure que l'ajustement de l'emploi à la production n'est pas achevé.

Les suppressions d'emplois devraient s'intensifier dans l'industrie et le bâtiment...

Dans l'industrie, les effectifs auraient fléchi de 1,8 % entre décembre 1990 et décembre 1991. Nous avons estimé le repli à 2,2 %, au vu des enquêtes. La productivité de l'industrie manufacturière aurait ainsi progressé de 3,1 % en cours d'année⁽¹⁵⁾. C'est une nette amélioration après le repli de 1,2 % en 1990 (graphique 15). Mais le retournement est modeste et le niveau de la productivité demeure bien en deçà de sa tendance de long terme (graphique 16). L'analyse des intentions des entreprises et des cycles de productivité conduit à anticiper une poursuite de la baisse des effectifs, même dans l'hypothèse d'une reprise franche de la production. Les entreprises industrielles prévoient de réduire davantage leurs effectifs et leurs anticipations sont désormais aussi défavorables qu'à la fin de 1986. Selon la Banque de France 35 % d'entre elles estiment être en sureffectifs au début de 1992 ; elles n'étaient que 30 % en juillet 1991. Le repli des effectifs devrait ainsi s'intensifier encore au premier semestre 1992 et se poursuivre jusqu'au milieu de 1993, malgré une reprise de la production. La productivité de l'industrie manufacturière s'élèverait au rythme de 8 % l'an en 1992. Une forte croissance est habituelle dans les phases de redémarrage économique et permet de dépasser le rythme tendanciel : à la charnière de 1987 et 1988, les progressions avaient été plus fortes encore. Un ralentissement des gains de productivité est probable en 1993, alors que la reprise économique se consoliderait. Les entreprises cesseraient de réduire leurs effectifs vers le milieu de l'année. Au cours de l'année 1993, la production s'élèverait de 5 %, les effectifs seraient réduits de 0,6 % et les gains de productivité atteindraient presque 6 %, comme à la fin de 1988⁽¹⁶⁾.

Pour l'industrie dans son ensemble (c'est-à-dire y compris l'énergie et les industries agro-alimentaires), 150 000 emplois seraient perdus entre la fin de 1991 et la mi-93 et une très faible progression interviendrait au dernier trimestre de l'an prochain. En glissement annuel le repli atteindrait ainsi - 2,8 % en 1992 et - 0,2 % en 1993. Le rythme de suppressions d'emplois de 1992 apparaît aussi fort que celui du milieu des années quatre-vingt. Il permet de redresser les profits des entreprises, amputés par un ralentissement de la croissance économique plus ample et plus durable que prévu, auquel les effectifs ne se sont que tardivement adaptés. Toute période de ralentissement révèle en outre les restructurations qui restent à opérer.

Dans le bâtiment et les travaux publics, le même examen critique des statistiques d'emploi a conduit à corriger celles-ci en baisse pour la

(15) Au lieu de 2,7 % sans correction.

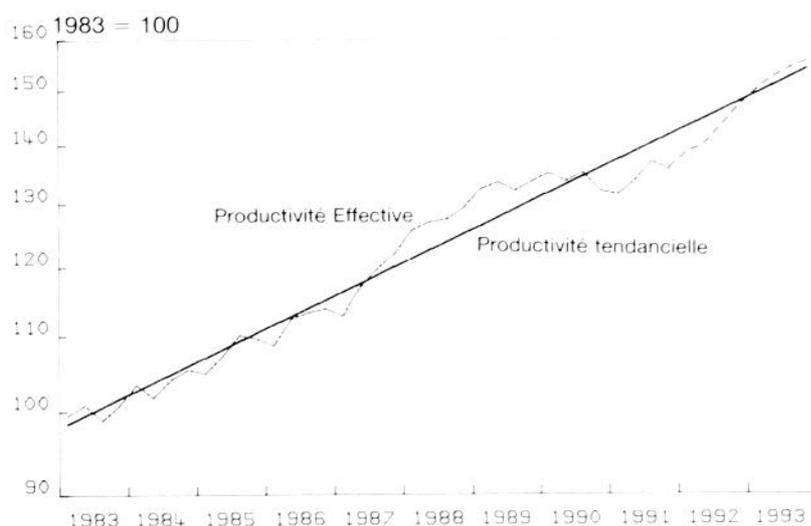
(16) Si l'on corrigeait les effectifs en affectant à l'industrie les intérimaires qui y travaillent effectivement, mais dont l'emploi est comptabilisé dans les services, les pics et les creux de la productivité seraient un peu atténués. Mais ni la tendance, ni la durée du cycle n'en seraient affectées.



15. Productivité dans l'industrie manufacturière ⁽¹⁾

(1) Production par tête.

Sources : INSEE, corrections et prévisions OFCE.



16. Cycle de productivité dans l'industrie manufacturière

Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

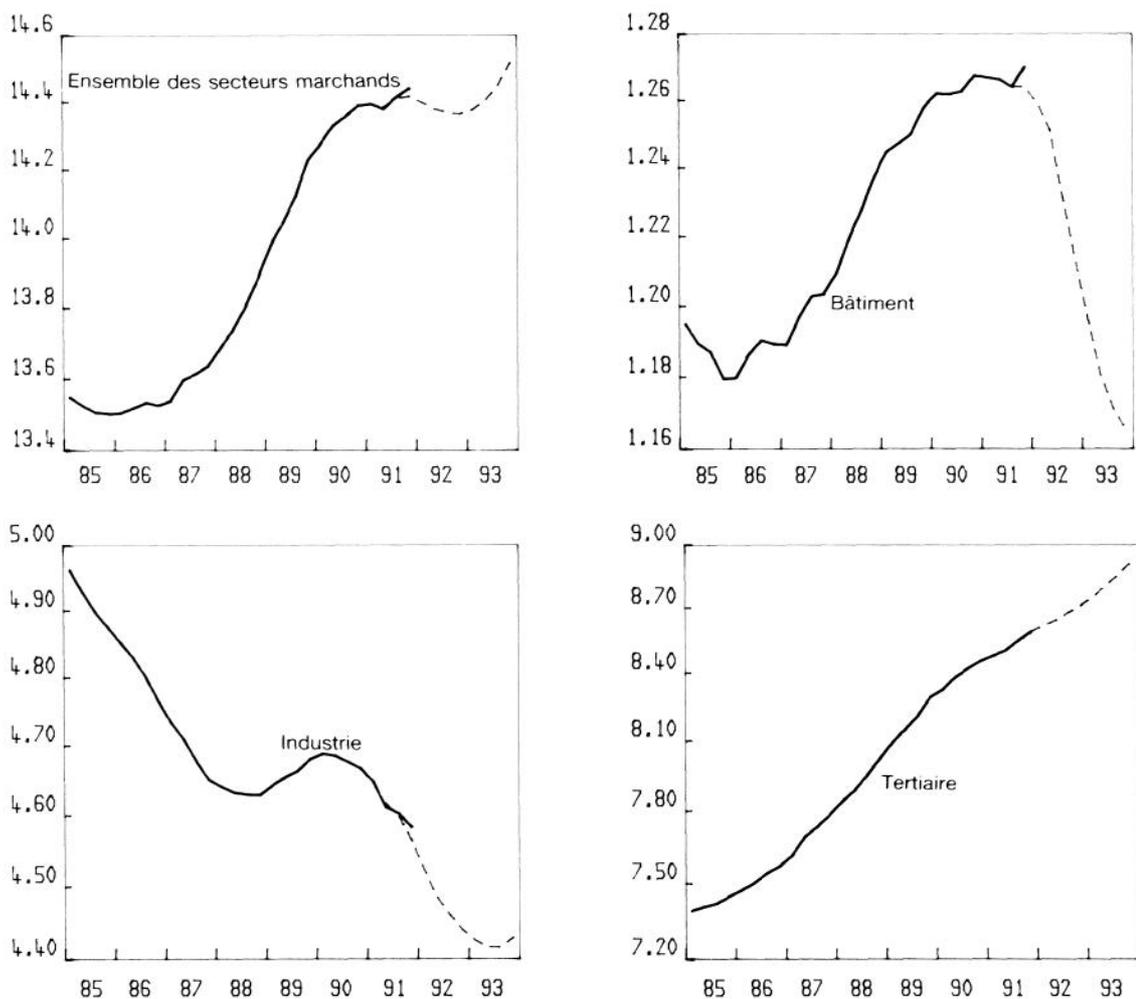
fin de 1991. Un repli supplémentaire des effectifs est anticipé au début de 1992, en lien avec les prévisions des entreprises. La production resterait déprimée dans ce secteur, en raison d'une mauvaise conjoncture du logement et d'un tassement des investissements publics durant les deux années à venir ; seule la reprise de l'investissement privé en 1993 contribuerait à soutenir l'activité. Le recul des effectifs s'accroîtrait donc entre la mi-92 et la mi-93 et se ralentirait ensuite. Les baisses atteindraient ainsi 4 % en 1992 et 1993, en glissement. Le retour à la tendance de long terme de la productivité serait à peine assuré, malgré ces prévisions pessimistes.

...ce qui limitera l'ampleur du redressement de l'emploi total

Le secteur tertiaire est resté créateur d'emplois, mais le rythme des créations s'est nettement ralenti : 3,4 % l'an en 1988-89, 2 % en 1990 et 1,6 % en 1991. En 1992 la progression restera modérée car l'activité ne devrait guère se redresser sensiblement ; cependant la politique de l'emploi favorisera les embauches (contrats emploi-solidarité et emplois à domicile). En 1993, reprise de l'activité et des emplois iraient de pair.

Au total, l'emploi salarié tous secteurs marchands réunis, se réduirait tout au long de cette année (- 0,4 % soit 53 000 emplois supprimés) et se redresserait ensuite, mais modérément : + 1,1 % en 1993, soit 150 000 emplois créés (graphique 17). L'emploi total se creuserait davantage en 1992 (- 95 000) et progresserait de seulement 120 000 personnes en 1993 (tableau 7).

17. Emploi salarié ⁽¹⁾ (millions, cvs)



(1) En fin de trimestre

Sources : Ministère du travail, corrections et prévisions OFCE.

L'investissement des entreprises pâtit de tensions financières

L'investissement des entreprises a reculé de 3,6 % en 1991 et même de 7 % dans l'industrie. Ralentissement de la demande finale et situation financière jugée préoccupante se sont combinés pour brider les dépenses. Que la demande intérieure finale s'accélère et modifie les anticipations des entreprises ne suffit pas à susciter un enchaînement vertueux pour l'investissement dans un contexte financièrement difficile, car les capacités de production existantes, actuellement sous-utilisées, seraient plus sollicitées qu'à l'accoutumée ; sauf à supposer qu'une demande étrangère disposant de son propre financement vienne fortement gonfler les débouchés, qu'alors les entreprises dégèlent leurs dépenses d'équipement et créent suffisamment de revenus pour que la consommation des ménages conforte la reprise et l'accroisse ; le miracle venu d'ailleurs en quelque sorte, où la demande intérieure est entraînée par la demande extérieure.

Même sans miracle, une reprise de l'investissement peut intervenir ; elle serait alors fondée alors sur une amélioration significative de la situation financière des entreprises, actuelle et surtout anticipée ; le dégel des dépenses suivrait alors de peu le redressement des taux d'utilisation des capacités. La progression des débouchés entraînerait alors celle de l'investissement avec les quelques trimestres habituels de retard. La compression de l'emploi demeure la voie principale de rétablissement des profits ; les hausses de prix sont en effet contraintes par une concurrence accrue et le ralentissement des salaires individuels ne pourra être de grande ampleur à cause de la rigidité des évolutions nominales.

L'essentiel est cependant d'apprécier les critères qu'utiliseront les entreprises pour évaluer la contrainte financière et les objectifs de taux de marge et d'autofinancement qui en découleront. En ce début 1992, le poids des contraintes financières est moins apparent dans les comptes nationaux que dans les enquêtes auprès des entreprises. Le taux de marge et le taux d'épargne ont certes baissé en 1991 en moyenne annuelle (32,1 % au lieu de 32,8 % pour le taux de marge et 15,9 % au lieu de 16,5 % pour le taux d'épargne) mais leur recul s'est interrompu dès le début d'année 1991. La baisse de l'investissement a permis un redressement du taux d'autofinancement (88,4 % après 86,6 %).

A l'inverse, l'opinion des entreprises s'est à nouveau dégradée au second trimestre 1991. La baisse de satisfaction quant aux résultats d'exploitation a été plus forte pour les grandes entreprises, qui ont le moins réduit leurs effectifs. Tassement du chiffre d'affaires et alourdissement des frais financiers ont grevé les profits courants. Un moindre recours au crédit bancaire (pour limiter l'endettement) et surtout un accès moins facile aux autres ressources externes ont dégradé les conditions de financement. Début décembre les entreprises envisageaient donc encore de ralentir le rythme de production, de réduire les

effectifs et les dépenses d'équipement. Le léger redressement des résultats d'exploitation qu'elles en attendaient ne permettrait pas selon elles d'enrayer la dégradation des trésoreries. Qu'une détérioration supplémentaire des trésoreries soit anticipée ne nous apprend rien sur ce que celles-ci seront effectivement, mais a dû influencer les comportements de dépenses et d'emprunts, et peut continuer à le faire.

Le niveau des taux d'intérêt a été jugé limitatif par 46 % des entreprises à la fin de 1991 ; cette proportion était d'un quart en 1988, quand les taux réels étaient de 4,5 % au lieu de 6,5 à 7 % récemment. L'alourdissement de la charge de la dette passée prend alors plus d'importance que le seul coût des emprunts nouveaux.

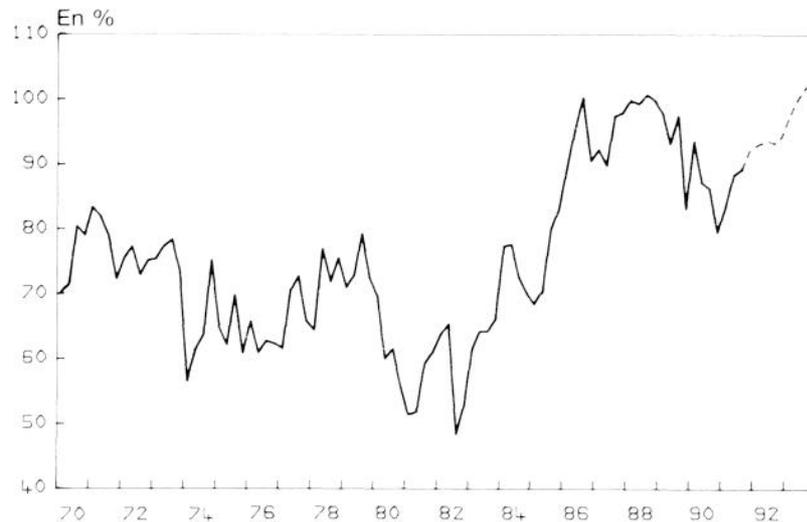
La croissance de l'investissement devra être compatible avec une remontée du taux d'autofinancement...

La baisse des taux d'intérêt prévue dans la présente prévision n'est pas d'ampleur suffisante pour alléger fortement le poids des charges financières, à cause du stock des dettes accumulées. Dans une situation où le taux d'intérêt effectivement payé par les entreprises sur l'ensemble de leur dette, contractée à différents moments du passé est, comme aujourd'hui, sensiblement supérieur aux taux courants du marché, les entreprises ne peuvent réduire ce taux moyen effectif qu'en contractant des crédits nouveaux à des conditions plus avantageuses que celles de la dette ancienne. Or les possibilités de restructurer les dettes en les renégociant s'avèrent limitées en France si l'on tient compte des pénalités encourues et des réticences bancaires. Les entreprises ne contracteront donc ces crédits que si la baisse des taux d'intérêt et la bonne tenue des marchés boursiers leur fait entrevoir de bonnes conditions de solvabilité.

Le décalage entre l'évolution des structures de bilans et celle des profits courants persiste. Les premières s'étaient moins améliorées que les seconds dans la deuxième moitié des années quatre-vingt, si bien que la dégradation du taux de marge et du taux d'épargne en 1990 a fait réapparaître des tensions financières. C'est le poids du passé sur les comportements futurs. Ceux-ci demeurent plus restrictifs que ce qu'on pourrait déduire des seuls comptes courants. C'est pourquoi les entreprises cherchent à redresser leur taux d'autofinancement. Celui que nous avons inscrit en prévision prolonge la remontée de 1991 (graphique 18). Il atteindrait en moyenne annuelle 100,7 % en 1993 après 93,6 % en 1992 et 88,4 % en 1991.

Il convient enfin de souligner qu'un taux d'autofinancement ne traduit qu'en partie la réalité financière des entreprises. En mesurant la part de l'épargne brute dans l'investissement physique, on suppose que les emprunts servent exclusivement à financer les dépenses d'équipe-

ment. Or le recours au crédit finance l'ensemble des dépenses, y compris les placements financiers. Et ceux-ci ont pris un poids croissant dans les dernières années. La comparaison des profits tirés des placements financiers et des profits issus de l'investissement oriente l'utilisation de l'épargne.



18. Taux d'autofinancement ⁽¹⁾

(1) Epargne brute/Investissement . Champ : sociétés et quasi-sociétés.

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

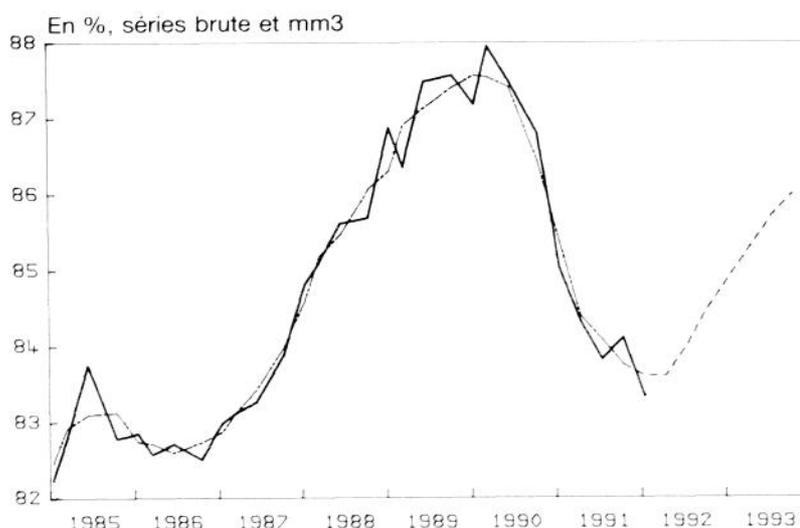
De forts taux d'intérêt et une faible demande finale ont bridé les investissements physiques en 1991 et le recul se poursuivra au premier semestre 1992. Repli des taux d'intérêt et rebond de la demande finale devraient permettre un redémarrage des dépenses d'équipement à la fin de 1992 et en 1993. En moyenne annuelle, l'investissement baisserait encore cette année (- 1,5 %) mais augmenterait l'an prochain (5 %). L'impact favorable de la baisse des taux d'intérêt est donc essentiellement indirect. Si elle n'atténue que faiblement à court terme le poids des charges financières sur les stocks des dettes accumulées, elle permet en revanche de réorienter les dépenses vers l'investissement, dont le financement externe serait facilité par une meilleure tenue de la Bourse. Elle pourrait ainsi permettre de mobiliser une part des actifs monétaires et financiers accumulés antérieurement.

... et du taux d'utilisation des capacités de production

Remontée du taux d'autofinancement et du taux d'utilisation des capacités iront de pair. Dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production a chuté depuis la mi-90, en lien avec le tassement de l'activité (graphique 19). L'investissement a donc été fortement réduit

en 1991 (- 7 % en volume) et les chefs d'entreprise anticipent un nouveau recul de 2 % en 1992. Celui-ci est crédible : l'assainissement financier passe par un emploi plus intense des équipements en place. La remontée du taux d'utilisation des capacités serait déjà sensible avant que l'activité ne s'accélère, et se poursuivrait en 1993 : mais alors, la reprise de la production contraindrait à nouveau d'élever l'investissement de 7 %. Avec une telle évolution de l'investissement, les capacités seraient étendues de moins de 2 % en 1992 et de près de 4 % en 1993, à comparer à une croissance de la production de 2,3 % et 5,7 %. Le taux d'utilisation resterait en 1992 inférieur en moyenne annuelle à son niveau de 1991, malgré sa remontée en cours d'année, et gagnerait 1,5 à 2 points en 1993. La hausse du début 92 à la fin 93 atteindrait presque 3 points en sept trimestres, comme en 1987-88. Mais les niveaux sont transposés vers le haut : l'investissement reste contraint financièrement pour éviter une montée de l'endettement ; la progression de l'investissement, faible au regard des périodes passées, ne permettra pas d'aisance dans l'utilisation des équipements. C'est ce qu'on nomme, dans les enquêtes de conjoncture, une gestion « plus serrée » des capacités.

19. Taux d'utilisation des capacités avec embauche dans l'industrie ⁽¹⁾



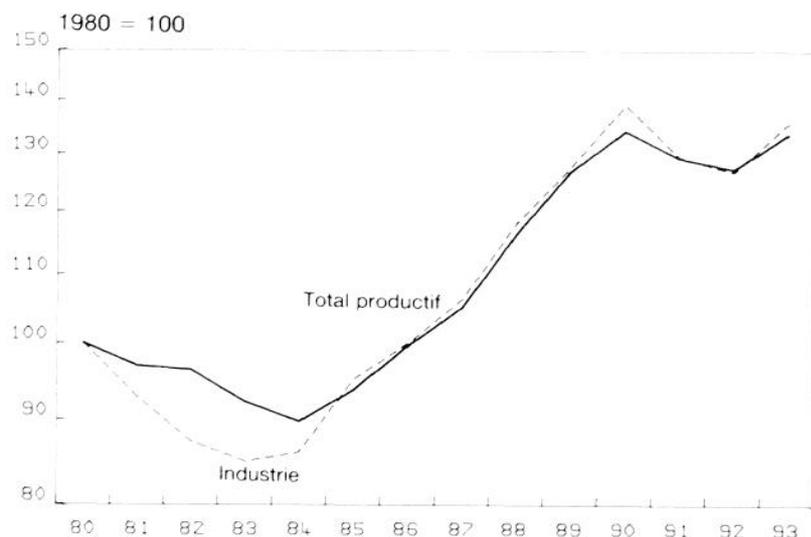
(1) $TU = 100 / (1 + APAE/100)$.

TU = Taux d'utilisation des capacités ; APAE = pourcentage d'accroissement possible de production avec embauche.

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

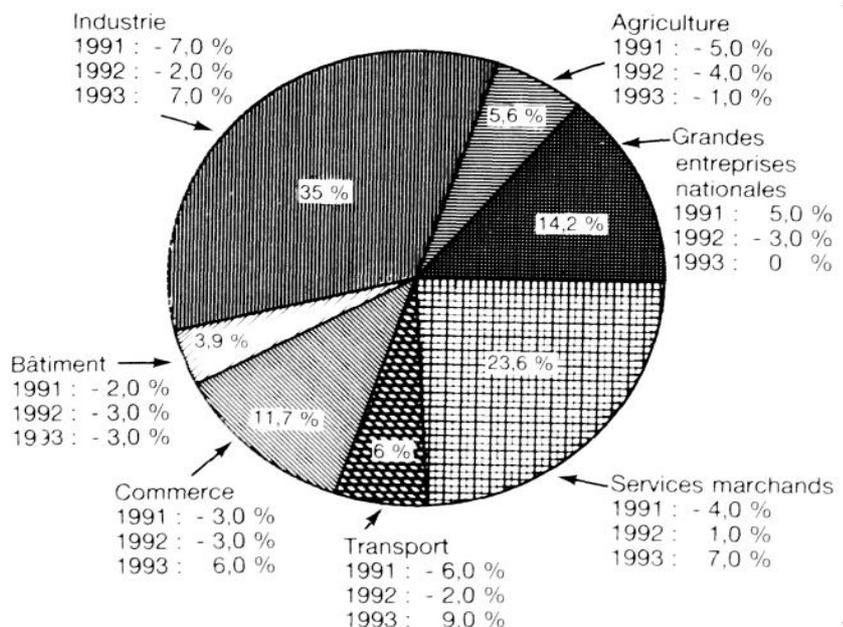
La reprise de l'investissement industriel sera confortée par celle des secteurs tertiaires, en lien avec l'activité. Le plan de soutien aux Travaux Publics contribuera au redressement de l'investissement des services et des transports (graphiques 20 et 21). En revanche, les dépenses d'équipement devraient continuer de reculer dans le Bâtiment et Génie civil (pour les mêmes raisons que celles qui justifient la baisse des effectifs). L'investissement des Grandes Entreprises Nationales (GEN) sera, en 1992 et 1993, bridé par son financement : le volume des

emprunts sera en effet volontairement restreint ; même l'hypothèse d'une hausse des tarifs publics, destinée à étendre l'autofinancement, ne suffira pas à compenser le désengagement du marché financier. De plus, le renouvellement de la flotte d'Air France, qui avait largement soutenu la croissance de l'investissement de l'ensemble des GEN au cours des deux dernières années, est désormais presque achevé. Moin-



20. Volume d'investissement des entreprises aux prix de 1980

Sources : INSEE, prévisions OFCE.



21. Investissement productif des entreprises en volume

Ensemble des entreprises
1990 : 5,7 %
1991 : - 3,7 %
1992 : - 1,5 %
1993 : 5,0 %

Les pourcentages situés à l'intérieur du diagramme indiquent la part de chaque secteur dans l'investissement total en 1990.

Les pourcentages situés à l'extérieur du diagramme indiquent les évolutions en francs constants.

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

dres besoins et moindres emprunts autorisés iront donc de pair. Les GEN ont cependant eu, en 1991, un recours actif au marché international des capitaux, lui-même en expansion ; elles pourraient chercher de nouveau à mobiliser cette marge de manœuvre en 1992 et 1993.

La faible croissance du revenu des ménages...

La croissance du taux de salaire horaire s'est nettement ralentie en 1991 (+ 4,1 % en glissement annuel), malgré une accélération au deuxième trimestre due aux effets transitoires de la refonte des grilles dans le bâtiment. Dans ce secteur, les hausses ont d'ailleurs été plus soutenues qu'ailleurs depuis le début de 1989. Les entreprises continuent d'anticiper un ralentissement des hausses nominales accordées, tant des salaires horaires que des salaires mensuels. Pèse d'abord sur les salaires mensuels le moindre recours aux heures supplémentaires. En outre, l'avancement automatique à l'ancienneté est de plus en plus remis en cause par les employeurs dans les négociations collectives. Enfin, la tendance à réduire le poids des hausses générales au profit des hausses individualisées va ralentir les augmentations totales, puisqu'en phase de ralentissement conjoncturel les revalorisations au mérite et surtout les primes exceptionnelles peuvent être facilement contraintes. Quant à l'intéressement, il ne peut qu'être réduit du fait de la détérioration des profits des entreprises. En 1993, dans la phase ascendante du cycle, il semble encore trop précoce d'anticiper une remontée du taux de salaire ; elle peut se produire, au mieux, en fin d'année. Mais un développement des primes individuelles est probable. Il n'empêchera pas qu'en moyenne annuelle le ralentissement des salaires individuels nominaux perdure : 4,1 % cette année et 3,8 % en 1993 après 4,9 % en 1991. Les prévisions des effectifs étant plus inertes en moyenne qu'elles ne le sont en glissement, la croissance de la masse des salaires serait nettement modérée cette année (4 % au lieu de 5,5 % en 1991) mais resterait stable en 1993. La décélération de l'inflation compenserait un peu le tassement, mais les gains de pouvoir d'achat dans le secteur privé seraient faibles : 1,2 puis 1,5 % en masse des salaires distribués, et 1,3 % chacune des deux années pour les salaires individuels.

L'accord signé dans la Fonction Publique prévoit des hausses échelonnées jusqu'en février 1993 (4,6 % entre janvier 1992 et février 1993). Même en supposant qu'au second semestre un relèvement soit accordé, les salaires publics soutiendront peu les salaires privés. En moyenne annuelle, les salaires des fonctionnaires augmenteraient de 4,8 % en 1992 et 4,3 % en 1993.

Les autres éléments du revenu compenseront en partie l'évolution défavorable des salaires (tableau 3). Les prestations sociales progressent plus qu'anticipé dans les comptes publics : davantage de

dépenses pour le revenu minimum d'insertion, de dépenses de santé suite à l'accord entre les médecins et la CNAM, et surtout de prestations chômage conduisent à un rythme de dépenses de l'ordre de 4 % en termes réels. Le creusement des déficits sociaux en découle. Nous avons néanmoins supposé que la moitié du déficit des régimes sociaux serait financée par une hausse de la contribution sociale généralisée. Pèsera également en 1992 l'effet en année pleine du relèvement des cotisations maladie intervenu en juillet 1991. Tout ceci alourdit les prélèvements fiscaux et sociaux. Mais la croissance des prestations versées excède celle des prélèvements, ce qui contribue à soutenir le revenu disponible en 1992 et en 1993. La progression du revenu réel restera toutefois modérée : 2,5 à 3 % après moins de 2 % en 1991 et une moyenne de 3,7 % au cours des trois années 1988 et 1990.

3. Croissance du revenu réel des ménages

En %

	1991	1992	1993
Excédent brut d'exploitation	1,2	2,7	4,0
Salaires nets	2,4	1,0	1,3
dont :			
Salaires bruts	2,0	1,4	1,5
Cotisations	- 0,1	3,3	2,5
Prestations sociales	3,5	4,2	4,2
Revenus de la propriété et de l'entreprise (nets)	7,2	7,1	4,6
Impôts sur le revenu et le patrimoine	14,5	4,3	5,5
Somme des prélèvements sociaux et fiscaux	3,3	3,6	3,3
Revenu disponible réel	1,7	2,5	2,8
Prix à la consommation (296 postes)	3,1	2,8	2,5

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

En 1991 les salaires nets progressent plus vite que les salaires bruts en raison de la création de la contribution sociale généralisée, prélèvement perçu sous forme d'impôt mais intégralement compensé par la baisse de cotisations sociales.

... sera compensée par une baisse du taux d'épargne

L'ampleur de la reprise de la consommation, donc celle de l'ensemble de la demande intérieure, dépendra des comportements d'épargne, puisqu'on imagine mal que les dépenses d'investissement des entreprises s'intensifient en l'absence d'un regain de demande finale.

Le taux d'épargne s'est élevé depuis le début de 1988 en lien avec l'accélération des revenus. La crise du Golfe a provoqué un regain d'épargne et d'attentisme au premier semestre, qui s'est rapidement dilué au second semestre 1991. Plusieurs facteurs incitent à anticiper un nouveau repli du taux d'épargne d'ici 1993.

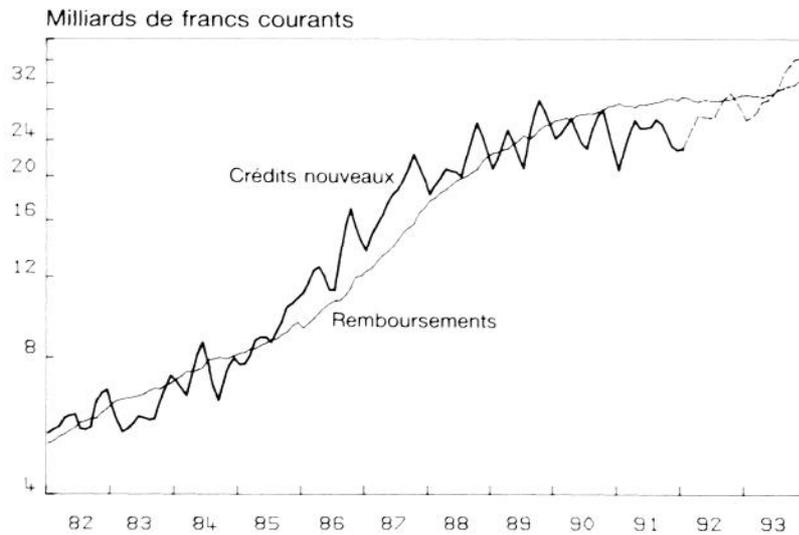
De faibles hausses de revenus devraient, comme d'habitude, conduire à comprimer l'épargne pour préserver la consommation.

Une progression du revenu global fondée, davantage qu'avant, sur celle des prestations que sur celle des salaires a mécaniquement pour effet d'abaisser le taux d'épargne puisque les prestations sociales sont en grande partie consommées.

La baisse des investissements en logements devrait se poursuivre. Le recul des transactions est déjà manifeste ; la baisse des prix en découle, mais l'ajustement ne semble pas s'être encore opéré car les stocks d'inventus continuent de s'élever en contrepoint du fléchissement de la demande. Les mises en chantier ont reculé de 2,1 % en 1991. La baisse des investissements en logement contribuera à réduire le taux d'épargne global, d'autant que si les anticipations d'achats immobiliers sont durablement revues en baisse, la constitution d'une épargne financière préalable à ces dépenses importantes sera elle aussi comprimée.

La faiblesse anticipée de l'inflation modère les besoins d'épargne nouvelle nécessaire à la reconstitution des patrimoines. Les comportements d'endettement auprès des banques joueront un rôle important. De 1985 à 1987, l'envolée des crédits de trésorerie aux particuliers (jusqu'à + 50 % l'an) avait soutenu la consommation et accentué la baisse du taux d'épargne. Le surendettement de certaines catégories sociales qui en a résulté et le retour des entreprises à l'emprunt à partir de 1987 ont incité les banques à modérer leurs offres auprès des ménages. La progression de l'encours de crédits a rapidement décéléré, au point de s'annuler en 1991. Dès 1988-89 la charge des remboursements a excédé les nouveaux emprunts, mettant un terme à l'effet expansif du crédit sur la consommation. On peut envisager qu'à l'horizon de 1993, les ménages fassent davantage appel aux banques afin de préserver leur consommation ; celles-ci seront moins sollicitées par les entreprises qui hésitent à s'endetter et dont les profits devraient s'accroître. Les banquiers répondront-ils alors aux demandes des particuliers ? On peut supposer que l'effet restrictif du crédit se modérerait. En 1991, les remboursements des emprunts passés (charges d'intérêt comprises) ont excédé les nouveaux crédits d'environ 50 milliards de francs. Les remboursements vont désormais se ralentir à cause du tassement passé de l'encours des dettes. Une légère accélération des nouveaux crédits permettrait alors que l'excès des charges sur les emprunts soit stabilisé en 1992, puis se réduise en 1993 à une vingtaine de milliards. Une telle hypothèse repose sur une croissance de 10 % de l'encours des crédits aux ménages en 1993 (graphiques 22 et 23). On est loin de

l'envolée de 1985-87. La croissance de l'encours était déjà de 15 % en moyenne entre 1982 et 1984 ; les banques se plaignaient alors de la frilosité des consommateurs français pour le crédit à court terme, au regard des autres pays développés. Le crédit cesserait ainsi à la fin de 1993 d'exercer un effet restrictif sur la consommation et ne contribuerait plus à élever le taux d'épargne.



22. Crédits de trésorerie aux ménages

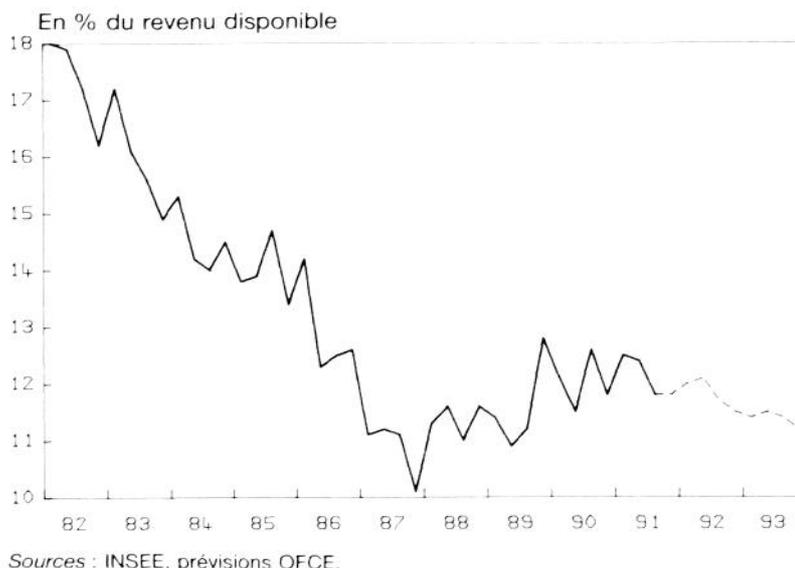
Sources : Banque de France, estimations et prévisions OFCE.



Sources : Banque de France, estimations et prévisions OFCE.

La baisse du taux d'épargne anticipée dans cette prévision n'est cependant que de 0,8 % en deux ans (graphique 24) car l'aggravation du chômage et la faible crédibilité de son repli, poussent encore en 1992 les ménages menacés à épargner par précaution.

24. Taux d'épargne des ménages



Le déficit des paiements courants restera modéré malgré un creusement du déficit commercial en 1993

Les bienfaits pour le commerce extérieur du ralentissement français et de la relance allemande apparaissent nettement sur les résultats de 1991. Ils étaient déjà en filigrane de ceux de 1990. L'avenir est moins rose : le retournement de la conjoncture allemande implique de moindres débouchés d'exportation, sauf si le relais est pris par les autres pays européens. Et quand la reprise française surviendra, elle contribuera à dégrader les échanges en gonflant les importations. Il ne faudra pas nécessairement s'en désoler.

Le déficit commercial de 1991 a été réduit de 20 milliards de francs. Une nouvelle amélioration de plus de 10 milliards devrait intervenir en 1992, mais 1993 serait moins favorable car se combindraient les dégradations des soldes industriel et énergétique (tableau 4 et graphique 25).

Le déficit énergétique s'est creusé de 2 milliards de francs en 1991, malgré une baisse de 12 % du prix du baril de pétrole sur le marché mondial. Cette baisse a été partiellement compensée par la hausse du dollar et le prix du pétrole brut importé par la France n'a fléchi que de 9 %. Et surtout, cette baisse ne s'est pas répercutée sur le prix des autres énergies importées : le prix des produits pétroliers raffinés s'est élevé de 1,4 % en raison de tensions spécifiques à ces produits au niveau international. Le prix du gaz a fortement augmenté (+ 19,2 %), car les clauses d'indexation des contrats d'importation conduisent à une répercussion retardée des variations du prix du pétrole brut ; sa hausse, lors de la crise du Golfe, s'est donc traduite par une progression du prix du gaz dans le courant de 1991. En 1992, les prix devraient baisser pour toutes les énergies importées ; se combineront,

en effet, le repli du prix du brut, la détente des tensions sur les capacités de raffinage au fur et à mesure que seront reconstituées les productions de l'Irak et du Koweït et le recul du prix du gaz induit par celui du pétrole brut de 1991. En 1993, la hausse du pétrole qui est anticipée dans cette prévision ne se répercuterait que partiellement sur les prix d'importation de la France.

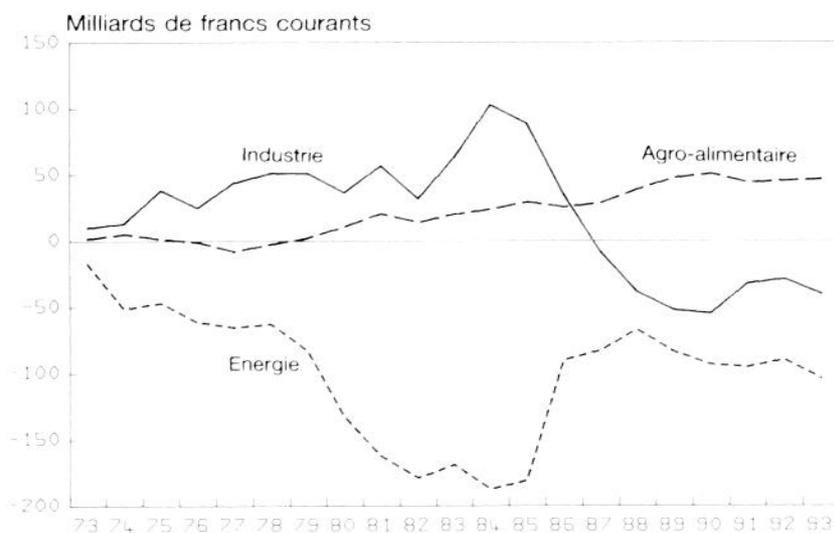
4. Soldes extérieurs

Milliards de francs courants

	1988	1989	1990	1991	1992	1993
					Prévision	Prévision
Agro-alimentaire	39,3	48,2	51,2	44,5	46	47
Energie	- 66,1	- 83,2	- 93,0	- 94,8	- 89	- 103
Produits manufacturés :						
- y compris matériel militaire	- 38,2	- 51,9	- 54,5	- 31,8	- 29	- 40
- hors matériel militaire	- 62,8	- 79,2	- 82,8	- 46,4	- 43	- 53
Solde FAB/CAF	- 65,5	- 86,9	- 93,3	- 82,2	- 72	- 96
Solde FAB/FAB (1)	- 32,5	- 44,8	- 49,5	- 30,1	- 17	- 35

(1) Les importations FAB sont inférieures aux importations CAF de 3,1 % en 1988 ; 3,5 % en 1989 ; 3,7 % en 1990, et 4 % en 1991, 1992 et 1993.

Sources : Douanes, INSEE, prévisions OFCE.



25. Soldes commerciaux par produits (FAB/CAF)

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

On peut espérer, en outre, une progression modérée des volumes achetés, à l'inverse de 1991 où sont allés de pair un climat rigoureux et une politique de stockage des distributeurs et des raffineurs ; la consommation s'est accrue de 4,9 % et la consommation « corrigée du climat » de 1,6 %, c'est-à-dire, pour la première fois depuis longtemps, davantage que le PIB. Grâce à une forte progression de la production d'énergie, le taux d'indépendance énergétique a été stabilisé (47,8 %) et les importations ont cru à peu près comme la consommation (+ 4,7 % et + 4,9 %). En prévision, l'hypothèse technique d'un climat moyen, d'un stockage en relation avec l'évolution de la demande et d'une production nationale d'énergie qui continue de progresser, conduisent à anticiper un ralentissement des volumes importés. La facture énergétique s'allégerait ainsi en 1992 mais se creuserait de presque 15 milliards en 1993.

Le déficit industriel s'est atténué de 22,7 milliards en 1991 et de 36,4 milliards pour la seule industrie civile. Ralentissement des importations (+ 1,6 % au lieu de 4 % en valeur en 1990) et accélération des exportations (+ 5,7 % au lieu de 3,9 % en 1990) se sont combinés⁽¹⁷⁾. La demande intérieure restera modérée en 1992 mais se gonflera en 1993 : la remontée des importations est donc inévitable. La demande extérieure se ralentirait cette année : la faible croissance des importations allemandes comprime en effet les marchés potentiels de la France, même si le commerce mondial s'accélère⁽¹⁸⁾. La France peut-elle alors consolider ses parts de marché ? Les gains acquis en 1991 ont été nets : le volume des exportations a progressé nettement plus (de l'ordre de 2,5 points) que le commerce mondial. La spécialisation géographique est devenue favorable puisque l'Allemagne, premier client de la France, fut le moteur essentiel des importations mondiales. En d'autres temps, une orientation trop tournée vers les marchés déclinants des pays en développement, alors que se dessinait la reprise du marché américain, avait provoqué des pertes sensibles de parts de marché au plan mondial. Mieux, la France a probablement aussi conquis des positions au regard de la demande extérieure qui lui est adressée, essentiellement au second semestre. Il n'y a donc pas qu'un seul effet géographique. Elle a pleinement profité du boom de la demande intérieure et des importations allemandes. En outre, les producteurs allemands, tournés en priorité vers leur marché national et dont les capacités de production se sont vite révélées saturées n'ont pu satisfaire leurs clients étrangers.

Ce retrait des producteurs allemands des marchés européens a favorisé les exportateurs français vers l'Europe hors Allemagne ; d'autant que la compétitivité des prix français s'est améliorée alors que l'Italie, par exemple, a souffert d'une monnaie surévaluée dans le SME. Déjà

(17) Voir *Lettre de l'OFCE n° 95*, janvier 1992 : « le commerce extérieur en 1991 : les bienfaits du ralentissement français et de la relance allemande », Françoise Milewski.

(18) Le commerce mondial a progressé plus faiblement que la demande adressée à la France en 1991. L'inverse se produirait en 1992 et 1993.

depuis deux ans, les parts de marché de la France s'étaient stabilisées. L'arrimage au SME, coûteux en compétitivité-prix quand l'inflation était élevée, ne l'est plus maintenant que celle-ci est maîtrisée.

A la fin de 1991 et au début de 1992 le retour des producteurs allemands sur les marchés d'exportation est encore modéré, malgré le repli de leur marché intérieur : Outre-Rhin les commandes étrangères ne se sont guère redressées jusqu'à présent. Il pèsera donc, potentiellement, par une concurrence accrue au cours des trimestres à venir. Mais la compétitivité des prix restera favorable pour les producteurs français, tant vis-à-vis de l'Allemagne que de l'Europe du Sud. Il est donc possible que les gains de parts de marché soient consolidés et même quelque peu étendus, en même temps que la pénétration des importations sur le marché intérieur soit contenue. Mais le décalage conjoncturel de 1991 disparaissant, importations et exportations en volume iraient de pair en 1993. Stabilisation du taux de couverture en volume et dégradation des termes de l'échange (en raison même du surcroît de compétitivité) provoqueraient donc un creusement du déficit industriel.

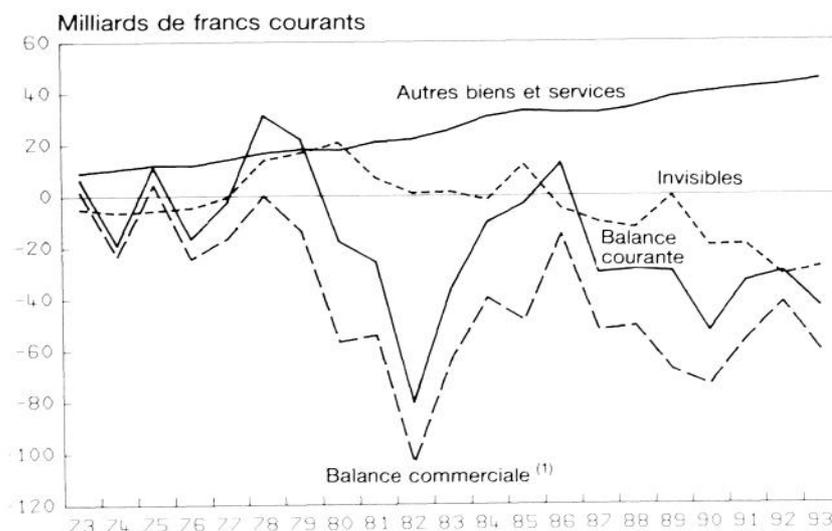
L'apport des ventes d'Airbus à l'amélioration des échanges serait très modéré, à l'inverse de 1991, car pour pallier le tassement récent des commandes, les cadences de production seront réduites. L'excédent des ventes d'armes devrait continuer de s'amenuiser, en lien avec les économies pratiquées par certaines armées du monde et la dissémination des armes « d'occasion ».

Enfin, l'excédent agro-alimentaire devrait cesser de se réduire ; l'aide alimentaire aux pays de l'Est pourrait même gonfler sensiblement les exportations.

Le déficit des paiements courants a été fortement comprimé en 1991 : - 33,4 milliards après - 52,9. La réduction du déficit commercial, l'extension du solde touristique et les versements effectués par les alliés pour financer l'engagement des armées françaises dans la guerre du Golfe, ont plus que compensé l'alourdissement de la contribution au budget de la CEE et le nouveau gonflement des intérêts. L'amélioration de 1991 fut d'autant plus importante que le déficit de 1990 a été creusé après... « identification d'importantes omissions de déclarations concernant les intérêts versés aux non résidents sur les Obligations Assimilables du Trésor qu'ils détiennent », selon les termes de la Banque de France.

En 1992 et en 1993, la contribution au budget de la CEE devrait encore augmenter (voir encadré). Cela compensera en partie l'amélioration due aux échanges commerciaux cette année, mais accentuera son creusement l'an prochain. Le déficit des paiements courants resterait cependant très modéré : 0,4 % du PIB en 1992 et 0,6 % en 1993, après 0,5 % en 1991 (graphique 26).

26. Balance courante



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

Sources : Banque de France, prévisions OFCE.

Politique économique : relance ou déflation ?

A l'approche de diverses échéances électorales en France et à l'étranger, s'est instauré un débat de politique économique autour de deux thèmes : faut-il utiliser la politique budgétaire à des fins de relance à court terme ? La politique monétaire n'est-elle pas trop restrictive au risque de susciter une déflation ?

Le ralentissement économique a creusé le déficit budgétaire. Le budget 1991 adopté par le Parlement à l'automne 1990 prévoyait une dépense de 18,8 % du PIB et un déficit de 1,2 % (80 milliards). Au moment de l'examen de la Loi de finances rectificative, en novembre 1991, le déficit fut évalué à 100 milliards. Il est probable que l'exécution 1991 se soldera par un déficit de 132 milliards, soit 1,9 % du PIB. Le poids du déficit budgétaire, qui reculait régulièrement dans le PIB depuis 1984, s'est donc accru (il était de 1,4 % en 1990). Ce creusement est dû essentiellement à la chute des recettes. Les dépenses sont restées pratiquement au même niveau que dans la Loi de finances initiale (1295 milliards soit seulement 5 milliards de plus) ; leur poids dans le PIB s'est accru par rapport à la prévision initiale (19,1 % au lieu de 18,8 %) du fait de la différence entre le PIB initialement prévu et celui effectivement réalisé.

La politique suivie en 1991 (maintien des dépenses au niveau voté, et donc augmentation du déficit d'un montant égal à la surestimation des recettes) demeure prônée par le ministère des finances pour 1992. S'il obtient gain de cause, le gouvernement devra annuler quelque 20 milliards de crédits pour compenser les dépenses nouvelles ; la dépense publique serait alors maintenue à 18,8 % du PIB et le déficit limité à

110 milliards soit 1,5 % du PIB. Par rapport à 1991, cette stratégie conduirait à un double repli de l'Etat en terme de dépenses et de déficit, et lui ferait jouer un rôle plutôt restrictif sur la croissance. C'est pourquoi certains proposent de ne pas compenser les engagements pris depuis le vote de la Loi de finances et de « laisser filer » le déficit et les dépenses au moins jusqu'au niveau de 1991 (tableau 5). Même dans cette hypothèse, l'objectif du gouvernement resterait la neutralité et non la relance, afin d'éviter le gonflement de la part de la dette publique dans le PIB.

5. Déficit budgétaire

En milliards de francs courants

1991	
Déficit budgétaire en exercice	132
1992	
Déficit budgétaire en LFI	90
Dépassement prévisible	
– Mesures emploi	12
– Accord salarial	3
– Conséquences de l'accord salarial sur le budget des anciens combattants et veuves de guerre et enseignement privé	1
– Indemnisation SIDA	3
– Plan agriculture	1,7
– Plan routier et concours à Eurotunnel	1,3
– Fonds de compensation T.V.A. pour les collectivités locales	0,5
– Surestimation des recettes	13
– Révisions des hypothèses de taux d'intérêt	0,5
– Versement C.E.E.	7
Total	43
Déficit	133

Sources : Ministère des finances, calculs OFCE.

Le problème du déficit se pose également à la Sécurité sociale. La hausse en juillet 1991 des cotisations maladie permettra un quasi-équilibre en 1992 si l'augmentation de la masse salariale atteint 4,8 %, hypothèse retenue par la commission des comptes de la Sécurité sociale de janvier 1992. Une telle progression est peu probable et si rien n'est fait, l'année se terminera par un déficit de 15 milliards, en raison d'une hausse des dépenses de santé de 7,1 % à la suite de l'accord entre la CNAM et les syndicats de médecins, et d'un tassement des rentrées de cotisations sociales. Le gouvernement, qui ne peut laisser ainsi se dégrader les comptes de la Sécurité sociale, devra très certainement procéder à une nouvelle hausse de cotisation ou d'impôt en faveur de la Sécurité sociale. Nous avons supposé qu'il augmenterait à partir du 1er juillet la CSG de 1 point. Cette augmentation aurait l'avantage d'équilibrer les comptes 1992-93 tout en apurant le passé.

Elle aurait l'inconvénient d'alourdir les prélèvements obligatoires sans résoudre les problèmes de fond de la Sécurité sociale, notamment la forte dérive des dépenses de santé.

L'UNEDIC risque aussi de connaître en 1992-93 de graves problèmes de financement. L'accord de décembre 1991, qui a peu augmenté les cotisations (0,12 point) ne permettra pas un retour à l'équilibre en 1992. Sur les deux ans, le déficit cumulé pourrait atteindre 30 milliards. Les partenaires sociaux devront trouver les financements nécessaires, à moins que la reprise économique, en réduisant le chômage, ne limite le déficit à une simple crise de trésorerie ; l'équilibre des années futures se rétablirait alors de lui-même, au prix des économies que souhaitent voir aboutir certains dirigeants de l'UNEDIC (rationalisation de la gestion, prise en charge par l'Etat du régime des artistes interprètes, généralisation de la facturation des frais de dossier...).

Après dix ans de décentralisation, les budgets des collectivités locales qui représentent désormais 6,2 % du PIB, marquent le pas. Les budgets d'investissement se stabilisent et les recrutements devraient en 1992-1993 assurer au mieux le maintien global des effectifs, qui avaient crû de 1 % par an au cours des cinq dernières années. La transformation de la taxe d'habitation départementale en une taxe sur le revenu modifiera la population des contribuables et il est probable que les départements profiteront de cette modification du mode de calcul de leurs recettes pour les accroître légèrement.

Le budget européen sera le seul à progresser de façon significative dans les années à venir. Le plan Delors prévoit de porter le prélèvement européen de 1,2 % à 1,6 % du PIB en 1997 soit 30 % de croissance (voir encadré 4).

L'Europe de 1993

Le 1^{er} janvier 1993, l'Europe entrera dans la phase du marché unique et donc dans une nouvelle étape de sa construction. A un moment où les finances publiques en France, au niveau national comme au niveau local évoluent peu, l'intégration européenne changera la structure des prélèvements obligatoires. Deux éléments vont jouer : la révision des taux de TVA et l'entrée dans un nouveau cycle de cinq ans de perspectives financières pour l'Europe.

L'uniformisation des taux de TVA prévue pour le 1^{er} janvier 1993 se fera progressivement compte tenu de l'importance du manque à gagner pour certains pays (Irlande, Danemark, France, Belgique). L'objectif du processus est d'atteindre deux taux, un taux normal autour de 15 % et un

taux réduit sur les produits de première nécessité autour de 5 % alors qu'en France subsistent encore quatre taux (22 %, 18,6 %, 5,5 %, 2,1 %). En janvier 1993, la France instaurera deux taux, probablement : 18,6 % et 5,5 %. Le coût serait de 30 milliards : cette mesure aura un impact de 0,4 point de baisse sur l'indice des prix, que l'Etat pourrait utiliser pour procéder à des hausses de tarifs publics (tabac, transport) qui lui fourniraient des recettes nouvelles compensant en partie la baisse de TVA.

*E1. Part du prélèvement du budget de la CEE dans le PIB **

En %

1970-1974	1975-1985	1986-1987	1988-1992	1992-1997
0,2 %	0,8 %	1 %	1,18 %	1,4 %

* Projet actuel de la Commission pour 1992-1997.

Sources : Comptes de la nation, Commission de la CE, calculs OFCE.

Sur le plan budgétaire, la Commission doit présenter cette année un nouveau programme pour les cinq années à venir (tableau E1). Le budget européen s'accroît régulièrement sans avoir la masse critique pour que l'on puisse définir une politique budgétaire vraiment active au niveau européen. Néanmoins, il fonctionne d'ores et déjà comme un élément de solidarité et assure un transfert des plus riches vers les plus pauvres ; de ce fait la France est devenue contributrice nette à la CEE et cette tendance devrait s'amplifier (tableau E2).

E2. Contribution de la France au budget de la CEE

En milliards de francs courants

	1988	1989	1990	1991	1992 (LFI)	1992 (1)	1993 (1)
Versements effectifs de la France	71	65	61	77	87	99	102
Retour	53	41	44	59	74	74	77
Solde	- 18	- 24	- 17	- 18	- 13	- 25	- 25

(1) Prévisions

Sources : Cour des comptes de la CE, Comptes de la nation, calculs OFCE.

Les administrations publiques ont subi en 1991 les conséquences du ralentissement conjoncturel : du fait de moindres rentrées fiscales, le taux des prélèvements obligatoires est passé de 43,8 % à 43,7 %. Elles continueront en 1992-1993 à s'adapter à la situation conjoncturelle sans chercher à la corriger, gardant comme principal objectif de limiter leur déficit. Cette politique budgétaire prudente se veut un complément indispensable de la politique monétaire, dont le but reste la défense de la parité du franc au sein du SME.

La détente de la politique monétaire allemande permettra à la France de s'engager progressivement dans la baisse des taux d'intérêt. La Banque de France a fixé comme objectif de politique monétaire pour 1992 une évolution de l'agrégat M3 comprise entre 4 et 6 %, ce qui correspond à l'évolution attendue du PIB en valeur. En 1991, la croissance de M3 (4 %) s'est fondée sur la partie M3 moins M2 de l'agrégat, M2 ayant reculé de 2,3 % (tableau 6). La croissance de la masse monétaire a donc été due à ses éléments les moins liquides et le recul de M2 a incité certains analystes à parler de déflation. De fait, le danger est réel que la reprise bute sur une absence de liquidité. La reprise aura besoin, pour être significative, de la baisse des taux qui suivra celle que l'on peut espérer Outre-Rhin et d'une création moné-

6. Evolution des composantes des masses monétaires

Milliards de francs en moyennes trimestrielles

	1990				1991			
	1	2	3	4	1	2	3	4
Billets	234	241	246	248	243	247	253	250
Dépôts à vue	1 293	1 291	1 301	1 337	1 299	1 317	1 285	1 290
M₁	1 527	1 532	1 547	1 585	1 542	1 564	1 538	1 540
Livrets A	783	765	762	676	685	670	663	657
Livrets Bleus				86	86	86	85	85
Comptes logement	118	117	118	117	120	121	122	121
CODEVI	82	80	79	80	82	81	83	89
Livrets épargne populaire	74	73	73	73	75	74	74	74
Divers livrets	215	211	215	209	210	205	203	194
M₂	2 799	2 778	2 794	2 826	2 800	2 801	2 768	2 760
Titres en devises	86	76	74	68	64	69	58	65
Placements à terme	663	666	666	660	655	655	657	652
Titres en francs	205	210	213	256	308	311	304	310
OPCVM court terme	860	950	1 020	1 080	1 100	1 141	1 228	1 297
Fonds communs de créances	-	-	-	2	3	3	6	6
M₃ (1)	4 613	4 680	4 767	4 892	4 930	4 980	5 021	5 090

(1) M₃ est conforme à la nouvelle définition en vigueur depuis janvier 1991.

Sources : Banque de France, calculs O.F.C.E.

taire plus soutenue. Or le Trésor a adopté le principe de la couverture du déficit budgétaire par émission d'emprunts à long terme, ce qui favorise la contraction monétaire. Compte tenu de l'ampleur du déficit il a dû revenir sur ce principe en fin d'année 1991 et emprunter à court terme 27 milliards à la Banque de France. Il semble pourtant qu'il ait l'intention en 1992 de couvrir tout le déficit par emprunt, alors que le soutien à l'économie passe par une certaine croissance de la masse monétaire, que dans les circonstances présentes, il est le plus à même d'assumer.

La politique économique que nous prévoyons est donc marquée par la continuité. Il est probable que le résultat des élections de mars 1993 ne l'affectera pas profondément, tant le consensus paraît fort autour du désir de contenir la dette publique et de maintenir la parité du franc.

La croissance, encore faible en 1992, se confirmerait en 1993...

Le schéma décrit dans cette prévision est celui d'un rétablissement spontané de l'activité économique. Le ralentissement de la croissance, qui a débuté au printemps 1990 et a été accentué par la crise du Golfe, s'est prolongé en 1991 et a été de nouveau amplifié par la politique monétaire restrictive de l'Allemagne. L'année 1992 serait, schématiquement, celle de l'assainissement financier des entreprises qui précède la reprise. Repli des effectifs tout au long de l'année, en particulier dans l'industrie, et détente monétaire permettraient que s'élèvent à nouveau la productivité et les taux de profit. La prudence des comportements d'investissement (encore en recul cette année) conduirait à redresser à nouveau le taux d'autofinancement. Cet assainissement financier et le regain de demande finale créeraient les conditions d'une reprise économique et la croissance de 1993 pourrait alors approcher 3,5 %. Elle serait fondée sur une reprise de l'investissement des entreprises, un regain de consommation des ménages et des administrations, et une contribution positive des stocks. La résorption des stocks de produits industriels s'est déjà opérée à la fin de 1991 et au début de 1992 ; c'est d'ailleurs l'un des éléments de l'assainissement en cours. Les stocks de produits énergétiques restent cependant encore élevés, et leur repli est probable en 1992. En 1993, reconstitution des stocks et reprise d'activité iraient de pair.

Cette reprise serait toutefois moins forte que celle du précédent cycle conjoncturel. En 1988 la croissance du PIB marchand avait atteint 4,6 %. La progression de l'investissement des entreprises serait en effet plus modérée, et surtout elle serait compensée par un repli de l'investissement des ménages et une faible progression de l'investissement des institutions financières et des administrations. L'investissement total ne progresserait ainsi que de 2,7 % (au lieu de 8,6 % en 1988). La contribution des échanges extérieurs à la croissance serait nulle, après avoir été positive, significativement en 1991 et faiblement en 1992.

La reprise de 1993 s'opérera dans un contexte d'inflation faible, de déficit extérieur très modéré (même s'il se creuse quelque peu en 1993) et de déficit budgétaire contraint.

... mais ne pourra contenir la montée du chômage

Cependant à elles seules, ni la croissance de 1992 ni même celle de 1993 ne pourront contenir la montée du chômage. Le repli de l'emploi total atteindrait 0,4 % cette année, soit près de 100 000 destructions d'emplois. Même en supposant que la population active ne s'élève que de 170 000 personnes, au lieu de 185 000 (selon les projections démographiques de l'INSEE ⁽¹⁹⁾), le chômage augmenterait de 265 000, soit un niveau de 3,1 millions en fin d'année 1992. La barre symbolique des 3 millions serait franchie dès le milieu de l'année. En raison de ce risque nous avons supposé qu'une politique active de l'emploi briderait cette évolution.

Le plan emploi adopté en octobre dernier prévoyait une dépense budgétaire supplémentaire de 11 milliards de francs, à laquelle s'ajoutent 2 milliards reportés du budget de 1991 au budget de 1992. Un tel effort permet d'accroître sensiblement le nombre de stages. On peut même supposer qu'un effort supplémentaire sera entrepris en cours d'année si les chiffres du chômage ne cessent de s'accroître ; la règle budgétaire est en effet de compenser les dépenses nouvelles par des économies sur d'autres dépenses, non de compenser les pertes de recettes par une réduction équivalente des dépenses globales. La marge de manœuvre est donc un peu plus grande que celle qui découle d'une politique d'un strict maintien du déficit budgétaire. La politique de l'emploi existante ne conduit qu'à 50 000 retraits du marché du travail en 1992. Nous avons supposé qu'elle concernerait en fait 150 000 personnes. C'est donc l'hypothèse d'un effort plus intense de traitement social associée peut-être à un réexamen des fichiers de l'ANPE visant à corriger le chômage mesuré. Le niveau du chômage atteindrait alors 2,950 millions au lieu de 3,1. Le rythme d'accroissement s'infléchirait à partir du milieu de l'année, en lien avec le ralentissement des suppressions d'emplois.

L'incertitude porte davantage sur l'attrait des actions entreprises que sur la volonté publique d'intensifier l'effort. Certaines formations ou exonérations de charges pour l'embauche de jeunes sans qualification, semblent en effet ne pas atteindre les objectifs fixés. Elle sont peut être trop peu connues, trop compliquées pour les entreprises ou trop peu attractives pour les jeunes concernés.

(19) Cette projection est issue de l'exploitation du recensement de 1982. Celle du recensement de 1990 n'est pas encore disponible.

En 1993, malgré la forte croissance prévue, 120 000 emplois seulement seraient créés. Cette évolution serait nettement plus favorable que celle de 1992, mais encore insuffisante pour compenser l'accroissement de la population active, que nous avons pourtant supposé inférieur à son potentiel démographique. Même en escomptant un effort public aussi intense qu'en 1992, le chômage augmenterait encore de 50 000 personnes, ce qui le porterait à 3 millions en fin d'année (tableau 7).

7. Emploi et chômage en fin d'année

	Niveau fin 1990	Variation 1991		Variation 1992		Variation 1993	
		%	Milliers	%	Milliers	%	Milliers
Effectifs							
Secteurs marchands non agricoles, dont :	14 389	0,2	26*	- 0,4	- 53	1,1	152
• Industrie	4 667	- 2,2	- 102*	- 2,8	- 126	- 0,2	- 11
• Bâtiment	1 267	- 0,3	- 4*	- 4,0	- 51	- 3,9	- 48
• Tertiaire	8 455	1,6	132	1,4	124	2,4	211
Autres secteurs	7 888	- 0,3	- 25	- 0,5	- 42	- 0,4	- 32
Emploi total	22 277	0	0	- 0,4	- 95	0,5	120
Population active							
• potentielle	—	—	185	—	185	—	190
• prévue	—	—	—	—	170	—	170
Politique de l'emploi	—	—	30	—	150	—	0
Chômage		Niveau	Variation	Niveau	Variation	Niveau	Variation
• milliers	2 536	2 833	297	2 950	115	3 000	50
• Taux de chômage (sens B.I.T., %)	8,9	9,8	—	10	—	10	—

* Correction OFCE.

Les chiffres officiels d'emploi pour 1991 sont incompatibles avec les évolutions de la population active potentielle et du chômage.

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

Les incertitudes sont cependant nombreuses. Outre celles de la prévision dans son ensemble, en particulier celle de la croissance économique et celle de l'emploi, elles relèvent du pari de nature politique fait sur l'effort de traitement social. Elles tiennent aussi à la

connaissance même du passé ; les résultats de 1991 sont en effet difficilement compréhensibles : l'emploi salarié se serait accru de 50 000 personnes selon le ministère du Travail, soit une légère croissance de l'emploi total, et le chômage de presque 300 000. Or la politique de l'emploi a soustrait de la recherche de travail 30 000 personnes supplémentaires. La population active se serait ainsi accrue de 350 000 ! Trois hypothèses extrêmes sont alors possibles :

1 - les données d'emploi sont surévaluées. La correction que nous avons effectuée pour réduire le nombre des créations d'emplois ne résoud que très partiellement le déséquilibre. Faut-il supposer qu'au lieu de 50 000 emplois salariés créés, 120 000 emplois auraient au contraire disparu ? Ce serait alors une autre conjoncture de l'économie française qu'il faudrait décrire : celle d'un redressement de la productivité beaucoup plus soutenu, permettant à la fois une reprise économique plus précoce que celle anticipée, et un chômage contenu.

2 - la population active est largement sous-estimée par les projections démographiques issues du recensement de 1982. Mais ceci conduirait à des prévisions de chômage beaucoup plus élevées pour l'avenir.

3 - la mesure du chômage est erronée. Mais le problème reste de savoir si elle le fut davantage en 1991 que dans le passé.

Pessimisme ou réalisme ?

Le désendettement des économies anglo-saxonnes est à l'ordre du jour. La contrainte qui en résulte sur leur propre croissance et, par contagion, celle de leurs partenaires, est jaugé différemment selon les organismes de prévision ; la méconnaissance des limites précises d'endettement au delà desquelles la prudence l'emporte sur l'esprit d'entreprise conduit à s'en remettre aux enquêtes d'opinion pour mieux cerner l'état d'esprit des investisseurs et la confiance des consommateurs. C'est cette appréciation du climat économique qui permet de tabler sur une reprise américaine déjà engagée, sur des velléités européennes et sur une probabilité accrue de récession japonaise.

Cette analyse conjoncturelle n'exclut pas que l'on cherche à déceler les enchaînements les plus probables des politiques économiques dont le rôle n'est pas d'imposer sans raison des cures d'austérité mais de naviguer au mieux entre les écueils de la surchauffe inflationniste et de la récession cumulative. Ainsi, c'est en confrontant les intentions du secteur privé et les comportements publics que peuvent ressortir les contradictions nées de conflits d'objectifs. Lorsque ces contradictions paraissent trop flagrantes il faut conclure à des changements de comportements.

Le contexte politique peut fournir des indications sur le sens de ces changements de comportements. Il apparaît ainsi que la fin de l'année 1991 puis le début de l'année 1992 ont vu s'accroître vigoureusement les pressions sur les autorités monétaires notamment pour des raisons électorales, mais plus fondamentalement en raison des inquiétudes exprimées par les particuliers américains et les milieux d'affaires japonais. Le message a été entendu à Washington, il l'est à présent à Tokyo. D'ores et déjà la majorité des membres du G7 ressentent la nécessité de faciliter le financement de l'économie pour enrayer la montée du chômage et l'extension des faillites. Le fait que le risque d'accélérer l'inflation soit écarté pour les deux ans à venir lève tour à tour les réticences de ceux qui jugent leur hausse de prix encore excessive.

L'hypothèque allemande subsiste seule. Il demeure illusoire de considérer un prompt revirement de la Bundesbank si l'on s'en tient strictement à son comportement traditionnel. C'est donc surtout dans ce cas qu'il faut parler de rupture et y accorder une forte probabilité. En effet, si la détente monétaire est suffisamment ancienne aux Etats-Unis pour autoriser un redémarrage, celle du Japon est trop récente et encore insuffisante pour permettre autre chose que limiter les dégâts. La coïncidence de pertes sensibles sur les marchés financiers japonais et de tensions monétaires renforcées en Allemagne isole à présent celle-ci davantage qu'elle ne l'a été depuis 1987. Toute éventuelle déstabilisation des marchés européens lui sera automatiquement imputée. Or cette éventualité s'est renforcée.

Lever le verrou monétaire allemand semble être la seule voie ouverte. Ceci peut intervenir après concrétisation des risques financiers, sous la pression des événements. L'ajustement serait alors nécessairement brutal. Il n'est cependant pas totalement exclu que tout signe de détente salariale, même modeste, soit mis à profit pour décrisper le climat Outre-Rhin. Dans les deux cas cela permettrait d'éliminer des prévisions actuelles ce qu'elles recèlent de pessimisme en excès.

Achévé de rédiger le 24 mars 1992.

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

	Trimestres												Années		
	1991				1992				1993				1991	1992	1993
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Prix du pétrole, niveau en dollars (a)	20,2	19,1	19,9	20,7	18,5	17,0	17,0	19,5	20,0	19,0	19,0	22,0	20,0	18,0	20,0
Taux de change (a)															
1 \$ = ... DM	1,53	1,74	1,74	1,62	1,61	1,68	1,73	1,70	1,70	1,80	1,85	1,75	1,65	1,68	1,78
1 \$ = ... Yen	133	139	136	129	128	130	133	127	130	138	140	137	134	130	136
1 £ = ... DM	2,92	2,96	2,94	2,88	2,87	2,84	2,80	2,80	2,80	2,80	2,80	2,80	2,93	2,83	2,80
Taux d'intérêt à court terme, nominaux, % (a)															
Etats-Unis	6,0	5,6	5,4	4,5	4,0	4,0	4,0	4,2	4,2	4,5	5,0	5,5	5,4	4,0	4,8
Japon	7,6	7,5	6,9	6,0	5,2	4,7	4,5	4,5	4,5	4,7	4,7	5,0	7,0	4,7	4,7
Allemagne	9,2	9,1	9,2	9,5	9,5	9,2	8,7	8,0	7,7	7,5	7,5	7,5	9,3	8,9	7,6
Taux d'intérêt à long terme, nominaux, % (a)															
Etats-Unis	8,0	8,1	7,9	7,3	7,8	8,2	8,0	7,7	7,5	7,7	8,0	8,0	7,8	7,9	7,8
Japon	6,8	7,0	6,5	5,8	5,4	5,3	5,2	5,1	5,0	5,1	5,9	5,3	6,5	5,4	5,3
Allemagne	8,7	8,5	8,8	8,6	8,2	8,5	8,5	8,2	8,0	8,0	8,0	8,0	8,7	8,4	8,0
Prix à la consommation (b)															
Etats-Unis (cvs)	3,2	1,9	2,8	3,2	3,0	2,8	2,8	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0	4,1	2,9	3,0
Japon (cvs)	4,5	1,0	1,2	4,7	2,4	2,4	2,2	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	3,3	2,3	2,0
Allemagne (cvs)	1,4	3,5	7,6	3,6	1,9	3,8	3,7	3,0	5,3	3,1	3,1	3,0	3,5	3,7	3,6

	Trimestres												Années		
	1991				1992				1993				1991	1992	1993
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Cours des matières premières industrielles en \$ (b)	-17,0	-28,8	-17,5	5,5	4,0	4,0	4,0	4,0	3,2	3,2	4,0	4,0	-10,8	-1,5	5,7
Importations de produits manufacturés en volume cvs (b)															
Europe de l'Est	- 8,5		16,0		- 2,0		5,0		7,0		7,5		- 4,8	4,0	6,6
Pays industriels	- 0,5		4,5		2,0		5,7		6,7		8,5		1,5	3,5	7,0
PVD	7,0		20,0		4,5		7,0		8,2		9,2		8,5	8,8	8,2
Total monde	0,7		7,2		2,2		6,0		7,0		8,5		2,5	4,4	7,1
Total monde dans l'optique France	6,0		4,8		1,6		5,6		6,6		7,7		4,7	3,4	6,6
Solde des balances courantes, cvs, en \$, en rythme annuel															
Etats-Unis	27		- 35		- 45		- 50		- 65		- 85		- 8	- 47	- 75
Japon	58		87		110		110		105		95		73	110	100
Allemagne	- 27		- 15		- 9		- 9		- 8		- 5		- 21	- 9	- 6

(a) Moyenne sur la période.

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

Sources : Pétrole et taux de change : relevé des cotations quotidiennes. Taux courts à 3 mois (Bons du Trésor aux Etats-Unis, Gensaki au Japon). Taux longs : Bons du Trésor à 30 ans aux Etats-Unis, obligations du secteur public en Allemagne 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.

9. Etats-Unis

Equilibre des biens et services en volume (aux prix de 1987)	Niveau en 1990	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent (*)											
	Unité : milliards de dollars de 1987	1990		1991		1992		1993		1990	1991	1992	1993
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	3 262,7	0,5	0,2	-0,6	0,6	0,6	1,2	1,7	2,3	1,2	-0,2	1,5	3,4
Consommation publique	929,1	1,9	0,8	1,3	-1,6	1,1	1,5	1,0	1,0	3,2	0,8	1,0	2,3
FBCF totale	744,2	-0,2	-1,9	-6,6	-0,2	1,1	2,7	3,8	4,8	-1,6	-7,6	2,3	7,7
dont : Logement	195,5	-2,9	-8,2	-8,4	4,3	4,6	4,3	5,1	5,9	-8,7	-10,4	9,1	10,5
Productive	548,8	0,8	0,5	-6,0	-1,6	-0,2	2,1	3,3	4,4	1,2	-6,6	0	6,6
Exportations de biens et services	505,6	4,4	2,6	2,4	5,9	0,1	2,6	2,9	3,0	7,7	6,7	4,3	5,7
Importations de biens et services	557,0	0,1	1,3	-3,7	6,5	-0,6	2,5	3,2	3,9	2,2	0	3,8	6,5
Variations des stocks en milliards de dollars de 1987	0,2	9,1	-8,7	-31,6	1,4	-2,5	12,5	20,0	22,0	0,2	-15,1	5,0	21,0
PIB	4 884,9	0,8	-0,2	-1,0	0,7	0,8	1,8	1,9	2,3	1,0	-0,7	2,0	4,0
Prix à la consommation		2,6	3,1	1,8	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	5,3	4,1	2,9	3,0
Solde courant en % du PIB		-1,6	-1,8	0,5	-0,7	-0,8	-0,9	-1,1	-1,3	-1,7	-0,1	-0,8	-1,2

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

Sources : Département du commerce américain et prévisions OFCE.

10. Japon

Equilibre des biens et services en volume (aux prix de 1985)	Niveau en 1990	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent (*)											
	Unité : milliards de yens de 1985	1990		1991		1992		1993		1990	1991	1992	1993
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	232 581	2,4	1,1	1,3	1,8	0,5	1,3	1,4	1,5	4,3	2,7	2,1	2,8
Consommation publique	34 116	1,5	0,6	0,3	2,5	0,3	0,4	1,0	1,1	1,9	1,9	1,8	1,8
FBCF totale	135 332	5,3	3,8	1,9	-0,3	-0,6	-0,8	2,0	2,7	9,6	3,6	-0,4	3,8
dont : Logement	22 751	2,8	4,1	-5,8	-6,5	-2,1	0	1,5	2,0	4,5	-7,0	-5,4	2,5
Privée productive	86 660	5,7	5,5	3,4	0,2	-0,9	0,6	2,1	3,1	10,7	3,5	-1,4	3,7
Publique	25 921	6,1	-2,0	3,7	3,1	1,5	1,8	2,2	1,8	5,3	4,2	4,0	4,0
Exportations de biens et services	72 810	7,1	-0,8	4,4	1,2	2,4	3,5	4,1	5,0	10,6	4,5	4,9	8,6
Importations de biens et services	74 256	9,2	-2,2	-2,3	-0,7	-3,3	2,6	3,4	4,5	12,0	-3,7	-2,3	7,1
Variations des stocks en milliards de yens de 1985	2 788	1 369	1 420	2 032	1 246	625	500	625	750	2 788	3 277	1 125	1 375
PNB	403 372	2,6	2,2	2,9	1,1	0,8	1,2	1,8	2,1	5,3	4,6	2,0	3,5
Prix à la consommation		1,4	1,7	1,8	1,1	1,2	1,1	1,0	1,0	3,1	3,3	2,3	2,0
Solde courant en % du PNB		1,4	1,0	1,7	2,5	2,9	3,0	2,9	2,9	1,2	2,1	3,0	2,9

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

Sources : OCDE, prévisions OFCE.

11. Allemagne de l'Ouest

08

Equilibre des biens et services en volume (aux prix de 1985)	Niveau en 1990	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent (*)											
	Unité : milliards de DM 1985	1990		1991		1992		1993		1990	1991	1992	1993
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	1 210,9	3,3	1,3	2,6	1,6	1,1	1,8	0,4	0,9	4,5	2,5	1,2	1,7
Consommation publique	390,6	2,8	-1,0	0,8	0,9	0,4	0,4	0,3	0,0	2,1	0,7	1,0	0,5
FBCF totale	460,1	10,0	1,2	9,1	-3,2	0,0	0,2	1,1	2,0	9,4	6,8	-1,5	2,2
dont : Equipement	222,0	7,3	5,0	9,3	-4,5	-2,7	-0,2	1,9	2,8	13,4	9,5	-5,0	3,2
Bâtiment	238,1	12,5	-6,6	9,0	-1,8	2,7	0,5	0,5	1,3	5,9	4,3	2,0	1,3
Exportations de biens et services	848,2	4,2	9,4	6,6	3,3	1,1	3,1	3,4	3,5	10,4	13,3	4,3	6,8
Importations de biens et services	792,1	4,6	9,2	5,8	3,2	0,7	1,3	2,6	3,6	12,5	12,2	3,0	5,2
Variations des stocks et erreurs en milliards de DM 1985		3,2	20,6	2,3	9,5	1,0	-1,0	1,0	5,0	23,8	11,8	0,0	6,0
PNB (1)	2 141,5	3,0	2,3	2,4	-0,7	1,4	1,8	1,2	1,4	4,7	3,2	0,7	2,8
Prix à la consommation		1,2	1,6	1,3	2,7	1,4	1,8	2,0	1,5	2,7	3,5	3,7	3,6
Solde courant en % du PNB (2)		4,1	2,1	-1,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	2,9	-1,0	-0,5	-0,4

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

(1) La croissance en 1992 pourrait être d'environ 1 % du fait d'un nombre de jours ouvrables plus élevé ; les résultats ici présentés n'en tiennent pas compte car ils sont corrigés de ce phénomène exceptionnel.

(2) Pour l'Allemagne unie à partir du deuxième semestre 1990.

Sources : Bundesbank, DIW, prévisions OFCE.

12. Royaume-Uni

Equilibre des biens et services en volume (aux prix de 1985)	Niveau en 1990	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent (*)											
	Unité : millions de livres de 1985	1990		1991		1992		1993		1990	1991	1992	1993
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	273 204	0,9	-0,7	-1,3	-0,7	0,5	1,3	1,5	1,8	1,0	-2,0	0,8	3,1
Consommation publique	79 513	1,2	1,1	0,9	0,7	0,8	0,8	0,6	0,4	3,0	1,8	1,5	1,1
FBCF totale	80 040	1,0	-5,5	-6,7	-4,0	-0,2	1,6	2,6	3,8	-2,2	-11,2	-1,4	5,4
dont : Logement	12 658	-6,2	-10,9	-3,7	-2,4	0,1	2,4	3,6	4,5	-13,1	-10,3	0,1	7,2
Productive	67 382	2,5	-4,5	-7,3	-4,3	-0,3	1,5	2,5	3,6	0,2	-11,4	-1,7	5,1
Exportations de biens et services	123 659	3,8	-1,8	1,3	1,5	1,1	1,3	1,8	2,4	4,9	1,1	2,5	3,7
Importations de biens et services	138 777	2,6	-2,8	-2,3	1,8	0,8	1,8	2,6	3,4	1,0	-2,8	2,6	5,3
Variations des stocks en millions de livres de 1985	-374	2 99	-673	-2131	-479	0	5 00	900	1450	-374	-2610	500	2350
PIB optique dépense	417 265	1,3	-1,4	-1,5	-0,4	0,8	1,3	1,4	1,8	1,1	-2,4	1,2	3,0
Prix à la consommation		5,2	4,8	2,4	2,0	2,1	2,2	2,3	2,3	9,5	5,9	4,2	4,6
Solde courant en % du PIB		-3,8	-1,7	-1,0	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3	-1,5	-2,8	-1,0	-1,1	-1,4

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

Sources : CSO, prévisions OFCE.

13. Résumé des prévisions pour l'économie française

	1991	1992	1993
<i>En % de variation aux prix de 1980 :</i>			
PIB marchand	1,0	1,9	3,4
Importations	3,2	4,0	6,7
Consommation des ménages	1,5	2,9	3,3
Investissement total	- 1,5	- 1,0	2,7
dont :			
• entreprises	- 3,6	- 1,6	4,3
• ménages	- 0,7	- 2,0	- 1,0
• autres	3,3	1,8	3,3
Exportations	4,0	4,5	6,6
Contribution des stocks à la croissance en %	0,3	0	0,3
Demande intérieure totale	0,9	1,8	3,4
<i>Comptes des ménages en termes réels %</i>			
Salaires bruts	2,0	1,4	1,5
Salaires nets ⁽¹⁾	2,4	1,0	1,3
Prestations sociales	3,5	4,2	4,2
Excédent d'exploitation	1,2	2,7	4,0
Prélèvements sociaux et fiscaux	3,3	3,6	3,3
Revenu disponible	1,7	2,5	2,8
Taux d'épargne	12,1	11,8	11,4
Prix à la consommation en glissement %	3,1	2,8	2,5
en moyenne %	3,1	2,8	2,5
<i>Compte des sociétés, en %</i>			
Taux de marge	32,1	32,6	34,1
Taux d'épargne	15,9	16,2	17,6
Taux d'investissement	18,0	17,3	17,5
Taux d'autofinancement	88,4	93,6	100,7
<i>En milliards de francs</i>			
Solde commercial (FAB/CAF)	- 30,1	- 17	- 35
dont :			
• industrie (FAB/CAF)	- 31,8	- 29	- 40
• énergie (FAB/CAF)	- 94,8	- 89	- 103
• agro-alimentaire (FAB/CAF)	44,5	46	47
Balance des paiements courants	- 33,4	- 30	- 43
• en % du PIB	- 0,5	- 0,4	- 0,6
Emploi salarié ⁽²⁾ , en glissement annuel %	0,2	- 0,4	1,1
Emploi total, en glissement annuel %	0	- 0,4	0,5
Chômage en fin d'année (en millions)	2,833	2,950	3,000
Taux de change DM/F	3,40	3,39	3,38
Taux de change \$/F	5,64	5,69	6,00
Taux d'intérêt à court terme % ⁽³⁾	9,6	8,9	7,7
Taux d'intérêt à long terme % ⁽⁴⁾	9,1	8,6	8,2

(1) En 1991 les salaires nets progressent plus que les salaires bruts en raison de la création de la CSG, perçue sous forme d'impôt et compensée par la baisse des cotisations sociales.

(2) Secteur marchand non agricole.

(3) Marché monétaire à 3 mois.

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

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

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

	Milliards de francs de 1980	Taux de croissance trimestriels												Moyennes annuelles		
		1991				1992				1993				1991	1992	1993
		1991	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3			
Produit intérieur brut	3 023,9	0,2	0,7	0,8	0	0,5	0,7	0,3	0,5	1,0	1,1	1,0	1,1	1,0	1,9	3,4
Importations	997,7	1,7	- 1,5	3,0	- 1,5	1,2	1,5	2,0	2,0	1,5	1,5	1,5	1,3	3,2	4,0	6,7
Consommation des ménages	2 114,9	0,4	0,3	0,4	0,7	0,9	0,8	0,7	0,4	1,1	0,9	0,7	0,7	1,5	2,9	3,3
Consommation des administrations	158,3	0,1	0	- 0,1	- 0,2	1,3	0,6	0,1	0,6	0,5	2,5	0,5	2,4	0,8	1,9	3,6
FBCF totale	792,9	- 1,0	- 0,2	0,7	- 0,6	- 0,8	- 0,1	- 0,1	0,2	1,1	1,1	0,8	1,1	- 1,5	- 1,0	2,7
dont : sociétés	430,5	- 1,7	- 0,7	- 0,5	- 1,0	- 0,5	0	0	0,5	1,5	1,5	1,5	2,0	- 3,6	- 1,6	4,3
ménages	206,9	- 0,8	- 0,5	3,1	0	- 1,9	- 1,5	- 0,5	- 0,5	0	0	0	0	- 0,7	- 2,0	- 1,0
autres (1)	150,4	0,5	1,6	1,0	- 0,3	- 0,3	1,5	0,5	0	1,3	1,7	0	0	3,3	1,8	3,3
Exportations	922,1	0,5	2,0	2,5	- 0,2	1,0	1,0	1,4	1,8	1,4	1,7	2,0	2,0	4,0	4,5	6,6
Variation des stocks en milliards de francs	33,4	10,6	6,5	11,1	5,3	6	8	8	10	10	10	11	11	33,4	32	42
Demande intérieure totale (y compris stocks)	3 099,5	0,5	- 0,4	1,1	- 0,4	0,6	0,9	0,5	0,6	1,1	1,0	0,8	0,9	0,9	1,8	3,4

<

prévision

>

Chronique de conjoncture : Reprises

(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 quatrième trimestre 1991).

15. Prix de détail et taux de salaire horaire

En %

	Taux de croissance trimestriels												Années		
	1991				1992				1993				1991	1992	1993
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Glissement des prix	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6	0,7	0,7	0,4	0,7	0,8	0,7	3,1	2,8	2,5
Moyenne des prix	0,5	0,7	0,8	0,8	0,5	0,7	0,6	0,7	0,5	0,5	0,7	0,7	3,1	2,8	2,5
Glissement du taux de salaire horaire	1,0	1,6	0,7	0,8	1,0	0,8	0,7	0,7	0,8	0,9	0,8	0,9	4,1	3,3	3,5

< prévision >

Sources : INSEE, Ministère du travail et de l'emploi, prévisions OFCE.

16. Emploi, production, productivité dans l'industrie manufacturière

En %

	Taux de croissance trimestriels												Années		
	1991				1992				1993				1991	1992	1993
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Effectifs (1)	-0,3	-0,6	-0,6	-0,7	-0,9	-1,0	-0,8	-0,6	-0,4	-0,3	-0,1	0,2	-1,4	-3,2	-1,7
Production	-0,7	1,0	1,8	-1,4	1,0	0	1,5	2,0	1,5	1,5	1,0	1,0	-1,0	2,4	5,7
Productivité	-0,4	1,6	2,4	-0,7	1,9	1,0	2,3	2,6	1,9	1,8	1,1	0,8	0,4	5,6	7,4

< prévision >

(1) Corrections OFCE pour 1991.

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

17. Eléments du compte des ménages

En %

	Taux de croissance trimestriels												Moyennes annuelles		
	1991				1992				1993				1991	1992	1993
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Salaires bruts (1)	0,9	0,2	0,2	0,6	0,6	0,3	0,1	0,2	0,6	0,6	0,3	0,6	2,0	1,4	1,5
Salaires nets (1)	1,6	0,3	- 0,7	0,6	0,6	0,5	- 0,1	- 0,2	0,6	0,7	0,3	0,3	2,4	1,0	1,3
Prestations sociales (1)	1,1	1,0	1,0	0,2	1,5	1,3	1,0	1,0	1,0	1,1	0,9	0,9	3,5	4,2	4,2
Revenu disponible réel	1,2	0,4	- 0,2	0,7	1,1	1,0	0,2	0,1	1,0	1,0	0,6	0,6	1,7	2,5	2,8
Taux d'épargne	12,5	12,4	11,8	11,8	12,0	12,1	11,7	11,5	11,4	11,5	11,4	11,2	12,1	11,8	11,4

<

prévision

>

(1) Pouvoir d'achat en pour-cent (indice de prix des 296 postes).

Note : En 1991, les salaires nets progressent plus vite que les salaires bruts en raison de la création de la contribution sociale généralisée, prélèvement perçu sous forme d'impôt mais intégralement compensé par la baisse de cotisations sociales.

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

18. Taux de change

	1991				1992				1993				Moyennes annuelles		
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1991	1992	1993
Dollar-franc	5,21	5,88	5,93	5,55	5,45	5,68	5,85	5,76	5,76	6,07	6,23	5,92	5,64	5,69	6,00
Mark-franc	3,40	3,39	3,40	3,41	3,40	3,38	3,38	3,39	3,39	3,37	3,37	3,38	3,40	3,39	3,38

< prévision >

Sources : Banque de France, prévisions OFCE.

19. Taux d'intérêt

En %

	1991				1992				1993				Moyennes annuelles		
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1991	1992	1993
A court terme (1)	9,8	9,4	9,5	9,7	9,7	9,2	8,6	8,2	8,2	7,5	7,5	7,7	9,6	8,9	7,7
A long terme (2)	9,3	9,0	9,1	8,8	8,5	8,7	8,7	8,4	8,2	8,2	8,2	8,2	9,1	8,6	8,2

< prévision >

(1) Marché monétaire à 3 mois (PIBOR).

(2) Taux de rendement des emprunts d'Etat (7-10 ans) (T.M.E.).

Sources : Banque de France, prévisions OFCE.