

# Chronique de conjoncture

---

## Conflits d'intérêts \*

*Les blocages monétaires et financiers que l'on pouvait au printemps espérer voir rapidement levés ont persisté partout dans le monde industrialisé. Les dérèglements qui s'ensuivent sont d'autant plus vifs que la confrontation a pris le pas sur les velléités de coopération internationale.*

*Aux Etats-Unis, la reprise s'est déroulée jusqu'à l'été 1992 selon un schéma usuel en termes de chronologie mais d'une ampleur inhabituellement faible. Elle s'est interrompue à l'été du fait notamment que la baisse des « fed funds » n'est pas parvenue à entraîner celle des autres taux d'intérêt de manière suffisamment puissante. Ce n'est guère avant le début 1993 que l'économie retrouvera le chemin d'une croissance lente.*

*Au Japon, le dégonflement de la bulle spéculative met en relief le surinvestissement et alourdit le poids des dettes. Le plan de relance, destiné à parer aux risques de déflation avant de pouvoir espérer provoquer une véritable croissance, risque de n'avoir que des effets limités.*

*En Allemagne, face à la réalité des tensions inflationnistes, la Bundesbank n'assouplira pas spontanément sa politique avant la mi-1993. Elle pourrait toutefois être contrainte de le faire avant sous la pression des événements. En effet aussi longtemps que les taux d'intérêt allemands resteront à un niveau trop élevé pour les partenaires européens, et au-delà pour les Etats-Unis, les turbulences sur les marchés des changes et les marchés financiers menacent de dégénérer en véritables effondrements.*

*Tant que les taux d'intérêt allemands n'auront pas baissé de manière significative, les pays européens qui s'infligent par ailleurs pour nombre d'entre eux des plans d'austérité budgétaire traverseront au mieux une stagnation, au pire une récession. Dans un tel contexte c'est une logique de parts de marché qui sera à l'œuvre, non de dynamique européenne.*

---

\* 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 Odile Chagny, Naaman Khoury, Olivier Passet et Christine Riffart, la partie française par Françoise Milewski avec la collaboration de Bruno Coquet, Jean-Marc Daniel, et Hervé Péléraux.

*En France, le climat économique au début de septembre 1992 témoigne d'une dégradation de l'activité. Un rebond s'était manifesté au premier trimestre, comme dans les autres pays, mais il fut éphémère. Les entreprises compriment de plus en plus leurs budgets d'investissements et la confiance des consommateurs se dégrade à nouveau. Les agrégats monétaires se tassent, après s'être un peu étendus. Faute de détente financière, la croissance française ne pouvait en tout état de cause dépasser 2 % en 1992. Les désordres monétaires de septembre accentuent le marasme ambiant et l'année 1992 se terminera par un repli d'activité.*

*La formulation d'une prévision à la mi-septembre est périlleuse. Parmi les choix qui s'ouvrent aujourd'hui, on peut faire celui de reporter dans le temps la réalisation de l'hypothèse de révision de la politique économique allemande et décaler ainsi la reprise de l'activité qui en découle. Cela conduit à décrire une croissance française qui ne s'opérerait qu'à partir du milieu de 1993 et qui atteindrait 2 % en moyenne annuelle. Elle est fondée sur une reprise modérée de la consommation des ménages, une croissance décalée de l'investissement des entreprises, une progression des importations et des exportations allant de pair, et une politique budgétaire qui ne comprime pas les dépenses en deçà de la progression du PIB en valeur. Faible hausse des prix et maintien d'un excédent commercial en découlent. Montée du chômage également, que seule l'intensification du traitement social permettra de contenir.*

*Le risque est cependant, par ce parti pris, d'adopter un schéma moyen, qui décrit les mécanismes en œuvre et non les ruptures auxquelles ceux-ci peuvent conduire. Les désordres monétaires et financiers actuels, s'ils se prolongent sans révision des politiques économiques, rendent plus crédible le risque de déflation où le poids croissant de l'endettement des agents limite leurs dépenses courantes et où les réajustements monétaires bouleversent les parts de marché. La croissance française serait alors bien plus faible. Inversement, si les autorités allemandes sont contraintes à un revirement plus précoce et pas seulement symbolique, il n'est pas exclu d'envisager pour 1993 une croissance plus franche.*

Alors que la plupart des prévisions réalisées au printemps envisageaient un affermissement de la reprise aux Etats-Unis et son apparition au Japon, la situation de l'économie mondiale au début de l'automne 1992 n'est guère encourageante. La croissance semble interrompue aux Etats-Unis, la reprise ne s'est pas même amorcée en Europe où les marchés subissent de fortes turbulences, et le Japon se dirige vers une « récession de croissance » qui pourrait déboucher sur une véritable récession. Au-delà de phénomènes parfois transitoires, cette conjonction de blocages est préoccupante. Elle l'est d'autant plus que de profondes difficultés financières à l'échelle mondiale en sont en partie la cause, et qu'à l'évidence elles ne s'estomperont pas en quelques mois.

L'endettement excessif qui avait marqué durant la seconde moitié des années quatre-vingt les pays anglo-saxons et le Japon a reçu un coup d'arrêt depuis plusieurs semestres mais ses effets sont loin d'être partout apurés. En outre cet apurement a commencé à peu près au moment où le Mur de Berlin tombait. Les conséquences de ce dernier phénomène avaient été mal appréhendées : les bouleversements auxquels l'ancienne Allemagne de l'Ouest est confrontée sont considérables et lourds de conséquences pour le reste de l'Europe. La configuration mondiale des flux de capitaux est aujourd'hui bien différente de celle qui prévalait il y a encore deux ans : l'un des exportateurs nets de capitaux — l'Allemagne — en est devenu durablement importateur ; l'autre — le Japon — traverse une crise de liquidité qui l'a conduit à remettre en cause le rôle de transformateur qu'il jouait à l'échelle internationale.

Les velléités de coopération internationale ont mal résisté à ces chocs. Elles ont laissé place à des stratégies d'indifférence, voire de franche confrontation. Cela concerne aussi bien les rapports entre grandes zones — décisions unilatérales en matière de commerce agricole de la part des Etats-Unis — que les relations entre pays européens.

La prévision pour l'année 1993 sera présentée pays par pays, en commençant par ceux qui sont le moins dépendants de leur environnement international réel et financier. Certains pays ont en bonne partie apuré les excès des dernières années quatre-vingt, de sorte que les conditions nécessaires de la croissance — celle-ci fût-elle lente — y sont réunies. Mais un pré-requis additionnel réside dans l'atténuation des blocages d'ordre financier qui proviennent souvent de l'extérieur. Or il est peu vraisemblable que cette atténuation intervienne spontanément.

## Les pays extra-européens

### Les Etats-Unis : la reprise s'affirmera dès le début de 1993

La croissance s'est déroulée au premier semestre sensiblement comme nous l'avions prévu lors de notre précédente chronique <sup>(1)</sup>. Mais les indicateurs conjoncturels montraient dès le milieu du deuxième trimestre que la reprise risquait de s'essouffler. Cet essoufflement se confirme ; nous pensons qu'il est temporaire, et qu'après une pause au second semestre l'économie américaine retrouvera son sentier de croissance « normal », c'est-à-dire celui d'une croissance effective mais inhabituellement lente en cette phase du cycle.

Que s'est-il passé jusqu'à présent ? Les séries de comptabilité nationale, révisées, font désormais apparaître un redémarrage du PIB dès le 2<sup>e</sup> trimestre de l'année 1991. Celui-ci a été très modéré au regard des profils traditionnels en cette phase du cycle : il n'est que de 1,5 % en rythme annuel. La récession elle-même avait été inhabituellement modérée : elle avait consisté en une diminution du PIB 3 trimestres consécutifs n'atteignant que 2 % au total. En d'autres termes, le PIB a mis 5 trimestres à regagner le peu de terrain qu'il avait perdu en 3. Reprise lente, donc, mais ininterrompue et à un rythme régulier depuis le creux du 1<sup>er</sup> trimestre 1991 : il n'y a pas eu de « W » sur le PIB.

L'observation des différentes composantes de la demande permet de généraliser ce diagnostic : la reprise s'est déroulée selon un schéma habituel au regard de ses phases successives, mais inhabituel au regard des amplitudes. L'investissement en logement et la consommation des ménages ont été les premiers à redémarrer, c'est-à-dire dès le deuxième trimestre 1991. Pour le premier, il s'est agi d'une progression à un rythme stable jusqu'au 2<sup>e</sup> trimestre 1992 (12 % en rythme annuel). Pour la seconde la progression a été entrecoupée de pauses au 4<sup>e</sup> trimestre 1991 et au 2<sup>e</sup> trimestre 1992, ce qui est usuel ; mais le rythme annuel n'est que de 1,5 %. Comme au cours des cycles précédents, l'investissement des entreprises a suivi avec trois trimestres de retard : c'est au 1<sup>er</sup> trimestre 1992 qu'il a recommencé à augmenter, à un rythme annuel de 8 %.

Les déterminants de la consommation des ménages font eux aussi montre de mouvements normaux mais aplatis. Une augmentation de la productivité horaire a précédé d'un trimestre celle de la production, le creux de la récession étant marqué par une forte diminution de la

---

(1) Cf. « Chronique de conjoncture du Département des diagnostics », *Observations et diagnostics économiques, Revue de l'OFCE* n° 40, avril 1992.

quantité de travail. La productivité a jusqu'au deuxième trimestre 1992 poursuivi sa progression, à un rythme annuel de 0,5 %, ce qui est peu. Dans un premier temps, les entreprises avaient continué à comprimer légèrement la quantité de travail alors que la production s'accroissait un peu. Dans un second temps, c'est-à-dire depuis le troisième trimestre 1991, cette quantité augmente un peu : les effectifs sont quasiment stabilisés, la durée du travail s'élève. L'emploi n'a donc pas encore recommencé à croître, alors que la population active continue à le faire : le taux de chômage poursuit sa progression (au ralenti) tandis que l'activité se redresse. Tout cela est traditionnel : le décalage moyen sur les cycles d'après-guerre est de 3 trimestres entre reprise de la production et baisse du taux de chômage. La masse salariale réelle a évolué parallèlement à la quantité de travail : elle s'est quasi-stabilisée durant les trois derniers trimestres de 1991, puis redressée (lentement) au cours des deux premiers trimestres de 1992.

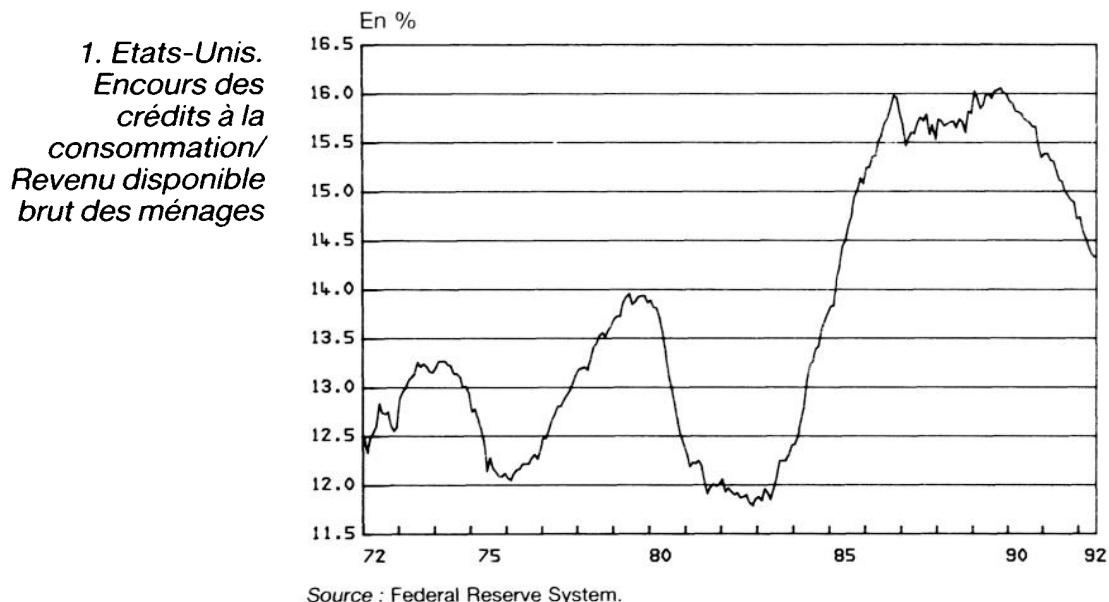
Dans l'immédiat, ce que voient les ménages, c'est que la situation des entreprises s'améliore mais non la leur. L'emploi stagne et le chômage augmente tandis que la production a repris et que les profits s'accroissent dans le secteur manufacturier. Une telle discordance se manifeste toujours en cette phase du cycle, mais elle est cette fois-ci perçue de manière particulièrement aiguë par les ménages. Elle se reflète dans l'indice de confiance des consommateurs, qui mesure en fait la confiance des salariés. Cet indicateur évolue depuis de nombreuses années parallèlement au taux de chômage, non au revenu ou à la consommation. Il retrace le passé récent et non l'avenir, et ses mauvaises performances au cours de l'été ne suffiraient pas à elles seules à faire craindre une pause dans la reprise.

Mais d'autres indicateurs se sont tassés au cours des mois récents, laissant attendre une interruption de la croissance au second semestre. Les mises en chantier de logements refluent depuis le début de l'année, l'indicateur composite avancé et la production industrielle fléchissent légèrement durant les mois d'été. Cela laisse attendre au troisième trimestre une baisse de l'investissement en logements et une stagnation de la quantité de travail utilisée par les entreprises, donc des revenus des ménages et donc de leur consommation : il n'y a en effet aucune raison pour que les ménages abaissent leur taux d'épargne dans la situation présente (du reste, l'évolution des ventes au détail suggère elle aussi un tassement de la consommation). Pourquoi ce grippage des mécanismes cycliques ?

— La première explication consiste en un attentisme somme toute motivé. Au point où l'économie en était arrivée au deuxième trimestre, on aurait dû assister ensuite à la reprise de l'embauche ; donc à une accentuation des gains de pouvoir d'achat des ménages et en même temps à un regain de confiance de leur part. Alors, ils auraient commencé à abaisser leur taux d'épargne, apportant une source de croissance additionnelle à leur consommation, donc aux débouchés des entreprises qui auraient à leur tour accéléré leurs décisions d'investir. Si cela ne se produit pas, c'est parce que les entreprises ne sont guère plus convaincues de la durabilité de la reprise que ne le sont les ménages. C'est aussi parce que la baisse de certains prix n'est pas

achevée : la rechute des ventes de logements attendue au second semestre est motivée en partie par le niveau des taux d'intérêt (*cf infra*) et en partie par l'anticipation de nouvelles baisses de prix dans l'immobilier. Une autre source d'attentisme, qui perdurera jusqu'en novembre, est constituée par l'élection présidentielle. Les économistes peuvent penser que quel qu'en soit le résultat, les marges de manœuvre budgétaire étant réduites, il ne se passera rien de très nouveau ; les agents économiques attendent néanmoins de voir ce qui va arriver. Une autre source d'incertitude réside dans l'environnement international. D'une part la dépréciation du dollar au cours de l'été était en partie due à ce qui se passait en Allemagne. D'autre part les nuages s'amoncellent sur l'économie japonaise, ce qui peut avoir des répercussions diverses sur les Etats-Unis tant réelles que financières ; une éventuelle contagion de la chute du « Kabuto Cho » sur Wall Street, notamment, ne peut pas être totalement exclue.

— La seconde explication, plus fondamentale, est que les conditions financières sont nettement différentes cette fois-ci de ce qu'elles étaient lors des précédents cycles. Peut-être les agents privés non financiers ne souhaitent-ils pas avoir de nouveau rapidement recours au crédit en dépit de l'effort massif de désendettement qu'ils ont consenti au cours des années récentes. Ainsi s'expliquerait pour certains la persistance des ménages à diminuer leur encours de crédit à la consommation (graphique 1). La raison principale nous semble être autre : si les ménages ne demandent pas de crédit, c'est parce qu'il est encore trop cher.



La politique de relance monétaire pratiquée depuis plusieurs trimestres a effectivement tardé à être efficace. Cette inefficacité a deux origines. La première, la volonté des agents privés de diminuer leur stock d'endettement, n'a sans doute pas totalement disparu. Mais elle

est plus de nature à maintenir la croissance sur un rythme lent que de l'empêcher de se produire. La seconde constitue sans doute le frein majeur à la reprise : le haut niveau des taux d'intérêt. Certes, les *fed funds* ont été abaissés à maintes reprises, au point d'atteindre 3,25 % en juillet 1992 c'est-à-dire le niveau de l'inflation. Mais dans un système déréglementé et internationalement ouvert, les autorités monétaires ne peuvent décréter la baisse que des taux créditeurs à court terme. C'est l'état du système bancaire national et la nature des flux de capitaux internationaux qui déterminent les taux créditeurs à long terme et tous les taux débiteurs.

Les graphiques 2a à 2f montrent les retards et les affadissements de la répercussion des mouvements des *fed funds* sur les autres taux.

- Entre septembre 1990 et juillet 1992, les *fed funds* ont baissé de 5 points. Les taux créditeurs à long terme (ici, les obligations d'Etat à 10 ans) n'ont durant la même période baissé que de 2 points.

- Les taux des prêts bancaires à court terme aux entreprises ont baissé de 4,6 points, mais par un mouvement qui ne s'est amorcé que près d'un an après celui des *fed funds* : c'est seulement en septembre 1991 qu'ils ont réellement décroché vers le bas. Les taux des prêts à long terme aux entreprises ont à peu près maintenu leur écart avec les *fed funds* jusqu'à l'été 1991, puis ont remonté durant le printemps 1992 en dépit de la baisse des *fed funds* pour avoisiner 7 % en milieu d'année, soit environ 4 % en termes réels ce qui constitue un niveau anormalement élevé pour un début de reprise. C'est seulement en août 1992 qu'ils ont amorcé une nouvelle baisse.

- Les taux des crédits hypothécaires n'ont pas non plus suivi un mouvement linéaire : ils s'étaient retendus de la fin 1991 à la mi-1992, ce qui explique la rechute des mises en chantier de logement. Ils n'ont perdu que 2 points entre septembre 1990 et juillet 1992 ;

- La diminution des taux sur le crédit automobile ne s'est véritablement amorcée qu'à la mi-1991 ; entre septembre 1990 et juillet 1992 elle n'a atteint que 2,5 points, pour atteindre un niveau encore élevé en fin de période (à 9,5 %).

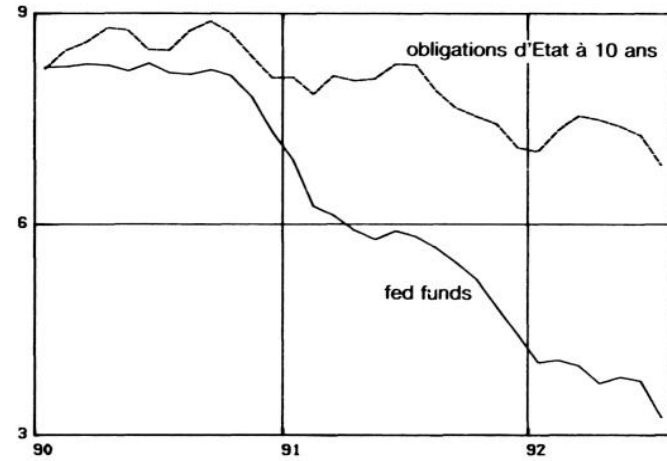
- Enfin pour les cartes de crédit, il n'y a eu aucune détente des taux. Ceux-ci oscillent depuis plusieurs années, à l'intérieur d'une faible marge, autour de 18 %. Point n'est besoin dans ces conditions d'imaginer que les ménages cherchent à retrouver des seuils d'endettement compatibles avec leurs souhaits : ils sont confrontés à des taux d'intérêt prohibitifs.

*En résumé, il n'y a guère à se demander pourquoi aux Etats-Unis la reprise s'essouffle bien que les taux d'intérêt aient baissé. Beaucoup plus simplement, la reprise s'essouffle parce que les taux d'intérêt n'ont pas baissé suffisamment. La question est de savoir si et quand ils vont le faire de manière conséquente. Il nous semble que les banques ont presque fini d'apurer leur situation. Elles sont désormais mieux en mesure d'accorder du crédit, y compris aux ménages, à des taux acceptables par ceux-là. Les taux débiteurs à court terme pourraient donc s'abaisser au cours des prochains mois. Une détente peut aussi être attendue sur le long terme, mais elle risque d'être limitée dans son ampleur par la montée des taux d'intérêts longs au Japon (cf infra).*

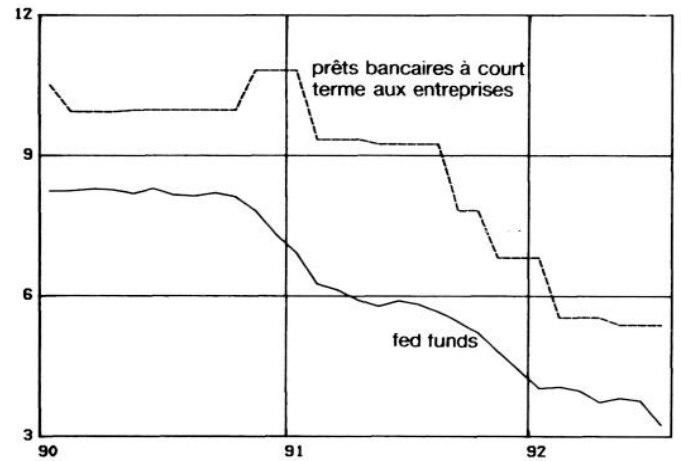
## 2. Comparaison des federal funds et de quelques taux d'intérêt aux Etats-Unis

Taux nominaux, moyennes mensuelles, en %

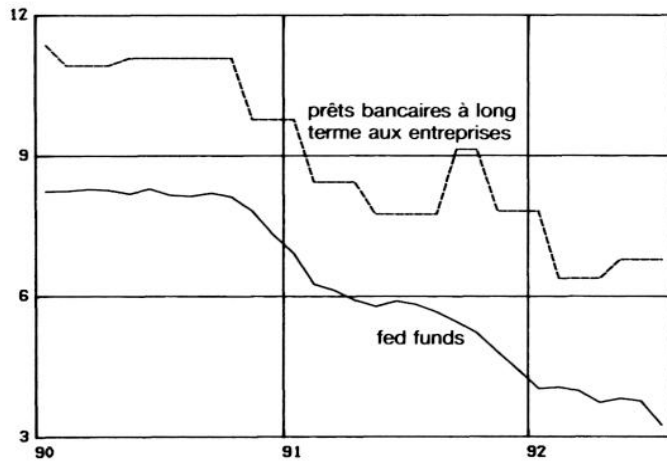
2a



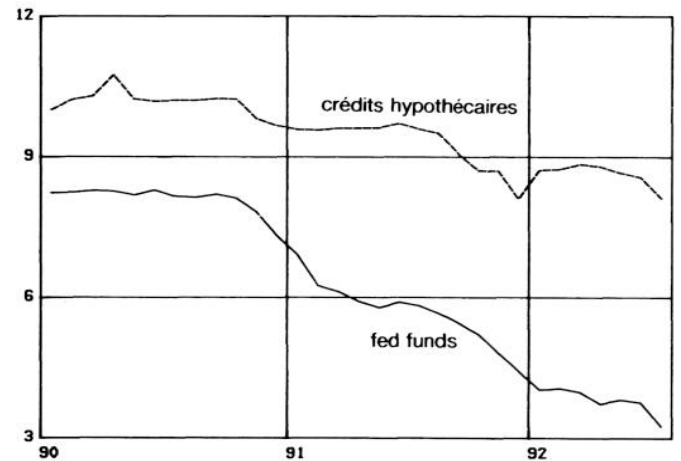
2b



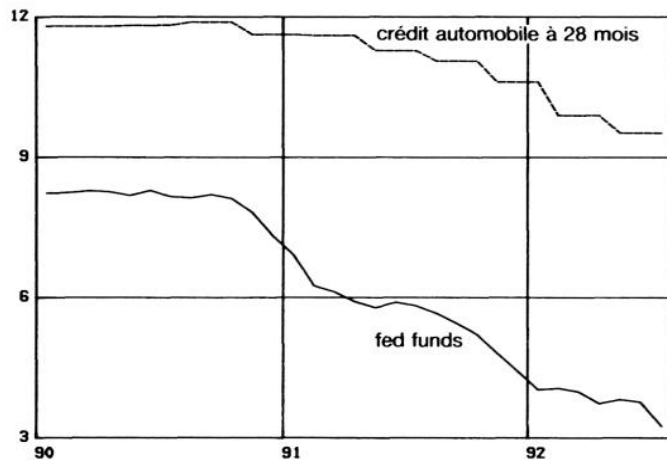
2c



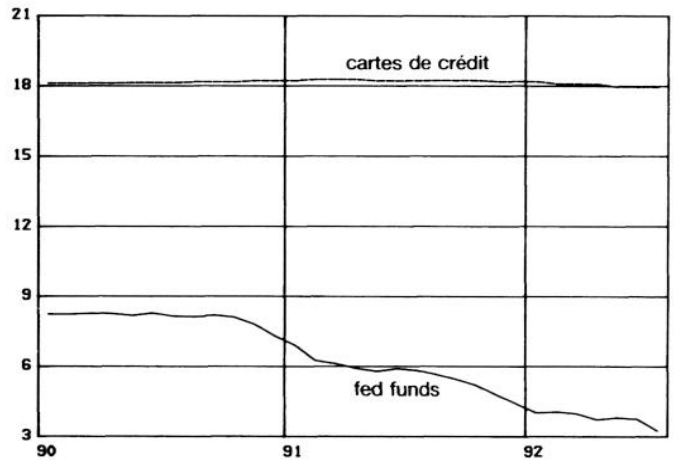
2d



2e



2f

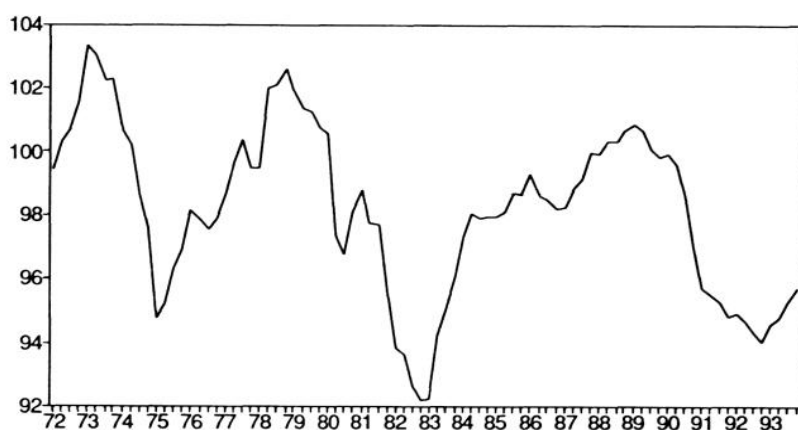


Source : Federal Reserve System.



Cette baisse des taux d'intérêt permettra à l'activité de reprendre son cours normal : investissement en logement et consommation des ménages retrouveront le chemin d'une croissance lente, l'investissement des entreprises poursuivra le sien. Le commerce extérieur pourrait en outre apporter un soutien à l'activité globale : la faiblesse du dollar au printemps et à l'été 1992 garantira une bonne compétitivité aux produits américains, au moins au premier semestre 1993, tant sur les marchés intérieurs qu'extérieurs. En outre, les entreprises japonaises pourraient être acculées par leurs difficultés à rechercher le profit maximum immédiat et non pas les parts de marché à long terme ; elles auraient alors tendance à accroître leurs prix, ce qui procurera une marge de manœuvre supplémentaire aux entreprises américaines.

Politique monétaire expansive depuis plusieurs semestres, dépréciation du dollar dans le courant de 1992 : n'y a-t-il pas là des risques de butoir inflationniste à la croissance ? Des tensions s'accroissent assurément, mais les entreprises ne les répercuteront pas sous forme de hausse des prix tant que le rythme de l'activité ne leur semblera pas durablement garanti ; qui plus est, les hausses de salaires demeureront modestes. Une légère accélération du rythme de la hausse des prix peut être attendue à partir du second semestre 1993, mais c'est seulement en 1994 que les tensions inflationnistes risquent de se matérialiser. Le PIB effectif demeurera du reste plusieurs semestres en dessous de son potentiel (graphique 3).



3. Ratio : PNB effectif/PNB potentiel, Etats-Unis

Sources : OCDE, estimations et prévisions OFCE

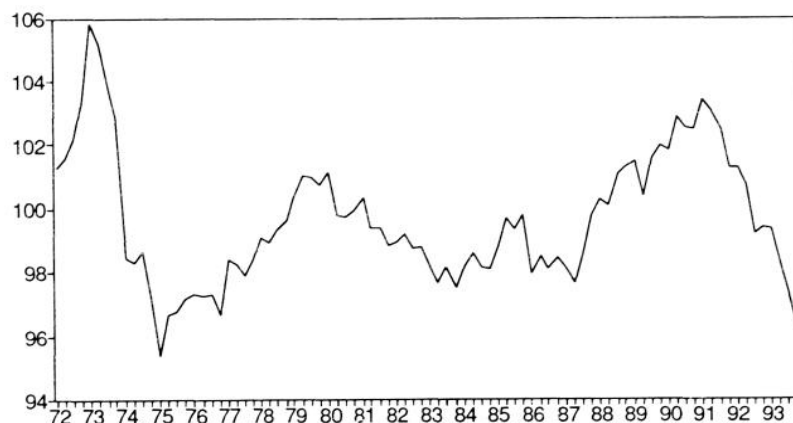
### **Le Japon : le plan de relance parviendra tout juste à éviter une franche récession**

Au Japon au contraire, en dépit d'une progression effective plus lente que celle du potentiel depuis le printemps 1991, le PNB était encore à l'été 1992 nettement supérieur à son niveau non inflation-

niste <sup>(2)</sup> (graphique 4). Les années 1988 à 1990 avaient été marquées par une croissance excessive. Une politique monétaire expansive avait autorisé à la fois un surinvestissement dans la sphère réelle, l'inflation des actifs patrimoniaux et l'empilement de dettes croisées. Espérant dégonfler cette bulle spéculative plutôt que de la laisser exploser, les autorités monétaires avaient inversé leur politique à l'été 1989, adoptant désormais une attitude restrictive. La montée des taux d'intérêt directeurs à court terme (4,5 points en un an et demi) avait entraîné celle des taux longs (3,5 points). Dès le début de 1990, les cours boursiers et les prix de l'immobilier commençaient à chuter.

La stratégie des autorités monétaires s'est heurtée à plusieurs écueils. En premier lieu, il aurait de toutes façons été difficile de ramener certaines grandeurs à leur niveau jugé normal : des phénomènes de cercles vicieux font que ces grandeurs, surtout lorsqu'il s'agit du prix des actifs patrimoniaux, ont tendance à poursuivre leur tendance et donc à passer en dessous du niveau jugé normal par les autorités (sinon par les marchés). Au risque d'inflation a succédé celui de la déflation. En second lieu, des dépenses effectives ont été fondées sur des endettements effectifs assis sur des plus-values potentielles. Le dégonflement de la bulle spéculative fait apparaître le surinvestissement et alourdit considérablement le poids de la dette qu'il faudra bien rembourser. En troisième lieu cette cure est intervenue au moment où l'environnement international du Japon s'orientait à la récession et en même temps à l'aggravation de la pénurie mondiale de capitaux sous l'effet principalement de trois facteurs : le fonctionnement cyclique des économies occidentales, la guerre du Golfe, l'effondrement des régimes communistes en Europe.

4. Ratio : PNB effectif/PNB potentiel, Japon



Sources : OCDE, estimations et prévisions OFCE.

Dans ces conditions, la production industrielle s'est stabilisée durant les trois premiers trimestres de l'année 1991 et a ensuite amorcé une

(2) Rappelons que le PNB potentiel utilisé ici est celui que l'OCDE calcule par l'intermédiaire d'une fonction de production pour déterminer le sentier de croissance non inflationniste (cf les précédentes chroniques de conjoncture).

baisse qui est allée en s'amplifiant. Comme la baisse de la demande avait été mal anticipée par les entreprises, celle-ci a occasionné un stockage involontaire qui aura mécaniquement pour effet d'aggraver la chute de la production au cours des mois à venir puisqu'il va falloir résorber ces surplus. Le PNB reflète ces mouvements de manière amortie : il a encore augmenté, quoique de manière ralentie, en 1991 et début 1992 ; c'est à partir de l'été 1992 qu'il va accuser une franche baisse.

Ces évolutions ne seraient pas inquiétantes si elles se limitaient à un ajustement cyclique intervenant plus tardivement que dans les pays occidentaux. Mais elles ne sont que la surface des choses : fondamentalement, le Japon est confronté à une grave crise financière. L'effondrement ininterrompu de la Bourse faisait passer l'indice Nikkei en dessous du seuil des 15 000 à la mi-août (rappelons que début 1990 il était proche de 40 000). Les répercussions de la chute des cours sur les bilans des banques faisaient craindre un « credit crunch » massif, ce qui allait aggraver la situation des entreprises non financières. Toutes choses égales par ailleurs les ajustements que cette situation risquait d'engendrer consistaient en une poursuite de la baisse du prix des actifs patrimoniaux entraînant peut être la baisse des prix de nombreux biens et services courants <sup>(3)</sup>, c'est-à-dire la déflation ; en un effondrement de l'investissement productif des entreprises ; et donc en une baisse du PNB d'au moins 1/2 % en 1993, évolution inédite au Japon depuis vingt ans (c'est-à-dire depuis le premier choc pétrolier). L'enquête auprès des entreprises effectuée à la veille de l'annonce des mesures gouvernementales indique que le secteur productif commençait à prendre la mesure de l'ampleur des problèmes, et y réagissait en révisant drastiquement à la baisse ses prévisions d'activité et d'investissement. Les autorités ont réagi à ces perspectives d'ensemble en adoptant un plan de sauvetage des banques et un plan de stimulation budgétaire d'une ampleur apparemment considérable.

*Ce qu'il faut aujourd'hui apprécier, ce sont les conséquences de ces mesures. Il nous semble qu'elles permettront d'étaler l'ajustement dans le temps, non d'y surseoir : si la croissance n'est pas négative en 1993, alors elle sera faible cette année-là puis en 1994 et encore en 1995. Par faible on entend un rythme inférieur à 2 %, ce qui pour le Japon plus encore que pour d'autres est peu.*

Pourquoi le plan de stimulation (encart 1) n'aura-t-il que des effets limités ?

Ces effets existeront, mais il faut bien préciser à quoi ils s'appliqueront. L'ordre de grandeur est de 2,3 % du PNB. Mais ces 2,3 ne doivent pas être ajoutés à la tendance visible à la veille du plan, c'est-à-dire

---

(3) Si la situation patrimoniale des entreprises se dégrade trop en période de récession, elles peuvent être contraintes d'abaisser leurs prix de vente afin de se procurer des liquidités à tout prix.

## 1. Le plan de relance japonais

Le plan adopté le 28 août et présenté à la Diète en octobre ou novembre par le gouvernement japonais injectera 10 700 milliards de yens (soit 2,3 % du PNB) dans l'économie. Cette enveloppe globale se décompose en :

— dépenses directes d'équipement pour un montant de 5 200 milliards dont 3 400 en travaux publics d'intérêt général destinés aux infrastructures sociales, 1 800 en projets locaux. L'Etat achètera en outre par anticipation des terrains destinés à des projets de travaux publics.

— mesures d'incitation à l'investissement privé : les PME bénéficient en particulier de 1 200 milliards de prêts des institutions gouvernementales. Des avantages sous forme de crédit d'impôt sont également consentis aux entreprises. Ces mesures s'appliquent aux biens d'équipement et à l'immobilier commercial dont les règles d'évaluation fiscale sont relâchées. L'investissement résidentiel des ménages est quant à lui stimulé par une augmentation des prêts publics (800 milliards de yen) et une amélioration de leurs conditions d'attribution.

— mesures destinées aux marchés financiers : les règles d'investissement en actions des Fonds publics (Epargne postale, Fonds d'assurance postaux) sont assouplies. Le plafond d'investissement en Bourse en particulier est porté de 1 120 à 2 820 milliards. De plus le rachat par l'Etat des hypothèques foncières immobilières détenues en garantie de prêt par les banques leur assurera les moyens de satisfaire au ratio « Cooke ». Afin de ne pas déstabiliser davantage la Bourse, le gouvernement reporte la vente (initialement prévue pour l'année fiscale 1992-1993) des actions détenues par l'Etat dans *East Japan Railway Co.* et dans *Japan Tobacco Inc.* et gèle les privatisations de *Nippon Telegraph* et *Telephone Corp.* jusqu'en 1994. Ces mesures complètent un premier plan adopté le 18 août et destiné à favoriser la manipulation des bilans par les institutions de crédit. Ce dernier proposait un certain nombre de facilités de court terme telles que le report de la publication du montant de leurs moins-values boursières potentielles, l'encouragement à titriser leurs créances douteuses et à émettre des emprunts perpétuels...

L'ensemble de ces mesures ne sera pas financé par appel au marché obligataire selon le ministère des Finances. Ce dernier préconise l'émission de titres spécifiques pour la construction ainsi que l'utilisation des fonds issus du programme gouvernemental de prêts et d'investissement.

une croissance faible mais encore effective ; ils doivent être ajoutés à ce qu'aurait été la réalité hors plan, c'est-à-dire une diminution.

Il faut aussi considérer les délais d'application. Quelle que soit la diligence mise par tous les acteurs publics et privés en cause, la totalité des fonds concernés par les investissements publics, c'est-à-dire l'essentiel des mesures, ne peut guère être dépensée en l'espace de quelques mois. Qui plus est, les fonds ne pourront être engagés qu'après le vote du budget rectificatif en novembre. Le plan de stimulation peut dès à présent agir sur les anticipations, mais il ne commen-

cera à porter d'effets réels que début 1993, et ceux-ci s'étaleront sur plusieurs trimestres, ce qui en diluera l'impact.

Il faut ensuite s'interroger sur l'utilisation des fonds par le secteur privé. Dans l'état de surendettement où il se trouve, il est vraisemblable qu'il remboursera une partie de ses dettes plutôt que d'effectuer des dépenses d'investissement.

Un quatrième élément consiste à faire l'hypothèse que les excès passés doivent être compensés : il ne peut pas y avoir retour à des conditions de fonctionnement « normales » de l'économie sans apurement des conséquences réelles et financières qu'avaient provoquées les conditions anormales antérieures. Le stock de dette existe, les surcapacités aussi. Ce qui a été emprunté doit être remboursé, ce qui a été investi en trop sera compensé par un défaut d'investissement au cours des prochaines années. Pour prendre une mesure agrégée, la différence positive entre PNB effectif et PNB potentiel des années récentes appelle mécaniquement une différence négative au cours des prochaines années. Ce que le plan peut faire, c'est étaler cette différence sur plusieurs années plutôt que de la laisser porter en totalité sur 1993.

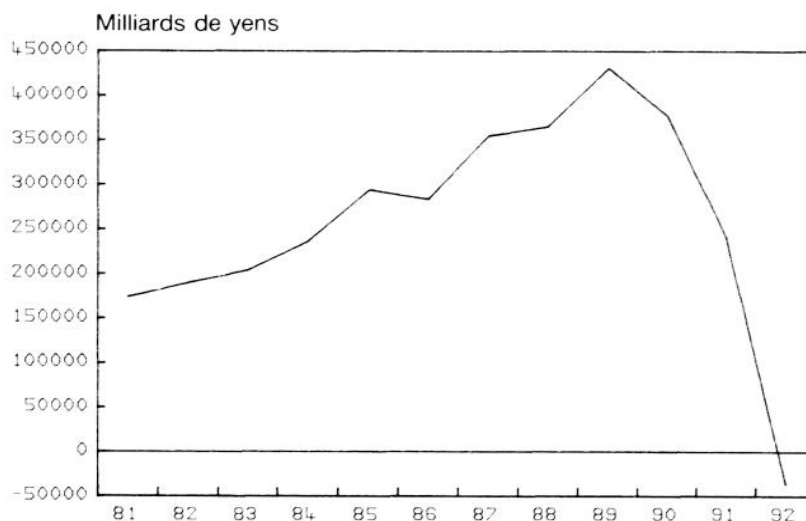
Tout cela nous conduit à penser que le plan de relance, fort utile, permettra de limiter la chute de l'investissement productif mais non de l'empêcher de se produire. Cette chute ne s'accompagnera pas de fortes baisses des effectifs salariés, car tel n'est pas le fonctionnement du marché du travail au Japon. La baisse de l'emploi passera par la faillite de sous-traitants, et surtout les entreprises comprimeront leurs coûts salariaux en diminuant le nombre d'heures travaillées, en limitant la partie contractuelle du salaire et en réduisant les primes attachées aux salaires (qui représentent environ 1/5 des revenus salariaux). Face à une stagnation voire une légère baisse de leurs revenus totaux, les ménages ne pourront que ralentir leur consommation. Les entreprises se trouveront donc confrontées à une demande globale en baisse, et cela d'autant plus que le Japon produit lui-même l'essentiel des biens d'équipement qu'il utilise : le jeu de l'« accélérateur » n'en est que plus meurtrier en période de récession. La baisse d'activité se traduira par une baisse des profits, qui risque d'enclencher une nouvelle chute du cours des actions : le redressement opéré depuis la mi-août pourrait n'être que temporaire. En dépit des mesures gouvernementales prises jusqu'à présent, les entreprises productives pourraient donc voir s'aggraver leur situation financière.

Les entreprises japonaises avaient bénéficié jusqu'au début de 1990 de conditions de financement anormalement faciles. Elles émettaient des actions et des obligations convertibles en actions dont le coût était faible puisque la rémunération était censée consister en de futures plus-values ; le crédit bancaire était peu cher. L'effondrement des cours des actions a tari la première source de financement ; le credit crunch issu du système bancaire interdit le recours au second (graphique 5). Les bilans des banques ont en effet été fortement dégradés par la chute des actions et des prix de l'immobilier ; même si elles peuvent éviter au printemps prochain de respecter strictement les ratios « Cooke », la simple application des règles de gestion usuelles les contraint à comprimer massivement le crédit qu'elles peuvent accorder. Les entreprises

non financières sont et seront donc contraintes d'émettre des obligations, tant sur le marché national que sur les marchés étrangers. Il en résultera vraisemblablement une montée des taux longs japonais ; ceux-ci retrouveraient à terme (sans doute en 1994) un écart avec les taux courts plus conforme à la logique de moyen terme, c'est-à-dire 2 à 3 points.

Cette demande de capitaux, et la montée des taux longs japonais, constitueront dans le reste du monde un frein à la baisse des taux longs durant l'essentiel de 1993 puis une source additionnelle de hausse de ces taux, au moins en termes réels. Certes, le Japon dispose d'un excédent de sa balance courante considérable, excédent qui perdurera encore plusieurs semestres. Mais ce qui est en cause dans les taux internationaux, c'est l'ensemble du réseau des flux bruts, non les flux nets. A cet égard, la crise de liquidités dont souffre (et souffrira) l'économie japonaise modifie profondément la configuration mondiale qui prévalait durant la seconde moitié des années quatre-vingt (la transformation simultanée du rôle joué par l'Allemagne dans les flux de capitaux est par ailleurs responsable d'autres modifications : cf *infra*).

**5. Flux annuels \*  
de crédits  
bancaires aux  
entreprises et aux  
particuliers**



\* Nets de remboursements ; pour 1992, premier semestre annualisé.

Source : Banque du Japon.

Le Japon a été le principal pourvoyeur de fonds pour le reste du monde durant l'essentiel de la décennie quatre-vingt ; il recyclait ses excédents, et jouait en outre un rôle de transformation à l'échelle mondiale. De 1987 à 1990 (tableau 1) il a exporté en moyenne 100 milliards de dollars de capitaux à long terme chaque année. La situation est aujourd'hui inverse <sup>(4)</sup> : il est fortement importateur net de capitaux à long terme depuis le début de 1991. Ce retournement a jusqu'à présent

(4) Cf « La conjoncture japonaise à la mi-1992 », O. Passet, *Lettre de l'OFCE* n° 105, septembre 1992.

eu pour cause principale l'accroissement des achats nets d'actions nipponnes par les non résidents. Non pas que ces derniers aient acquis de nouveaux titres : ils ont, devant l'ampleur des moins-values, cessé d'en vendre. Dans l'immédiat, c'est d'un autre poste que provient la poursuite de cette importation nette de capitaux longs : l'appel croissant des entreprises japonaises aux emprunts étrangers, mouvement qui a de fortes probabilités de se poursuivre au cours des prochains trimestres. Or ce retournement sur les flux longs n'est que partiellement compensé par une sortie de capitaux courts émanant des agents non financiers. Au lieu d'alimenter le multiplicateur de crédit interne ou externe, l'excédent courant du Japon est utilisé par les banques pour restructurer le bilan de leurs filiales étrangères en refinançant la dette à court terme contractée à la fin des années quatre-vingt. En définitive, l'excédent courant japonais qui était recyclé durant les années quatre-vingt est désormais stérilisé.

### 1. Flux nets de capitaux au Japon

En milliards de \$

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	
							1 <sup>er</sup> trim.*	2 <sup>ème</sup> trim.*
Transactions courantes	85,8	87,0	79,6	57,2	35,8	72,6	27,6	28,6
Capitaux à long terme	-131,6	-136,5	-130,9	-89,2	-43,6	36,6	13,4	-12,8
dont :								
- Investissements directs	-14,3	-18,4	-34,7	-45,2	-46,3	-29,8	-3,2	-2,3
- Titres	-101,4	-93,8	-66,7	-28,0	-5,0	40,9	13,0	-13,5
- Prêts	-9,3	-16,3	-15,3	-4,7	16,9	24,6	3,6	3,1
Capitaux à court terme non bancaires	-1,6	23,9	19,5	20,8	21,5	-25,8	-2,1	-1,9
Position monétaire	-44,8	-29,5	-29,0	-33,3	-7,2	76,4	46,5	12,3

\* Trimestre

Sources : Banque du Japon, Morgan.

L'apurement des conséquences de la bulle spéculative des dernières années quatre-vingt a commencé depuis un an et demi. Les banques sont en train de restaurer leur situation financière, les entreprises sont contraintes de commencer à le faire. Tous ces processus prendront du temps. Il est donc à craindre que ces réajustements en profondeur, s'accompagnant en surface d'une croissance lente du PNB, ne continuent à marquer l'ensemble de l'année 1993.

## Les zones hors OCDE : des perspectives inégales

Le prix du pétrole a amorcé à la mi-mars, à partir d'un niveau proche de 17 dollars/baril <sup>(5)</sup>, un redressement qui l'a conduit deux mois plus tard à 20 dollars. Il oscille depuis lors autour de ce seuil. Cette remontée s'était opérée sous l'effet conjoint d'une croissance de la demande, puisque les économies occidentales enregistraient alors pour la plupart d'entre elles un rebond, et d'une offre moins importante qu'initialement envisagé, puisque l'embargo sur l'Irak subsistait. Compte tenu de l'évolution conjoncturelle envisagée dans les pays de l'OCDE, la demande de pétrole ne s'accroîtra de manière significative qu'à partir de l'été 1993. L'offre potentielle cependant sera stable, les pays de l'OPEP pouvant compenser une nouvelle diminution des exportations de l'ex-URSS. Sous l'hypothèse que les stocks ne subiront pas d'influence spéculative, la tendance du prix du pétrole serait stable à 20 dollars jusqu'à l'été 1993, puis s'élèverait à 21 dollars. Compte tenu des forts mouvements saisonniers qui affectent ce prix, on attend un niveau de 21 dollars durant l'hiver 1992/1993, une retombée à 20 puis une remontée à 22 durant l'hiver 1993-1994.

Les importations des pays de l'OPEP sont de coutume fortement tributaires des variations du prix du pétrole. Depuis deux ans toutefois elles ont adopté un cheminement tout autre (graphique 6a) : forte baisse après l'invasion du Koweït et l'embargo sur l'Irak, forte remontée après la fin de la guerre sous l'effet de la reconstruction du Koweït. C'est une quasi-stabilisation à ce niveau récent que l'on anticipe pour les trimestres à venir.

En Amérique latine, le dynamisme retrouvé par certains pays devrait se poursuivre au moins jusqu'à la fin 1993. L'Argentine, le Mexique et le Chili témoignent d'une croissance rapide fondée sur le succès des politiques d'ajustement et d'ouverture facilitées par la mise en œuvre du plan Brady. La baisse des taux d'intérêt américains se répercutant sur celle du Libor, elle atteint 2 points de pourcentage en moyenne entre 1991 et 1992 et l'on attend (toujours en moyenne annuelle) une quasi stabilisation en 1993. La meilleure appréciation portée par le système bancaire international a dans ces conditions autorisé ces pays à emprunter de nouveau, à des conditions plus favorables qu'au cours des années récentes. Les investissements directs étrangers ont recommencé à s'accroître, facilitant l'ajustement de la balance des paiements. Par ailleurs, le NAFTA (encart 2) donnera en 1993 une impulsion supplémentaire à l'économie mexicaine.

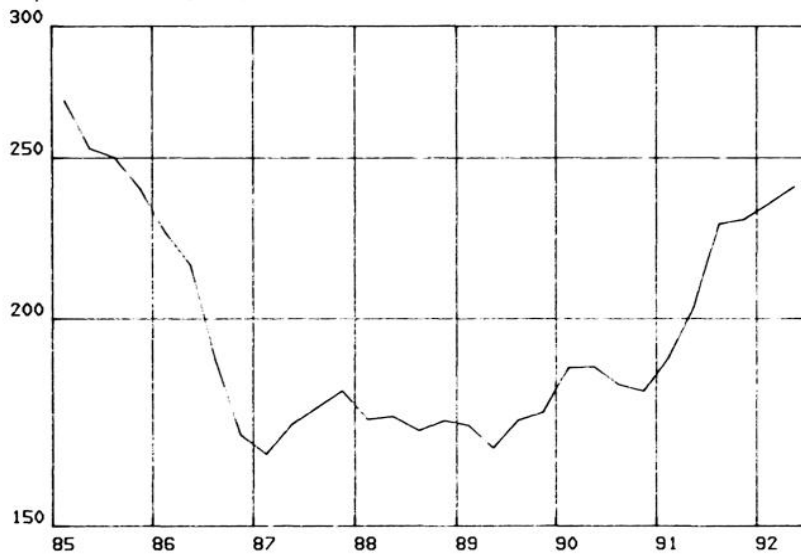
Quoique bénéficiant lui aussi du plan Brady, le Brésil en revanche s'enlise dans la quasi-stagnation, l'hyperinflation et le déficit public. Une stratégie d'ajustement est d'autant plus difficile à y mettre en œuvre que la direction politique n'est plus assurée de manière crédible.

---

(5) Brent mer du Nord.

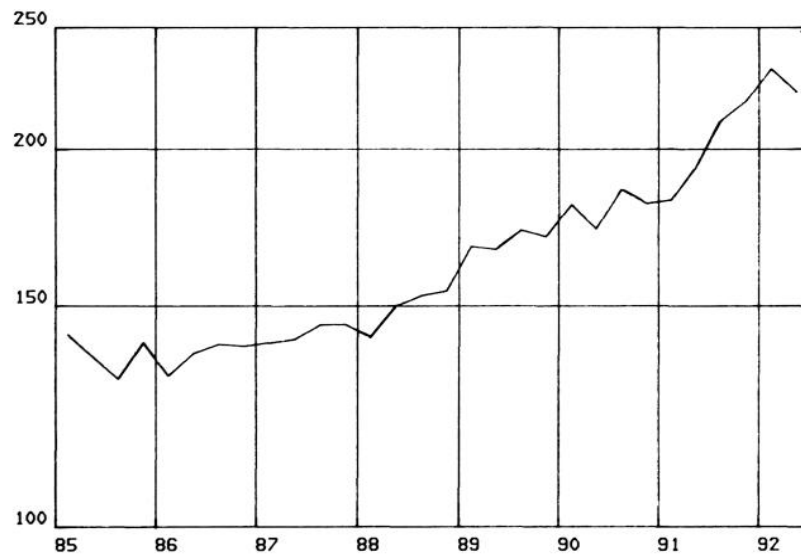


A prix constants, cvs, indices base 100 en 1972

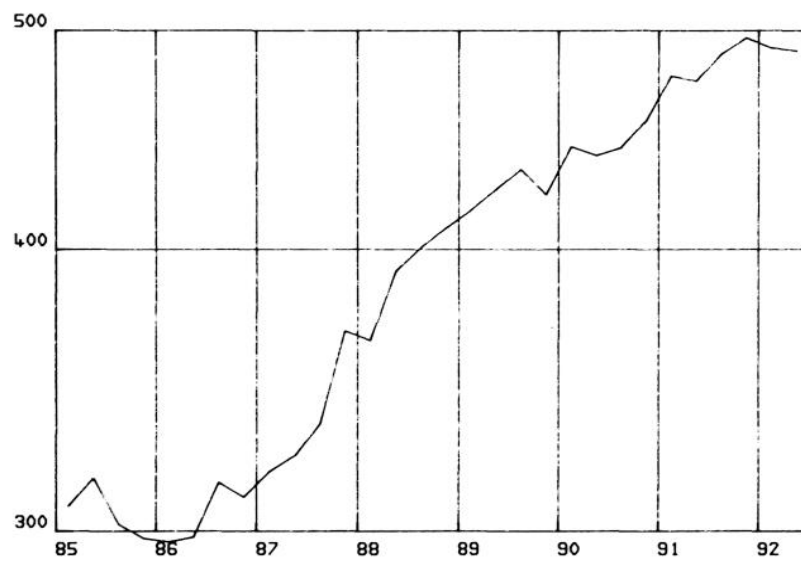


**6. Importations de produits manufacturés**

*a - OPEP*



*b - Amérique Latine hors OPEP*



*c - Extrême-Orient hors OPEP*

Sources : OCDE, estimations OFCE.

## 2. Le NAFTA

Le NAFTA (North American Free Trade Agreement) élargit l'Accord de libre-échange Etats-Unis/Canada, en vigueur depuis le 1er janvier 1989, au troisième pays du continent nord-américain, le Mexique. Un accord de principe ayant été conclu en août dernier, le traité doit être ratifié par les parlements des trois pays concernés. Dès lors l'Amérique du Nord, forte d'un marché de 360 millions de consommateurs et d'un PIB global de 6 000 milliards de dollars, répond à la montée des accords régionaux outre-atlantique, notamment de la Communauté européenne dont la puissance économique est comparable. Progressivement le NAFTA devrait s'élargir à d'autres pays latino-américains, le Chili notamment, avec qui les négociations pourraient débuter en 1993.

Les principales modalités de l'accord concernent les relations Etats-Unis/Mexique. Elles visent essentiellement à supprimer en 15 ans les barrières douanières et obstacles non tarifaires sur 20 000 produits. D'autres aspects sont concernés : l'accès des entreprises nord-américaines aux marchés mexicains des télécommunications, services financiers, assurances, appels d'offre publics ; le règlement des contentieux bilatéraux, l'environnement, l'immigration, la propriété intellectuelle.

En raison des écarts de développement, la diminution des droits de douane entre les trois pays américains risquait de transformer le Mexique en « cheval de Troie » : les entreprises japonaises seraient incitées à y investir dans des usines de montage où la valeur ajoutée serait faible. Pour parer à ce danger, et en outre pour ne pas frapper trop durement les secteurs actuellement très protégés, les négociateurs ont incorporé au traité des clauses contraires au libéralisme. Lors de l'entrée en vigueur du traité, 70 % des exportations mexicaines vers ses deux partenaires seront exemptés de droits de douane contre seulement 40 % des produits vendus par les Etats-Unis et le Canada à ce pays. La moitié du commerce agricole restera soumis à des réglementations pendant au moins 15 ans. Des règles strictes sur l'origine des produits sont instituées pour limiter les investissements directs asiatiques, notamment sur les produits textiles et l'automobile. Ainsi les automobiles montées au Mexique devront contenir entre 50 et 70 % de composants fabriqués localement pour être exemptées de droits de douane à l'exportation.

Les conséquences attendues du traité sont une intensification des échanges entre les trois pays et une accélération de la croissance, plutôt favorables au Mexique. La concurrence accrue et une rationalisation plus poussée favoriseraient des économies d'échelle et amélioreraient les termes de l'échange. Enfin, le Mexique attend de cet accord une accélération des investissements directs étrangers qui permettrait de financer plus aisément le déficit courant. A l'inverse, le traité pourrait avoir pour effet une spécialisation défavorable à terme au Mexique : en raison de la faiblesse de ses coûts salariaux, il deviendrait la zone où se concentreraient les activités à fort contenu en main d'œuvre peu qualifiée.

Par ailleurs, la création du NAFTA a des effets défavorables pour les autres régions du monde, principalement l'Amérique latine et le Sud-Est asiatique.

Au total, dans cette zone tournée vers la seule économie industrialisée susceptible d'être en croissance au cours des trimestres à venir — les Etats-Unis — la progression de l'activité et celle des importations (graphique 6b) devraient rester rapides en 1993.

L'Extrême-Orient en revanche, déjà globalement engagé dans la voie du ralentissement conjoncturel, ne semble guère pouvoir atteindre le point bas avant l'été 1993. Outre les problèmes internes spécifiques à certains pays, l'ensemble de la zone risque de pâtir des évolutions en cours et à venir au Japon.

Durant le premier semestre de l'année 1992, les exportations des Nouvelles économies industrialisées ont été tirées par le rebond de la croissance américaine. Mais une large fraction des exportations de ces pays vers les Etats-Unis et vers l'Europe sont le fait de multinationales ayant délocalisé certaines activités. Il est certain que la dynamique sous-jacente s'estompe : les flux d'investissements directs japonais dans cette zone reculent depuis le début de 1991. Il est en outre à craindre que les entreprises japonaises réduisent d'abord, lorsque cela est possible, leur activité à l'étranger afin de préserver l'emploi sur le territoire nippon. Taïwan et surtout Hong-Kong souffriront sans doute moins de cette situation que Singapour et la Corée du sud. Elles jouent en effet un rôle de plaque tournante commerciale plus que d'atelier de sous-traitance, ce qui limite l'impact récessif de la situation japonaise. De plus, ces deux économies sont actuellement tirées par la Chine populaire dont la croissance devrait se poursuivre à un rythme soutenu. La Corée du sud en revanche souffrait déjà d'un ralentissement économique <sup>(6)</sup> dû à une politique monétaire rigoureuse destinée à lutter contre l'inflation (qui avait avoisiné 10 % en 1991).

Au total, la quasi stabilisation des importations de cette zone depuis la fin 1991 (graphique 6c) devrait se poursuivre au second semestre 1992 et n'être suivie que d'une croissance lente en 1993.

En Europe de l'Est, la poursuite des réformes dans les pays bénéficiant de stabilité politique continue à se faire sur fond de récession. On ne prévoit pas que les ajustements en cours autorisent une reprise de la croissance de l'activité avant l'année 1994. Du point de vue des pays industrialisés, il ne s'agira donc toujours pas à court terme d'un segment de marché dynamique. Mais il ne s'agit pas non plus d'une zone captant d'énormes flux de capitaux : ces pays n'exercent pas dans l'immédiat un effet d'éviction vis-à-vis des pays en voie de développement, et ne sont guère responsables du haut niveau des taux d'intérêt à l'échelle internationale. Les fonds publics engagés, notamment via la BERD, vont commencer à être déboursés ; mais les capitaux privés sont quasiment absents. Au total, l'ordre de grandeur reste très inférieur aux flux de capitaux privés se dirigeant vers l'Amérique latine. Si l'Europe de l'Est contribue à aggraver la pénurie d'épargne mondiale, c'est seulement là où l'ex-Allemagne de l'Ouest lui sert de garantie.

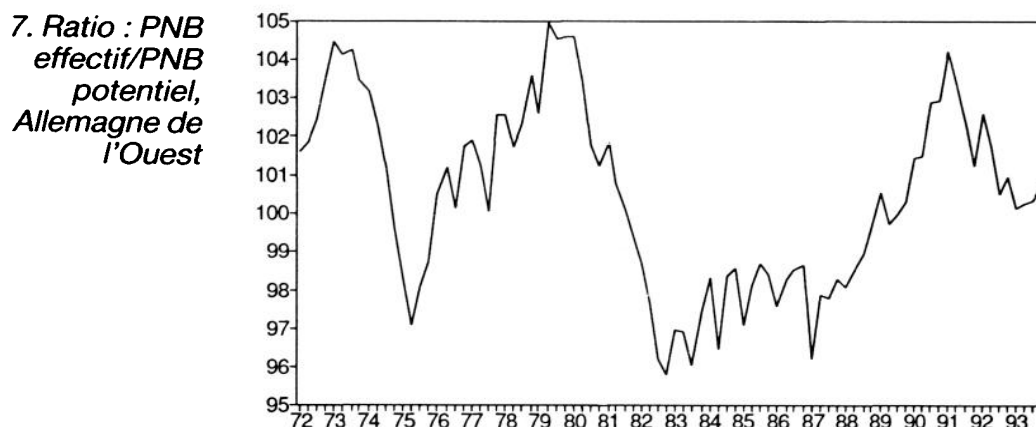
---

(6) Le rythme de croissance de son PNB tendait vers 6 % « seulement ».

## L'Europe

### L'Allemagne : la politique monétaire ne s'assouplira pas facilement

Le PNB allemand, après avoir rejoint son niveau potentiel à la mi-1989, avait continué à croître plus rapidement que celui-ci pendant un an et demi (graphique 7). L'ajustement entamé ensuite a laissé place durant le premier semestre à un rythme d'activité qui traduit encore un état de surchauffe.



Source : OCDE, estimations et prévisions OFCE.

Pourquoi cette surchauffe prolongée ? Parce que les conséquences de l'effondrement des régimes communistes avaient été sous-estimées par les décideurs ouest-allemands. Budgétairement (encart 3), l'afflux de réfugiés<sup>(7)</sup> qui sont logés et nourris pèse sur les dépenses publiques. Et surtout, les conséquences directes et indirectes de la réunification ont fortement dépassé ce qui avait été anticipé. Le potentiel productif de l'ex-RDA s'est avéré beaucoup moins utilisable que prévu, tandis que ses exportations se sont effondrées faute de demande en raison de la chute des régimes communistes et de la dislocation du COMECON. Les salaires à l'Est tendent à s'aligner rapidement sur ceux de l'Ouest. Les transferts sociaux sont d'autant plus élevés que le sous-emploi à l'Est s'avère massif et que les prestations sociales sont alignées sur celles de l'Ouest. Cela alimente la demande finale, qui — en dépit de fortes importations — exerce une vive pression sur l'appareil productif ouest-allemand. En conséquence les salaires à l'Ouest auront progressé fortement en 1992 encore, ce que ne justifient ni l'évolution à court

(7) Dès à présent, par exemple, l'Allemagne accueille plus de 300 000 Yougoslaves.

### 3. Le déficit public allemand

Le déficit des administrations publiques hors administrations de Sécurité sociale atteindra probablement 114 milliards de DM en 1992, soit 3,8 % du PNB, contre 123 milliards et 4,4 % du PNB en 1991. Cette amélioration est pour bonne partie imputable à des facteurs exceptionnels, la progression des recettes étant favorisée par les majorations d'impôts décidées dans le cadre de la loi de solidarité : surtaxe de l'IRPP et de l'impôt sur les sociétés jusqu'au 31 juin 1992, relèvement des taux de la taxe sur les huiles minérales et les primes d'assurance. Les rentrées fiscales devraient également bénéficier de la reprise des dépenses de consommation au dernier trimestre en anticipation de la hausse d'un point du taux normal de TVA au 1<sup>er</sup> janvier 1993, ainsi que de la progression toujours soutenue des salaires.

Le déficit fédéral devrait ainsi se réduire en 1992, en dépit de l'augmentation des transferts liés à l'unification. La situation financière des Länder et communes de l'Est devrait par contre se détériorer, notamment en raison d'une forte augmentation de leurs dépenses de personnel, les salaires publics devant atteindre 80 % du niveau de l'Ouest à partir de juillet 1993.

Il faut aussi tenir compte des déficits de la Sécurité sociale (pour lequel les estimations varient de 5 à 15 milliards) et de la Treuhand (estimé à 30 milliards).

Le financement de l'unification en 1993 sera en partie facilité par la hausse du taux de TVA et le rétablissement du prélèvement à la source des revenus de l'épargne. Mais on peut s'interroger sur la viabilité du pacte de solidarité proposé par le gouvernement, censé éviter le recours à de futures augmentations d'impôts par le biais, entre autres, d'une forte discipline budgétaire de la part des administrations publiques (le plan financier à moyen terme prévoit de ramener le déficit fédéral à 22 milliards en 1996). Une série de propositions a été formulée à la fin de l'été 1992 en vue du financement de l'unification : emprunt forcé ou emprunt volontaire assorti d'avantages fiscaux. Mais il semble difficile d'exclure pour l'avenir toute hausse d'impôt qui, compte tenu du projet de réduction de l'impôt sur les sociétés, pourrait concerner l'impôt sur le revenu des personnes physiques.

terme de la productivité apparente du travail à l'Ouest ni surtout l'abaissement du niveau moyen de la productivité dans l'Allemagne unie relativement à celui de l'ex-RFA. Ce niveau moyen n'est pas une construction statistique agrégeant de manière purement théorique les niveaux de l'Ouest et de l'Est. Il est la réalité qui s'impose à l'ensemble d'un pays que ne traverse plus aucune frontière.

La productivité horaire du travail a stagné durant les premiers mois de 1992 puis reculé jusqu'au milieu de l'année (dernier point connu). Dans ces conditions, la hausse moyenne nominale de 6,5 % des salaires signifie une hausse des coûts salariaux unitaires de 6,5 %. Si les prix à la consommation ne progressent qu'à un rythme légèrement

inférieur à 4 %, c'est parce que les prix à l'importation baissent et que les entreprises compriment leurs marges. Elles ne seraient nullement incitées à les comprimer si la demande finale s'accroissait rapidement. D'autre part les agrégats monétaires continuent à s'accroître beaucoup plus que les normes qui leur sont assignées. En d'autres termes, les tensions inflationnistes sont manifestes. Si elles ne se transforment pas en accélération de la hausse des prix, c'est parce que la politique monétaire restrictive les en empêche. D'un point de vue intérieur, la politique de restriction monétaire est logique. Elle le demeurera d'autant plus que la montée des troubles sociaux en Allemagne semble interdire tout durcissement de la politique budgétaire.

*La Bundesbank sera-t-elle néanmoins obligée de changer de stratégie, ou à tout le moins d'en assouplir les modalités durant l'horizon sous revue (c'est-à-dire la fin de l'année 1993) ? Oui, très vraisemblablement, mais toute la difficulté d'une prévision faite en ce début d'automne 1992 consiste à anticiper le moment et l'intensité des modifications à venir.*

— Les considérations d'activité intérieure ne sont pas de nature à susciter un assouplissement monétaire.

Certes, le ralentissement de la croissance va finir par déboucher sur une véritable récession, et le chômage va augmenter notablement à l'Ouest aussi (son augmentation, amorcée en mai, est encore ténue). Mais c'est précisément ce que souhaite la Bundesbank : seule une demande inférieure à l'offre potentielle peut atténuer la hausse des prix, et seule la crainte du chômage peut contraindre les syndicats allemands à négocier en mars 1993 des augmentations de salaires nominales compatibles avec les difficultés structurelles. Ils pourraient accepter de différer l'objectif selon lequel les salaires à l'Est devaient en 1994 avoir le même niveau qu'à l'Ouest. Ce qu'il faudrait en outre, c'est qu'ils acceptent à l'Ouest des hausses inférieures à 3 % et non plus supérieures à 6.

Certes encore, le différentiel des taux avec le reste du monde industrialisé pousse le DM à la hausse, tant vis-à-vis du dollar que vis à vis de la plupart des monnaies européennes. Mais, justement, cela présente deux avantages : le premier est d'obtenir une baisse du prix des importations, ce qui peut constituer un facteur anti-inflationniste puissant si elle est intégralement répercutée jusqu'à l'utilisateur final. Le second est d'amoindrir la compétitivité des produits allemands tant sur le marché intérieur qu'à l'exportation ; là encore, un recul des exportations et une augmentation des importations seraient les bienvenus pour la Bundesbank, car ils diminueraient la pression de la demande sur l'offre.

Enfin, la Bundesbank accepterait sans doute d'assouplir sa politique si les autorités budgétaires accroissaient les impôts de manière conséquente, afin que ceux-ci et non plus l'emprunt financent la réunification. Mais un alourdissement de la pression fiscale se heurte à des considérations politiques et sociales.

— Les considérations monétaires et financières de caractère interne, en revanche, pourraient conduire les autorités monétaires à infléchir leur position plus tôt qu'elles ne le souhaitent. La compression des profits

des entreprises ne les inquiète pas outre mesure dans l'immédiat, même si elle leur vaut l'hostilité croissante du patronat. Mais si cela provoquait une chute importante des cours boursiers, il en irait autrement. Jusqu'à présent, c'est une simple baisse qui a affecté les prix des actions : de fin mai à début septembre, l'indicateur de la Commerzbank a perdu un peu plus de 15 %. Ce mouvement n'est ni brusque ni très ample au regard des évolutions des années récentes. S'il laissait place à un véritable krach, les autorités seraient contraintes de relâcher leur attitude. Par ailleurs, les tensions au sein du SME n'ont pas été sans conséquences sur l'Allemagne elle-même : contrainte de racheter les devises attaquées, la Bundesbank a dû stériliser des masses croissantes de capitaux sauf à accepter un gonflement de sa masse monétaire, ce qui aurait été à l'encontre du but recherché. La sortie de la livre et de la lire du SME l'a soulagée, mais la stérilisation n'est pas intervenue aussi immédiatement dans le cas de la défense du franc. Lorsque la lire et éventuellement la livre réintégreront le système, il faudra que ce soit avec des parités compatibles avec les différentiels de taux entre l'Allemagne d'une part, l'Italie et le Royaume-Uni de l'autre. Parités et taux doivent donc faire l'objet d'un compromis global, et celasous la pression des marchés.

— Les considérations extérieures ne pèsent guère tant qu'elles ne revêtent pas l'aspect d'un danger. Si les turbulences devaient perdurer sur les marchés des changes, la Bundesbank n'en tiendrait compte que si cela menaçait l'économie allemande. Après la sortie du SME des deux monnaies les plus faibles et le referendum français, les risques sont limités pour ce qui concerne l'Europe. Si en revanche le dollar venait à s'effondrer, l'Allemagne serait politiquement et économiquement contrainte d'intervenir elle aussi. Par ailleurs un krach boursier sur des marchés étrangers pourrait menacer l'Allemagne par contagion et donc contraindre la Bundesbank à assouplir sa position.

En d'autres termes, les mois à venir continueront d'être marqués par des turbulences financières qui contraindront d'autant plus les autorités monétaires allemandes à atténuer la restriction qu'elles se prolongeront.

Si tel n'est pas le cas, la croissance réelle sera sans doute suffisamment lente pour inciter les syndicats à accepter au printemps prochain des hausses salariales faibles. Alors, ayant atteint son objectif, la Bundesbank pourrait s'engager réellement dans la voie de l'assouplissement monétaire dans le courant du deuxième trimestre 1993. Cette croissance lente serait heurtée pour des raisons transitoires : la hausse annoncée des taux de TVA en janvier 1993 va inciter les ménages à procéder à de nombreux achats d'anticipation au 4<sup>e</sup> trimestre 1992. Il y aura donc un rebond, mais il sera suivi par contrecoup d'une forte baisse de la consommation (et donc du PIB) au 1<sup>er</sup> trimestre 1993. Le rythme apparent de l'inflation, pour la même raison, bondira en janvier 1993 pour retrouver à partir de février un rythme instantané proche de 3 %.

Quel que soit le moment où la Bundesbank abaissera à nouveau ses taux d'intérêt <sup>(8)</sup>, le solde de la balance courante sera déficitaire en 1992

---

(8) De manière plus significative que la baisse d'1/4 de point sur le lombard et 1/2 sur le taux d'escompte intervenue le 14 septembre.

et à nouveau en 1993. En termes de flux nets, cela signifie que l'Allemagne continuera à emprunter des capitaux sur le marché mondial et non plus à en exporter comme elle l'avait fait jusqu'en 1990.

### **Taux d'intérêt et taux de change en Europe : des turbulences qui risquent de durer encore plusieurs mois**

Le 16 juillet 1992, la Bundesbank accroissait son taux de l'escompte de 3/4 de points. Elle indiquait ainsi clairement que non seulement la baisse des taux que nombre d'observateurs attendaient depuis le début de l'année n'aurait pas lieu de sitôt, mais encore que de nouvelles hausses ne pouvaient pas être exclues. Il s'agissait là d'une donnée nouvelle importante : jusque là, la plupart des décideurs économiques et financiers avaient tablé sur une baisse des taux allemands à la fin du second trimestre : l'absence de reprise de l'activité dans les autres pays européens et les risques déflationnistes avaient pu être maîtrisés tant que subsistait l'espoir d'un changement prochain. Il fallait désormais tirer les conséquences de taux d'intérêt durablement très élevés.

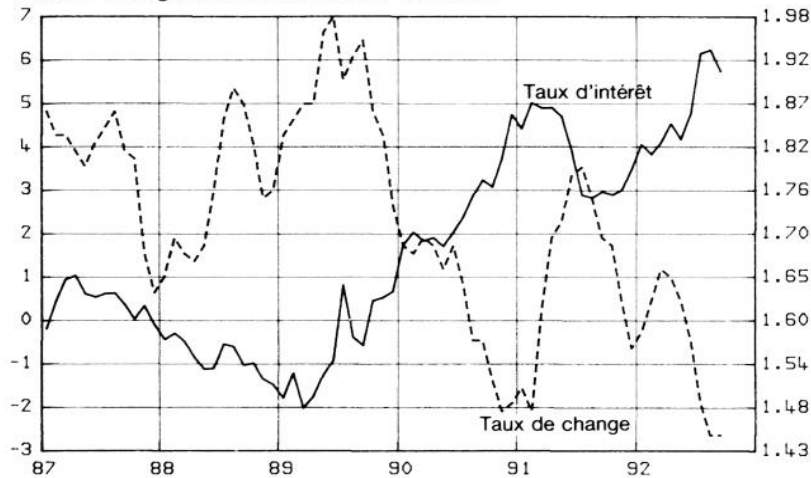
La première conséquence concerne la parité dollar-DM. La mesure allemande précitée a été adoptée entre deux baisses des *fed funds* américains. La différence entre les taux d'intérêt réels n'explique pas à elle seule l'évolution du taux de change dollar-DM, mais elle en constitue un déterminant actuellement important (graphique 8). Sur les taux courts, elle est passée de 3 % fin 1991 à plus de 6 % à la mi-1992. Si les mouvements de taux d'intérêt depuis juillet 1992 n'ont pas accéléré la dépréciation du dollar<sup>(9)</sup>, c'est largement du fait que les banques centrales sont intervenues pour soutenir celui-ci. Cette dépréciation, pourvu qu'elle n'aille pas trop loin, était considérée par les autorités américaines comme présentant plus d'avantages que d'inconvénients. Mais elle n'était pas délibérément recherchée en tant que telle. Elle était la conséquence de ce différentiel sur les taux qui attirait les capitaux hors des Etats-Unis et vers l'Allemagne. Cela avait peut-être un peu freiné la croissance économique américaine, et symétriquement un peu desserré la contrainte pesant sur les pays européens autres que l'Allemagne : un ballon d'oxygène était apporté à la restriction imposée par l'Allemagne. Mais il est apparu assez clairement au cours de l'été que les Etats-Unis n'iraient guère plus loin dans la voie de l'abaissement des taux d'intérêt : un quart de point symbolique peut être octroyé après de mauvais chiffres d'emploi, mais pas plus. Comme on l'a dit, abaisser les *fed funds* n'est plus considéré aux Etats-Unis comme mesure de relance efficace. Pour les pays européens, la rigueur allemande allait donc prendre sa pleine force durant les derniers mois de l'année 1992 (et peut-être au-delà).

---

(9) C'est en avril que la baisse s'amorce franchement.



Taux d'intérêt à court terme : Allemagne moins Etats Unis, échelle de gauche  
Taux de change dollar/DM, échelle de droite



### 8. Taux d'intérêt et taux de change

Sources : OCDE, cotations quotidiennes.

La seconde conséquence concerne les parités entre pays européens. La dépréciation du dollar poussait le DM à la hausse contre pratiquement toutes les autres monnaies. Qui plus est, il apparaissait désormais qu'il faudrait pendant encore plusieurs trimestres soit vivre avec des taux d'intérêt élevés soit dévaluer. La probabilité à terme de dépréciations ou dévaluations de nombreuses monnaies européennes s'élevait brusquement. L'observation des « fondamentaux » a alors conduit les marchés à attaquer les monnaies faibles.

Les premières victimes ont été les monnaies d'Europe du Nord. Fin août la Finlande, pénalisée notamment par l'effondrement de l'économie de l'ex-URSS, adoptait des mesures restrictives parmi lesquelles une nouvelle hausse des taux d'intérêt. C'est alors la couronne suédoise qui était attaquée, les marchés jugeant de moins en moins crédibles les réformes économiques entamées dans ce pays. Les autorités suédoises, soucieuses de préserver les conditions d'entrée de leur pays dans la CEE, s'imposaient de préserver la parité couronne/DM. Elles étaient alors contraintes de relever à plusieurs reprises les taux d'intérêt jusqu'à 500 % pour le taux directeur de la Banque Centrale.

Début septembre, les monnaies britannique et italienne subissaient à leur tour des attaques répétées qu'amplifiaient les craintes relatives au referendum français et les déclarations des autorités monétaires allemandes. Elles quittaient le SME au milieu du mois.

Que peut-on attendre à présent ? *L'hypothèse la plus probable est que des secousses continueront à affecter les taux de change tant que l'Allemagne n'aura pas abaissé significativement ses taux d'intérêt, c'est-à-dire jusqu'au printemps 1993 en l'absence de krach boursier ou d'effondrement du dollar.* Dans les pays qui n'auront pas choisi de laisser flotter librement leur monnaie, le niveau des taux d'intérêt restera dicté par celui des taux allemands augmenté d'une prime de risque de change. Cette prime sera d'autant plus élevée qu'elle concernera un

pays souffrant de difficultés économiques profondes et dont l'équipe politique dirigeante manque de crédibilité.

### **L'Europe en 1993 : la convergence dans la stagnation ?**

Le Royaume-Uni est le pays pour lequel les perspectives sont dans l'immédiat les moins claires. Lorsqu'il avait choisi il y a deux ans de faire entrer sa monnaie dans le SME, c'était d'une certaine manière pour imposer aux agents économiques privés une discipline étrangère forte, seule susceptible de faire obstacle aux dysfonctionnements persistants du marché du travail. C'était une solution de dernier recours, toutes les tentatives d'ordre purement interne ayant finalement échoué. Le prix à payer était clairement celui d'une récession porteuse de chômage. Or le premier élément que les autorités britanniques (elles n'étaient pas les seules) avaient mal appréhendé, c'est qu'elles n'auraient pas en face d'elles une rigueur européenne « raisonnable » : elles se sont trouvées confrontées à une rigueur renforcée par la réunification allemande. Au surplus, une telle stratégie requiert pour être efficace l'absence de précipitation : il était illusoire d'espérer vaincre l'inflation en un an pour redémarrer aussitôt sur des bases saines.

Le second élément que les autorités britanniques avaient mal anticipé concerne la déflation des actifs à l'issue de plusieurs années de spéculation. La chute des prix de l'immobilier a été particulièrement brutale dans ce pays. Qui plus est, les gouvernements Thatcher avaient encouragé l'accession à la propriété, sur la base de prêts hypothécaires à taux variables. L'effondrement du prix de maisons pour lesquelles la charge des intérêts s'accroissait de mois en mois a durement touché plusieurs centaines de milliers de ménages britanniques, en commençant par ceux qui perdaient leurs revenus salariés parce qu'ils devenaient chômeurs et en s'étendant progressivement à des couches de revenus plus aisées. Le Royaume-Uni est un pays où l'effet patrimoine des ménages est aujourd'hui plus qu'une curiosité statistique.

Une cure récessionniste ne suffit pas à garantir la compétitivité internationale. Le rythme de l'inflation s'est assurément ralenti, mais il demeure néanmoins supérieur à celui de pays tels que la France ou l'Allemagne. Comme la parité choisie pour la livre au moment de son entrée dans le SME était dès cette époque un peu surévaluée, elle l'était a fortiori beaucoup plus début septembre 1992. Au surplus, ralentir l'inflation améliore la compétitivité-prix mais ne peut rien faire à court terme pour les autres déterminants de la compétitivité, c'est-à-dire la qualité de la spécialisation de l'appareil productif. Tout cela fait que les importations britanniques (en volume) ont recommencé à croître vigoureusement dès la fin de l'année 1991 en dépit de l'atonie de la demande intérieure. Il y a certes là trace du rôle spécifique joué par le Royaume-Uni en Europe : les multinationales japonaises et américaines qui y sont implantées y ont des usines de montage, de sorte que le contenu en importation des exportations est élevé. La croissance des exportations a en partie accompagné celle des importations, mais en partie seulement.

Au total, l'observation des « fondamentaux » indique que la parité de la livre dans le SME n'était plus justifiée. Cependant, une fraction croissante des dirigeants britanniques jugeait trop élevé depuis le début de l'année le niveau des taux d'intérêt imposé par l'Allemagne. Les autorités britanniques souhaitaient une baisse des taux allemands, les autorités allemandes préconisaient une dévaluation de la livre. Fin septembre, il semble vraisemblable que la livre ne réintégrera pas le SME tant que la Bundesbank n'aura pas abaissé ses taux, ce qui peut donc signifier pas avant le printemps 1993. Les autorités britanniques ne peuvent pas pour autant abaisser fortement leurs propres taux d'intérêt afin de pratiquer une politique de relance. La baisse de 1 point du taux directeur le 22 septembre a été suivie d'une montée des taux longs : tout relâchement trop prononcé de la politique monétaire risquerait d'être interprété par les marchés comme porteur de risques inflationnistes <sup>(10)</sup>. Moins encore qu'aux Etats-unis, une baisse des taux courts peut suffire à provoquer la baisse des taux longs qui serait seule susceptible de relancer l'activité économique. Elle peut tout juste permettre à l'économie de continuer à stagner comme elle le fait depuis plusieurs trimestres tandis que le chômage continuera à augmenter.

L'autre pays objectivement fragile au sein de la CE est l'Italie. Conjoncturellement, dans ce pays comme dans la plupart des pays européens un rebond d'activité avait marqué le troisième trimestre 1991. Depuis lors, l'activité stagne et depuis le printemps 1992 les indicateurs avancés se ré-orientent à la baisse. La politique monétaire vise depuis plusieurs semestres à casser les mécanismes inflationnistes. Comme au Royaume-Uni, le modèle français de « désinflation compétitive » avait récemment fait école avec un triple handicap. Le premier est le temps : les autorités espèrent récolter en quelques semestres le fruit d'efforts qui ne s'avèrent payants qu'au terme de nombreuses années. Or le temps est essentiel si l'on prend au sérieux les critères de convergence de Maastricht. Le second est que la désinflation compétitive ne peut être compétitive que si peu de pays la pratiquent ; faute de quoi elle se résume à de la désinflation, voire de la déflation. Le troisième handicap est constitué par le niveau des taux d'intérêt allemands : l'Italie s'était imposé une contrainte de change stricte à l'époque où elle n'envisageait pas que la Bundesbank puisse être amenée à faire ce qu'elle fait. En janvier 1990, la marge de fluctuation de la lire avait été réduite de 6 à 2,25 % tandis que le cours pivot était abaissé de 3,7 %. Comme au Royaume-Uni, l'idée était qu'une parité délibérément surévaluée constituait une contrainte puissamment désinflationniste. De fait le rythme de hausse des prix s'est un peu ralenti, étant à la mi-1992 proche de 5,5 %. Il n'en reste pas moins qu'un différentiel d'inflation vis-à-vis de la France et l'Allemagne s'est accumulé depuis le début de l'année 1990, suscitant une sortie du SME.

---

(10) Le risque inflationniste semble pourtant modéré à court terme en raison de l'ampleur du chômage ; le PNB effectif est très en-dessous de son niveau potentiel.

La lire sera peut-être à nouveau attaquée dans les mois qui viennent, son inadéquation aux critères de Maastricht étant en outre patente dans le domaine budgétaire. Le plan de rigueur vigoureux adopté à la mi-septembre remet en partie en cause cette situation, à condition d'être effectivement mis en application (encart 4). Cela signifie qu'en Italie aussi l'année 1993 risque d'être celle d'une stagnation jusqu'à l'été avant que ne s'esquisse une reprise durable.

#### 4. Deux budgets d'austérité pour 1993

En **Italie**, l'essentiel des compressions de dépenses concerne le système des retraites. L'âge de la retraite sera graduellement élevé de 60 à 65 ans pour les hommes, de 55 à 60 ans pour les femmes. L'augmentation des retraites sera limitée à 1,8 % pendant un an. L'avantage permettant à certaines catégories de fonctionnaires d'anticiper leur départ à la retraite après seulement 15 années de cotisation est supprimé jusqu'en décembre 1993. Les salaires des 3 millions de personnes employées par le secteur public, qui devaient être renégociés l'an prochain, sont gelés à leur niveau actuel. L'emploi dans ce secteur est également gelé. Côté recettes, l'impôt sur les signes de richesse est accru. Le sont aussi les impôts frappant les professions libérales et les PME, pour qui de surcroît est introduit le principe du « forfait crédible » afin de limiter la fraude.

Les personnes dont les revenus dépassent 40 millions de liras par an (environ 300 000 francs français) ne bénéficieront plus de la gratuité des soins et prestations médicales.

En **Suède**, les mesures d'austérité fiscales sont classiques : relèvement des taxes sur l'essence et le tabac, report des allègements fiscaux prévus pour l'impôt sur la propriété et la richesse.

Côté dépenses en revanche c'est le « modèle suédois » qui est remis en cause. Les compressions s'appliquent à la défense, la police, l'assistance au tiers-monde, les transports et les bourses universitaires. Par ailleurs les retraites, allocations-maladie, allocations familiales et aides au logement sont notablement réduites.

L'Espagne offre un plan d'ajustement plus crédible que l'Italie et ne partait pas d'une surévaluation délibérée de sa monnaie au sein du SME. Elle continuera en outre à bénéficier d'un rôle de relais en Europe pour les investissements américains et japonais. Sa croissance sera donc lente, mais cela signifie un rythme proche de 2 et non de 0 %.

Les pays européens non membres de la CE s'acheminent vers une année 1993 au moins aussi rude que pour les autres. Les pays d'Europe du Nord, en proie à des difficultés structurelles qui ont en partie motivé les attaques contre leurs monnaies, adoptent à leur tour des budgets de rigueur. Celui de la Suède va bien au-delà de mesures d'assainissement conjoncturel : c'est tout le mode de fonctionnement de cette économie qui est remis en cause avec le démantèlement de l'Etat-providence.

Au total, nous n'envisageons pas une reprise interne dans les grands pays européens tant que l'Allemagne n'aura pas abaissé ses taux d'intérêt. Dans ces conditions, il n'y aura pas effet d'entraînement par un quelconque « multiplicateur de commerce international ». *En d'autres termes, si un pays doit être tiré par son environnement international, ce sera au détriment de l'activité des autres — c'est-à-dire en dernier ressort de leurs marchés intérieurs —. C'est une logique de parts de marché qui sera à l'œuvre, non de dynamique européenne.* Les modifications de parité joueront à cet égard un rôle non négligeable : ceux qui auront le plus dévalué relativement à l'ensemble des autres peuvent en tirer un surcroît d'activité. Ce sera peut être le cas du Royaume-Uni et de l'Italie.

## **La croissance française si...**

Le climat économique au début de septembre 1992 témoignait d'une dégradation de l'activité. Un rebond s'était manifesté au premier trimestre, comme dans les autres pays ; il était amplifié par la journée supplémentaire du 29 février. Il fut cependant éphémère puisque le PIB a stagné au deuxième trimestre, malgré une contribution très positive du commerce extérieur. Depuis le début de l'année, la demande intérieure ne s'est guère accrue, comprimant ainsi les importations, tandis que les exportations se sont intensifiées.

Les commandes enregistrées à l'été ne laissaient guère espérer de reprise d'activité pour le troisième trimestre. Dans l'industrie les perspectives de production se sont dégradées dans tous les secteurs, l'atonie de la demande intérieure compensant le redressement de la demande étrangère ; les stocks étaient de nouveau jugés excessifs bien qu'ils aient été réduits depuis le début de l'année. Le bâtiment et les travaux publics, confrontés au recul de l'investissement des entreprises, à la crise du logement et au ralentissement des dépenses des collectivités locales, n'ont même pas connu le rebond d'activité du début d'année des autres secteurs : l'activité y a régressé continûment. Enfin dans les services, la croissance du chiffre d'affaires s'est ralentie.

Du côté de la demande, nulle lueur n'est apparue : les commerçants constatent le recul de leur activité, les entreprises compriment de plus

en plus leurs budgets d'investissements et la confiance des consommateurs se dégrade à nouveau depuis juin après s'être redressée en début d'année. Les agrégats monétaires se tassent de nouveau, après s'être un peu étendus.

Faute de financements, la croissance française ne pouvait en tout état de cause dépasser 2 % en 1992. La publication en mai de comptes surévalués pour le premier trimestre avait pu faire naître l'espoir d'une croissance atteignant 2,5 % ; cet espoir était vain car il négligeait le blocage du système européen induit par la restriction allemande.

Les désordres monétaires de septembre ne peuvent qu'accentuer la tendance en cours. Mais ils n'en sont pas à l'origine et résultent eux aussi du blocage financier.

La formulation d'une prévision à la mi-septembre est pour le moins périlleuse. Tout au plus peut-on se limiter à en fixer le cadre en distinguant ce qui relève de tendances lourdes ou d'éléments exogènes et ce qui découle des hypothèses de politique économique.

La logique de la reprise décrite dans la précédente prévision pour 1993 se fondait sur « *plusieurs hypothèses : une détente de la politique monétaire allemande (au printemps 1992), 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, 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, dans un contexte de demande plus favorable (interne et externe). On escomptait une reprise de la demande des ménages, la faible croissance du revenu étant compensée par un recul du taux d'épargne. Un environnement monétaire permissif était aussi nécessaire* ». La forte croissance prévue pour 1993 (+ 3,4 %) était amorcée dès le début de l'année.

Parmi les choix qui s'ouvrent aujourd'hui, on peut faire celui de reporter dans le temps la réalisation des hypothèses et décaler ainsi la reprise de l'activité qui en découle. On imagine mal en effet qu'à court terme les entreprises limitent les suppressions d'emplois et se remettent à investir. On entrevoit mal que la confiance des ménages soit restaurée et qu'une baisse du taux d'épargne vienne soutenir la demande interne. On perçoit mal, enfin, que l'écart de croissance entre les exportations et les importations puisse durablement soutenir la croissance française, comme ce fut le cas jusqu'à présent.

Le report de la détente des politiques monétaires européennes, plus que jamais jugée nécessaire à la reprise, conduit à décrire une croissance française qui ne s'opérerait qu'à partir du milieu de 1993 et qui atteindrait 2 % en moyenne annuelle. Elle est fondée sur une reprise

modérée de la consommation des ménages, une croissance décalée de l'investissement des entreprises, une progression des importations et des exportations allant de pair, et une politique budgétaire qui ne comprime pas les dépenses en deçà de la progression du PIB en valeur. Faible hausse des prix et maintien de l'excédent commercial en découlent. Montée du chômage également, que seule l'intensification du traitement social permettrait de contenir.

Le risque est cependant, par ce parti pris, d'adopter un schéma moyen, qui décrit les mécanismes en œuvre et non les ruptures auxquelles ceux-ci peuvent conduire. Le schéma moyen est le moins dangereux car le moins éloigné comptablement de la réalisation finale, mais il n'est pas toujours le plus probable.

Les désordres monétaires et financiers actuels, s'ils se prolongent, rendent plus crédible le risque de déflation où le poids croissant de l'endettement des agents limite leurs dépenses courantes et où les réajustements monétaires bouleversent les parts de marché. La croissance française serait alors bien plus faible.

Inversement, si les autorités allemandes sont contraintes à un revirement plus précoce et pas seulement symbolique, il n'est pas exclu d'envisager pour 1993 une croissance plus franche, après que seront levées les incertitudes politiques.

### **Le repli de l'investissement des entreprises ne pourra s'interrompre qu'après un regain de la demande finale et des profits**

L'investissement des entreprises a nettement reculé au premier semestre 1992, prolongeant la baisse de 1991 <sup>(11)</sup>. Faute de demande et faute d'amélioration suffisante de la situation financière.

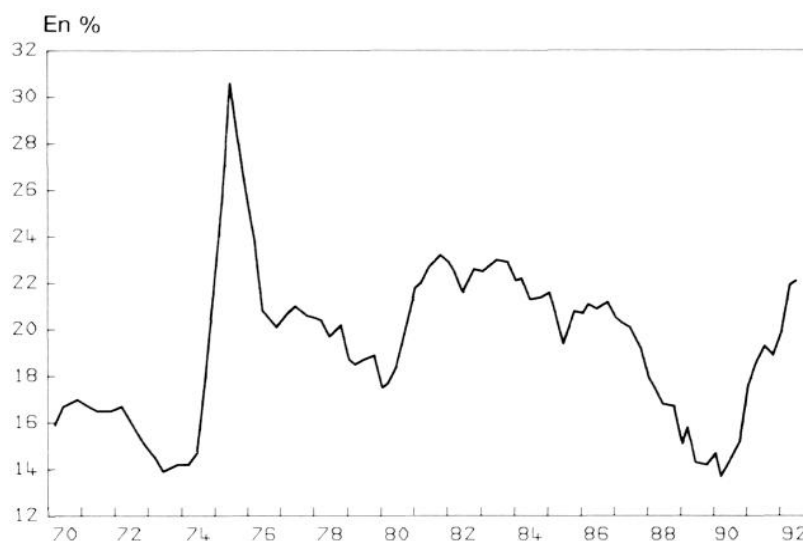
L'atonie de la demande a étendu de nouveau les marges de capacités de production disponibles. Celles-ci ont presque retrouvé leur niveau du début des années quatre-vingt (graphique 9). Tous les secteurs y ont contribué : dans les biens intermédiaires, la remontée est nette mais les niveaux restent bas au regard des périodes passées grâce aux déclassements opérés au cours de la décennie. L'industrie automobile, malgré une demande extérieure soutenue, a aussi connu une moindre utilisation de son outil de production ; la brusque dégradation de la mi-92 explique d'ailleurs pour moitié celle de l'industrie dans son ensemble. La situation s'est particulièrement détériorée dans les biens de consommation (hors automobiles) et les biens d'équipement :

---

(11) Le recul du deuxième trimestre 1992 nous semble cependant surestimé.

les marges disponibles s'élèvent à 26 % à la mi-92 après 15 % au début de 1990 dans les biens destinés aux entreprises, et 26 % également après 18 % au début de 1990 dans les biens destinés aux ménages. Dans ce dernier secteur, la situation n'a jamais été aussi défavorable depuis 1976. On perçoit aisément dans ces conditions les fluctuations de l'investissement industriel. Les chefs d'entreprise produisant des biens de consommation, après avoir finalement davantage investi en 1991 que leurs intentions premières le laissaient croire, ont fortement revu en baisse leurs budgets pour 1992. Les producteurs de

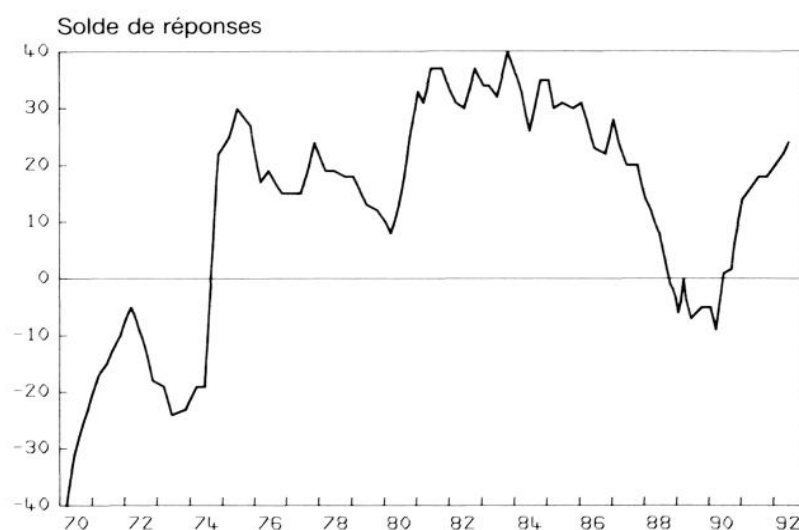
**9. Marges de capacité de production disponibles dans l'industrie <sup>(1)</sup>**



(1) Pourcentage d'accroissement possible de production, avec embauche.

Source : INSEE.

**10. Opinion des industriels sur leur capacité de production <sup>(1)</sup>**



(1) Ecart entre les pourcentages d'industriels qui estiment leur capacité de production « plus que suffisante » et « pas suffisante ».

Source : INSEE.



biens d'équipement ont, eux, perduré dans le repli des dépenses. Mais celui-ci est apparu encore insuffisant pour que l'appareil de production soit davantage sollicité. L'appréciation subjective des entreprises sur l'utilisation des capacités témoigne de la même dégradation (graphique 10), tout particulièrement dans les biens d'équipement. L'insuffisance de la demande amène les entreprises à considérer leurs équipements de plus en plus excédentaires.

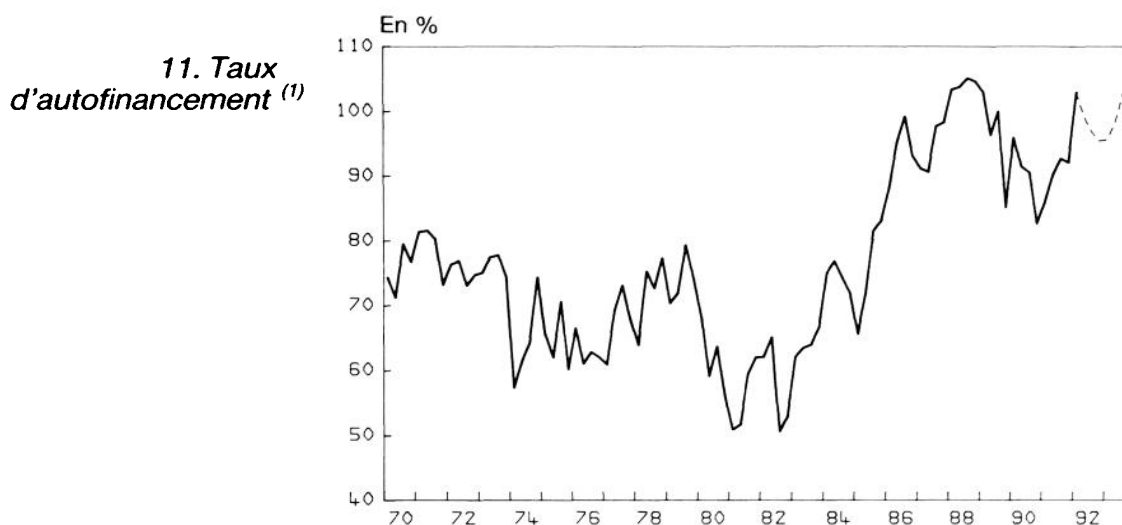
L'emploi moins intense des équipements en place a obéré l'assainissement financier. Cela n'est d'ailleurs pas spécifique à la France ; en Europe, seul le Royaume-Uni a connu une légère remontée de l'utilisation de ses capacités dans la période récente.

L'investissement restera contraint par cette moindre utilisation des équipements : il faudra un net redressement de la demande pour qu'une reprise des dépenses d'équipement soit amorcée. Cette reprise, modérée, n'interviendrait qu'au second semestre 1993. En moyenne annuelle, le recul de l'investissement serait encore de 3 % en 1992 et la croissance de 1,3 % seulement en 1993. Encore faut-il pour cela que les incertitudes, aussi bien politiques que monétaires, soient levées : l'attentisme pèse bien plus en matière d'investissement que de consommation.

Le regain d'investissement devra être compatible avec une remontée du taux d'autofinancement. Les tensions financières décrites dans la précédente chronique n'ont fait que s'amplifier. Le recul de la part des salaires dans la valeur ajoutée et donc la remontée du taux de marge et du taux d'épargne que décrivent les comptes nationaux pour le premier trimestre sont sans doute exagérés. Et surtout, elle s'est interrompue depuis, faute de demande et d'activité suffisantes. Tassement du chiffre d'affaires et alourdissement des frais financiers ont grevé les profits courants. Le rétablissement des profits suppose une remontée de la productivité, donc la poursuite d'un repli des effectifs et un ralentissement supplémentaire des salaires individuels. Mais le poids des charges financières restera élevé à cause du stock des dettes accumulées, que le moindre recours récent au crédit ne résorbe pas, et du niveau élevé des taux d'intérêt prévus. L'hypothèse faite d'une détente à partir du deuxième trimestre 1993 les maintient encore à 5,9 % en termes réels pour les taux à long terme et à 6,7 % pour les taux à court terme. Si les tensions sur le marché des changes contraignent la politique monétaire allemande à un revirement plus précoce, ce qui sera gagné en allègement de charges financières risque de ne pas compenser l'attentisme supplémentaire pour les dépenses d'équipement qui aura résulté des désordres antérieurs.

De toute façon le taux d'autofinancement continuera de se redresser, comme il l'a fait depuis la fin de 1990. Sa remontée récente, qui est surtout le fruit de la faiblesse de l'investissement, se poursuivra, en se fondant sur un rétablissement de la demande et des profits ; ou sinon au prix de la poursuite du repli des investissements car ceux-ci

restent contraints financièrement pour éviter une montée de l'endettement (graphique 11).



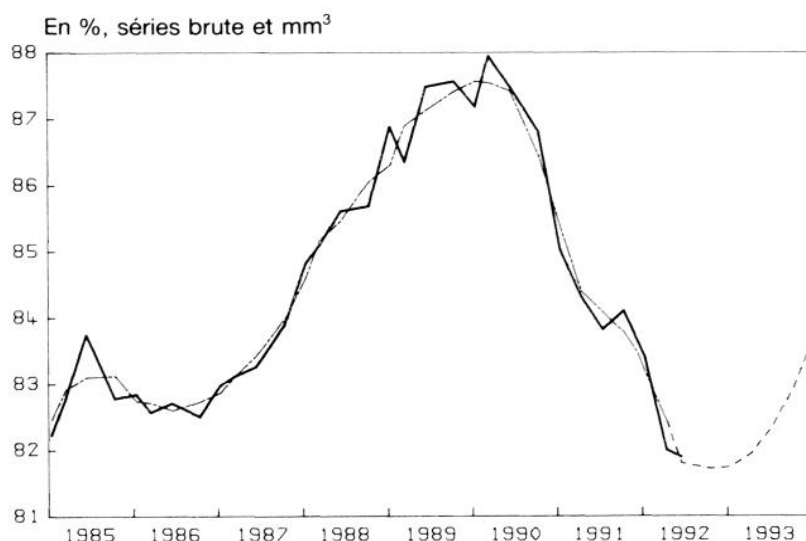
(1) Epargne brute/investissement. Champ : sociétés et quasi-sociétés.

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

En comparaison de la précédente, la présente prévision est nettement plus pessimiste. Le retard de la baisse des taux d'intérêt et les incertitudes internationales prolongent l'attentisme. L'investissement productif des entreprises ne progresserait que de 1,5 % en volume en 1993, grâce à une reprise modérée dans l'industrie et le tertiaire. Le taux d'investissement ne se redresserait pas, bien qu'il soit au début de 1992 à son point bas de 1984-85, le plus défavorable des vingt dernières années.

La croissance de l'investissement serait de 4 % seulement dans l'industrie, après un recul cumulé de 16 % en 1991-1992 ; l'accroissement des capacités qui en résulterait serait inférieur à celui des années précédentes et permettrait une remontée du taux d'utilisation (graphique 12). Dans les secteurs tertiaires, la reprise serait très faible, en particulier en l'attente de baisses supplémentaires des prix de l'immobilier de bureau. Ni l'agriculture, ni le bâtiment-génie civil ne participeraient au mouvement de reprise, faute de croissance de la demande et des revenus.

Enfin l'investissement des Grandes entreprises nationales, qui avait joué un rôle contra-cyclique en 1991 en progressant de 7,5 % en volume est désormais orienté à la baisse du fait des contraintes financières. En effet, les remboursements d'emprunts auxquels les GEN devront faire face passeront de 42 milliards en 1991 à 48 en 1992 et 53 en 1993. Ils n'étaient que de 30 milliards en 1989. Par ailleurs, les besoins croissants du Trésor pour couvrir le déficit budgétaire restreindront leurs possibilités d'appel au marché financier. En conséquence, l'investissement futur des GEN dépendra non seulement des projets que



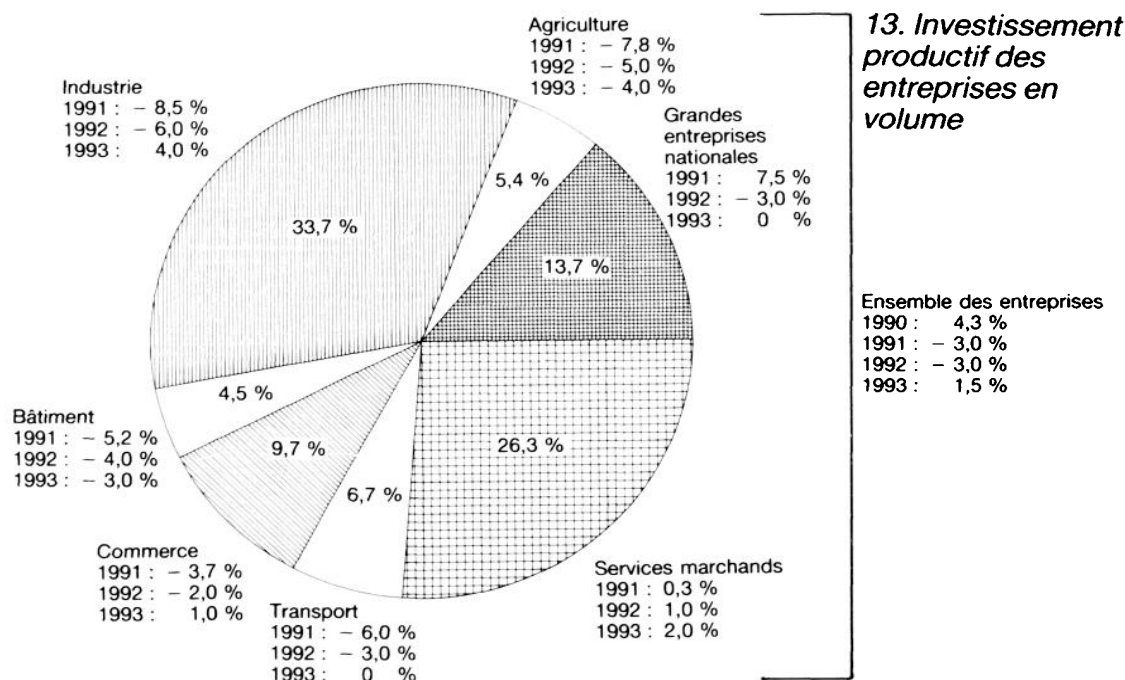
12. Taux d'utilisation des capacités avec embauche dans l'industrie <sup>(1)</sup>

(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.

leur développement nécessite mais encore de leur capacité d'autofinancement. On peut considérer que les dépenses d'Air France, dont l'endettement à long terme a doublé entre 1989 et 1992 et qui risque de perdre plus d'un milliard en 1992, marqueront une pause après les

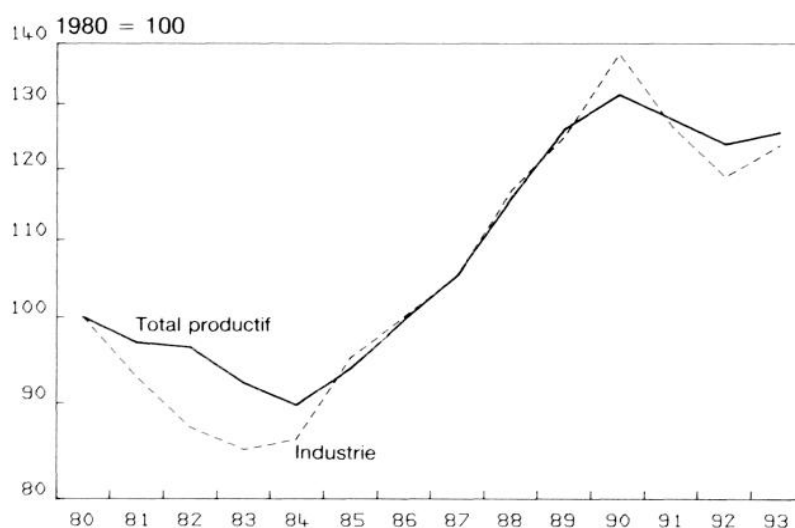


Les pourcentages situés à l'intérieur du diagramme indiquent la part de chaque secteur dans l'investissement total en 1990.  
Les pourcentages situés à l'extérieur du diagramme indiquent les évolutions en francs constants

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

importants investissements des trois dernières années. En revanche, la SNCF, dont l'endettement a été en partie transféré à une caisse spéciale d'amortissement bénéficiant des concours de l'Etat et qui dégage de meilleurs résultats grâce à des hausses importantes de tarif, et EDF, qui engrange des bénéfices et profite de la baisse du dollar pour se désendetter, semblent encore à même de maintenir un volume élevé d'investissements. Au total, la tendance est au tassement avec un léger recul en volume en 1992 (- 3 %) et un strict maintien en 1993 avant que l'amélioration des situations financières ne permette une reprise sensible, que les négociations des contrats de plan annoncent d'ores et déjà (graphiques 13 et 14).

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



Sources : INSEE, prévisions OFCE.

### **La baisse du taux d'épargne des ménages, nécessaire à la reprise de la consommation, suppose une détente du coût du crédit**

Après une progression de 0,4 % seulement au premier trimestre 1992, la consommation des ménages s'est repliée de 0,1 % au deuxième trimestre, à cause d'un recul des achats de produits manufacturés.

Faible progression du revenu et remontée du taux d'épargne ont comprimé les dépenses : reports d'achats de biens durables et développement des ventes d'automobiles d'occasion ont témoigné de l'attentisme des ménages avant l'été, alors même que les intentions d'achats déclarées par les ménages eux-mêmes se redressaient et que la confiance des consommateurs s'élevait. Ceci pourrait conforter l'hypothèse de simples reports, d'autant que les immatriculations d'automobiles se sont franchement accrues en juillet-août. Mais cette tendance est contrecarrée par l'incertitude générale qui pèse sur les perspectives de

revenus et qui a de nouveau dégradé, depuis juin, l'indice de confiance des consommateurs. La hausse de la consommation, même si elle s'intensifie au second semestre, n'atteindrait que 1,6 % en moyenne en 1992, après 1,5 % en 1991 et 2,3 % en 1990.

Le revenu des ménages est resté et restera contraint par une politique salariale restrictive et la nécessité de ne pas creuser davantage les budgets de la protection sociale.

Le ralentissement des salaires horaires est acquis : + 3,9 % en un an à la mi-92, soit 1,2 % en termes réels. Celui des salaires mensuels de base a été encore plus net. Il devrait se poursuivre. La préservation de gains de pouvoir d'achat autour de 1 % l'an ne viendrait alors que d'une moindre inflation. Le recul des effectifs dans le secteur privé restant le moyen privilégié des entreprises pour modérer la part de la masse salariale dans la valeur ajoutée, les salaires versés par le secteur privé décéléreraient continûment. Ni la Fonction publique à cause des contraintes budgétaires ni le secteur nationalisé, dont les normes de croissance salariales restent strictes, ne pourront contrecarrer cette tendance. La masse des salaires bruts versés progresserait de 4,3 % en 1992 puis de 4 % en 1993 après 5,1 % en 1991, soit un gain de pouvoir d'achat de 1,4 et 1,5 % après 1,9 %.

## 2. Croissance du revenu réel des ménages

En %

	1991	1992	1993
Excédent brut d'exploitation	0,3	2,1	2,5
Salaires nets	2,4	0,9	0,9
<i>dont :</i>			
Salaires bruts	1,9	1,3	1,5
Cotisations	1,1	2,7	3,7
Prestations sociales	3,7	2,9	2,7
Revenus de la propriété et de l'entreprise (nets)	3,5	2,1	2,5
Impôts sur le revenu et le patrimoine	14,8	1,5	1,5
Somme des prélèvements sociaux et fiscaux	4,3	2,4	3,2
Revenu disponible réel	2,0	1,7	1,9
Prix à la consommation (296 postes)	3,2	2,9	2,5

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.

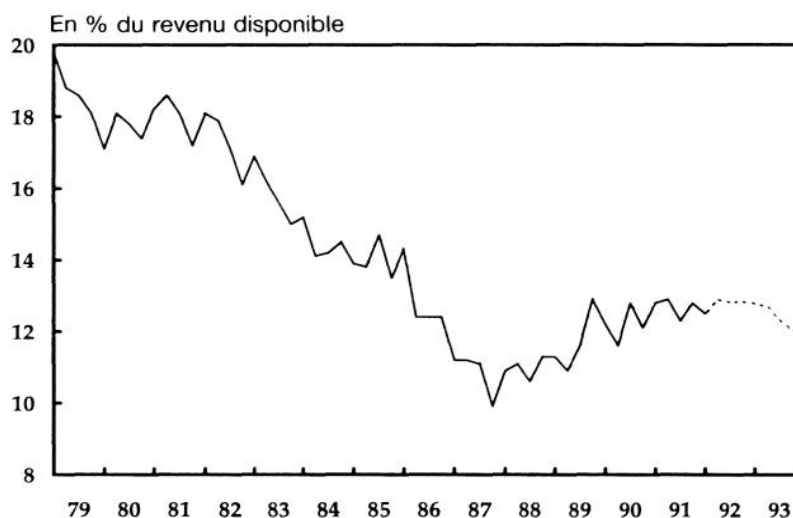
Le ralentissement des prestations sociales ne suffisant pas à résorber les déficits de l'UNEDIC et de la Sécurité sociale, les cotisations seraient relevées au deuxième trimestre 1993, grevant la croissance des salaires nets au delà de celle des salaires bruts (voir plus loin).

Le revenu disponible réel progresserait ainsi d'à peine 2 % chacune des deux années (tableau 2).

La baisse du taux d'épargne, dont on pouvait attendre la reprise de la consommation ne s'est pas produite. La surestimation par les comptes nationaux de l'investissement en logements au premier semestre 1992 y contribue. Mais nul doute que l'épargne financière se soit reconstituée, les remboursements d'emprunts excédant les nouveaux crédits, à court et long terme. La prudence bancaire perdue et les ménages sont découragés de s'endetter par le niveau actuel des taux d'intérêt.

La détente des taux supposée dans cette prévision ne permet pas d'envisager une inflexion du partage entre la consommation et l'épargne avant la mi-93. Elle serait de faible ampleur (graphique 15). Tout au plus peut-on espérer que l'attentisme en matière d'investissement immobilier se concrétise par davantage d'achats courants de biens et services.

15. Taux d'épargne des ménages



Sources : INSEE, prévisions OFCE.

### La baisse du prix des actifs immobiliers n'a pas encore équilibré le marché

Après une période florissante qui a duré près de cinq ans, le secteur de l'immobilier est frappé depuis 1990 par une importante récession qui s'est encore aggravée en 1991. Le volume des mises en chantier a

reculé de 7,2 % entre le premier semestre 1991 et le premier semestre 1992, celui des autorisations de construire de 12,4 %. A présent le volume de logements terminés se stabilise (- 0,3 %) (graphique 16).

La baisse des prix est une réalité qui n'est plus contestée (graphique 17). Elle se produit dans un volume de transactions très restreint.

Les mises en vente de logements par les promoteurs ont régressé de 15 % entre la mi-89 et la fin de l'année 1991, les ventes se repliant dans le même temps de plus de 25 %. Les promoteurs peuvent-ils espérer différer la mise sur le marché de leurs actifs en escomptant une reprise rapide fondée sur une offre inférieure à la demande ? C'est peu probable car la crise résulte de l'insuffisance de la demande solvable aux niveaux de prix et de coût du crédit pratiqués.

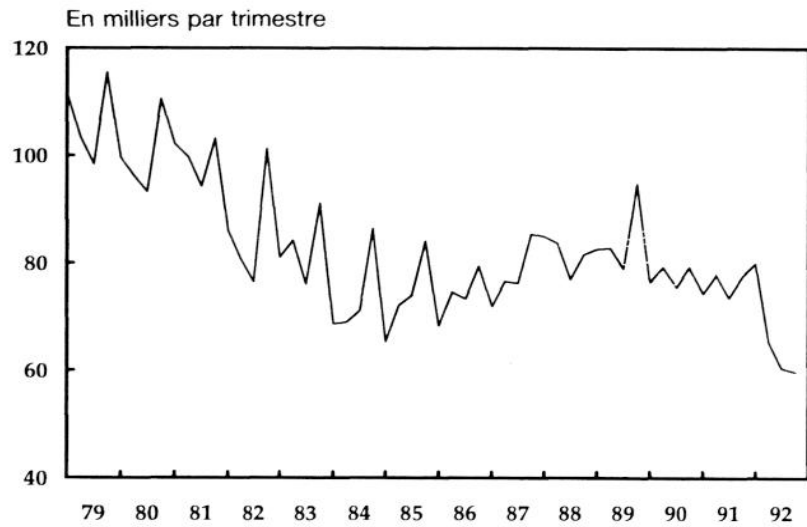
Acculés à des difficultés de trésorerie, les promoteurs et les marchands de biens sont cependant de plus en plus contraints de mettre en vente leurs logements. Il n'est dès lors pas étonnant de constater une augmentation très forte des stocks, qui progressent de plus de 40 % depuis leur point bas de 1987 (graphique 18). Au niveau de vente courant, le délai d'écoulement des stocks est passé de 8 à 17 mois de la mi-1989 à la fin 1991. Il est notable que la crise de l'immobilier concerne surtout les logements collectifs neufs (le stock a augmenté de plus de 115 % entre fin 87 et fin 89), c'est-à-dire les opérations qui ont été effectuées durant la période d'accroissement des prix.

Le délai d'écoulement des stocks est au plus haut depuis 1977, ce qui en période de taux d'intérêt réels élevés et de baisse des prix est catastrophique pour les promoteurs : la menace de banqueroute les empêche de liquider leurs stocks au niveau de prix atteint, d'autant que les mises sur le marché accentuent la chute des prix. Dans une période où les crédits se restreignent, les promoteurs se voient contraints de s'endetter à un coût très élevé afin de couvrir leurs échéances : leur rentabilité s'en trouve amoindrie.

Sur le marché des logements anciens les tendances sont moins marquées. Dans la plupart des cas les vendeurs semblent avoir différé leurs opérations dans l'espoir de jours meilleurs, d'où une plus grande stabilité des prix. Néanmoins, les différences sont sensibles selon les régions et des ajustements sont intervenus sur certains segments du marché. Le problème des stocks ne se pose pas dans les mêmes termes que pour les logements neufs.

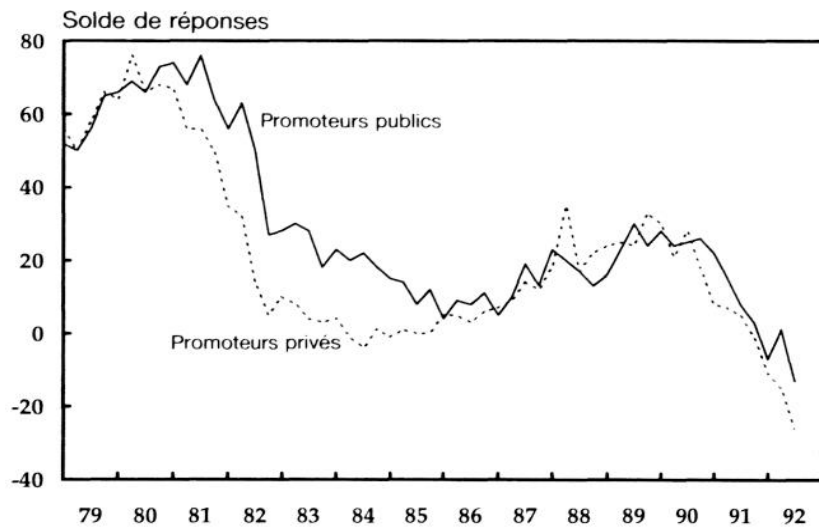
Alors que commencent à se concrétiser les risques de faillite en chaîne des promoteurs immobiliers, on peut se demander quelles sont les conséquences économiques que pourrait avoir la prolongation de la crise du secteur immobilier, sur les ménages d'une part, et sur les banques d'autre part.

**16. Mises en chantier de logements**



Source : Ministère de l'Équipement.

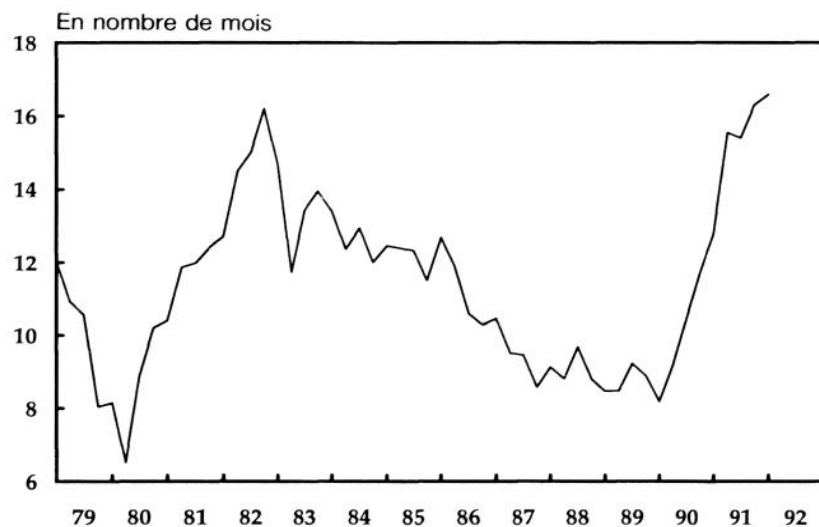
**17. Prix des logements neufs <sup>(1)</sup>**



(1) Appréciation des promoteurs sur les prix des logements mis en vente au cours des trois derniers mois.

Source : INSEE.

**18. Délais d'écoulement des stocks des promoteurs**



Sources : Ministère de l'Équipement, calculs OFCE.



Faiblesse du revenu disponible, taux d'endettement important, taux de rendement des placements immobiliers très restreint, prix élevés et faible probabilité de plus values en capital sont autant d'arguments qui viennent expliquer la faiblesse de la demande de logements de la part des ménages. Au niveau atteint par les prix, la location d'une résidence principale redevient compétitive par rapport à l'achat (celui-ci devenant quasi impossible en raison du « ticket d'entrée »).

De même, l'achat ne constitue plus un placement compétitif, par rapport à un certain nombre de produits financiers.

Les raisons qui justifient la faiblesse de la demande constituent également l'argumentaire développé par les banques afin de justifier la frilosité de leur politique en matière de crédits à l'habitat consentis aux ménages. Ainsi, outre les raisons qui limitent la demande, de nombreux éléments tendent à dissuader les banques d'accorder des crédits aux ménages afin de financer l'achat de logement :

- Le taux global d'endettement des ménages s'est accru, ce qui augmente les risques de défauts de paiement.

- Les taux d'intérêt réels courants sont à un niveau élevé depuis maintenant plus de huit ans et commencent à peser sur la solvabilité des clients, notamment ceux qui se sont endettés vers la fin de la période de croissance du marché.

- Les banques trouvent des taux de rentabilité bien meilleurs pour leurs placements dans les valeurs mobilières, tout en diversifiant les risques de leur portefeuille de créances.

- Les liquidités spécifiques dont disposent les banques se sont restreintes dans la mesure où l'épargne logement ne constitue plus véritablement un placement attrayant pour les ménages.

La montée des risques concernant les emplois et le renchérissement du coût des ressources conduisent les banques à imposer des mesures sélectives à l'obtention de crédit, contraignant ainsi une demande déjà naturellement atone. Mais cette attitude participe également d'une logique de reconstitution des marges sur le marché des crédits à l'habitat ; la période de croissance des crédits du secteur libre avait donné lieu à une stratégie de conquête des parts de marché qui s'est aujourd'hui muée en une consolidation des positions acquises.

Ainsi le « credit-crunch » que l'on constate pourrait-il entraîner la faillite de nombreux promoteurs ; mais cette faillite, si elle se résorbe par des mécanismes similaires de ceux déjà constatés pour certains d'entre eux, pourrait avoir des conséquences relativement réduites pour les banques : en effet, celles-ci récupéreront alors les actifs de leurs débiteurs défaillants, avec une importante décote par rapport aux évaluations faites lors de l'octroi des prêts dans une conjoncture plus favorable. Même importante, leur dépréciation les laisse négociables à un prix raisonnable pour les banques. En conséquence les provisions à effectuer aujourd'hui sont relativement faibles, puisqu'elles doivent être

évaluées sur des pertes potentielles nettes, et non sur la totalité des engagements.

Cette vision optimiste doit néanmoins être tempérée au regard de l'hétérogénéité des bilans bancaires ; en effet ces institutions sont différemment exposées aux risques immobiliers. Ainsi certaines petites banques risquent d'être confrontées à des problèmes aigus de solvabilité qui devront être solidairement assumés par les autres institutions financières afin d'éviter que ces difficultés ne se propagent à l'ensemble du secteur.

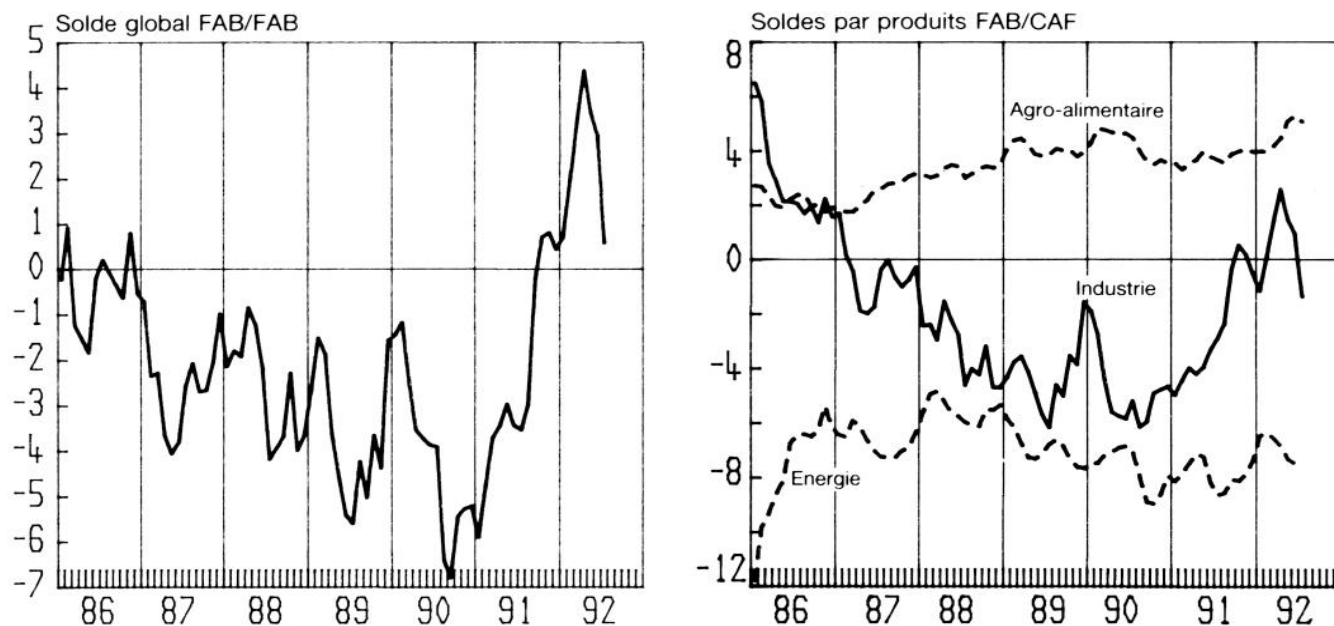
### **L'écart de croissance entre exportations et importations, qui a fondé l'amélioration des soldes extérieurs...**

Avec un excédent de 19,3 milliards de francs entre janvier et août 1992, l'amélioration des échanges de marchandises demeure spectaculaire, malgré la détérioration des derniers mois (graphique 19). Tous les secteurs y ont contribué.

L'énergie d'abord. Le prix moyen du pétrole brut importé par la France a nettement fléchi à la charnière de 1991 et 1992. Au premier trimestre, le recul a atteint 16,5 % en moyenne. La remontée des cours internationaux d'avril à juin a été partiellement compensée par le repli du dollar (le prix d'importation en francs n'a progressé que de 7,5 % au deuxième trimestre). En juillet-août, la chute du dollar, se conjuguant à un tassement des cours du brut sur le marché mondial a même conduit à un fléchissement des prix d'importation de la France. En outre, le ralentissement de la consommation d'énergie a permis de modérer les volumes importés. En forte hausse en début d'année quand les prix étaient au plus bas, ceux-ci se sont depuis stabilisés. La facture énergétique, bien que s'étant dégradée au printemps, a donc été contenue à 6,9 milliards de francs en moyenne mensuelle depuis le début de 1992 après 7,8 en 1991 ; le gain devrait atteindre 12 milliards en 1992. En 1993 les hypothèses de taux de change et de prix du pétrole associées à cette prévision devraient conduire à un léger creusement de la facture énergétique, d'autant que les volumes importés devraient s'accroître, après une année 1992 exceptionnellement basse. Mais la facture restera modérée.

Le solde industriel dégage désormais un excédent de 4 milliards au cours des 8 premiers mois de 1992. Ralentissement des importations et croissance des exportations se sont combinés dès 1991. C'est tout particulièrement vrai pour les biens d'équipement professionnels, secteur redevenu excédentaire depuis la fin de 1991 pour la première fois depuis 1987.

19. Soldes commerciaux  
En milliards de francs, cvs, mm 3

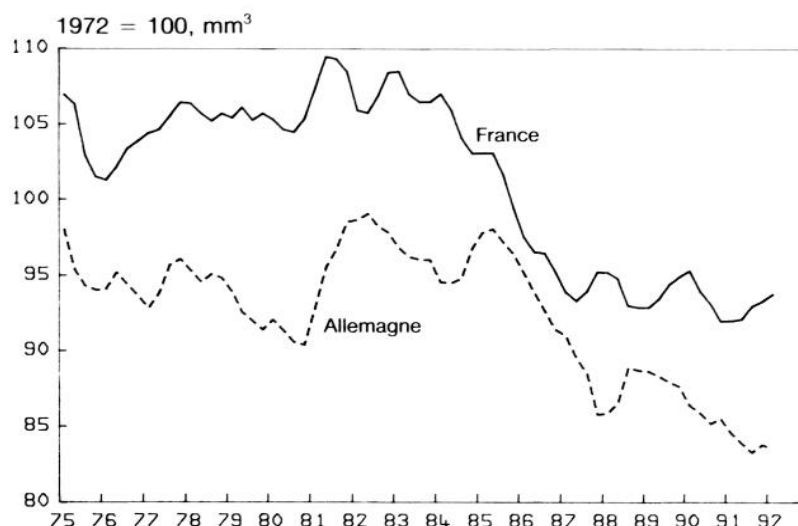


Source : Douanes.

Le taux de couverture en volume a continué de s'améliorer au premier semestre 1992 : l'avance des exportations sur les importations a subsisté, les premières progressant de 2,5 % en glissement au premier semestre, les secondes de 1 % seulement. L'activité française reste ainsi « tirée par l'extérieur », comme en témoigne l'appréciation des commandes reçues par les industriels : le décalage entre commandes intérieures et commandes extérieures s'est étendu.

La forte croissance des exportations industrielles (6 % l'an en rythme annuel) au premier semestre a résulté d'une demande étrangère progressant encore au rythme de 2,5 % l'an et de gains de parts de marché. Celles-ci s'étaient redressées dès le printemps 1991, tant vis-à-vis du commerce mondial qu'au regard de la demande adressée à la France ; en moyenne annuelle, les performances étaient encore modérées : les exportations françaises progressaient de 4,3 %, soit davantage que le commerce mondial (3,6 %), mais moins que la demande adressée à la France (6 %). Le retournement s'était pourtant bel et bien produit. Le retrait des pays européens à forte inflation sur un marché de plus en plus concurrentiel a favorisé les producteurs français. Le retour progressif en 1992 des producteurs allemands sur les marchés d'exportation, permis par la détente de leurs capacités de production, est resté d'ampleur limitée faute d'une bonne compétitivité-prix. Comme prévu, la France a donc consolidé et amplifié ses parts de marché (graphique 20).

**20. Parts de marché en volume pour les produits manufacturés <sup>(1)</sup>**



(1) Rapport des exportations à la demande potentielle adressée à chaque pays.

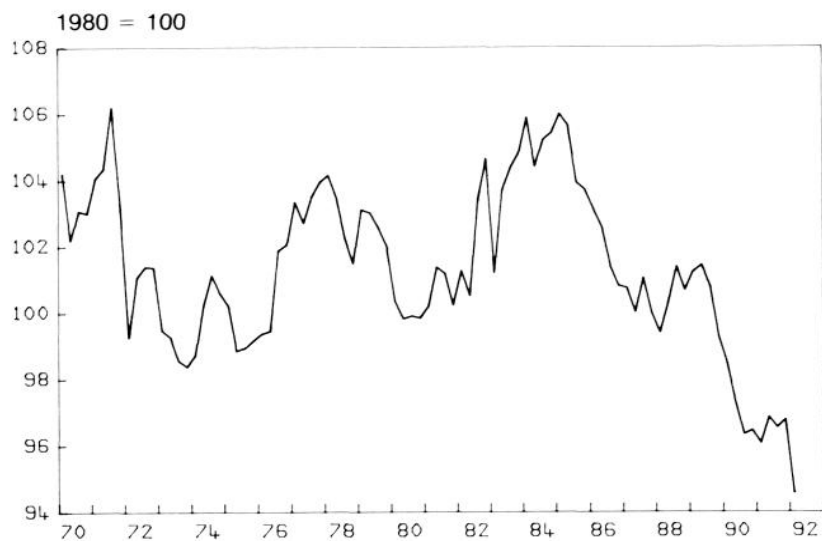
Sources : OCDE, calculs OFCE.

L'effort de prix des industriels français s'est révélé très important. La faible hausse des prix de production a débouché sur une franche baisse des prix d'exportation mesurés en francs. Si bien que le rapport des prix d'exportation aux prix de production a chuté d'environ 5 points depuis 1989 (graphique 21). Ses fluctuations suivent d'ailleurs étroitement celles du dollar. Il n'est pas surprenant dans ces conditions que l'intensité de la concurrence étrangère soit jugée particulièrement rude et les profits à l'exportation si dégradés.

Le volume des importations, qui s'était nettement ralenti en 1991 en lien avec le recul de la demande intérieure, n'a progressé que 1 % en glissement au premier semestre 1992 ; la demande intérieure progressait de 0,7 % en glissement au cours de la même période. Le taux de pénétration a donc continué de s'élever sur son rythme tendanciel de longue période, sans qu'un net ralentissement n'intervienne, comme il est habituel dans les phases de décélération du marché interne. Même sans « reconquête » du marché interne parallèle aux gains de parts de marché externe, l'amélioration en cours du taux de couverture en volume rompt avec les dégradations précédentes. Elle s'allie à une stabilisation des termes de l'échange, résultat de la désinflation compétitive (graphiques 22 et 23).

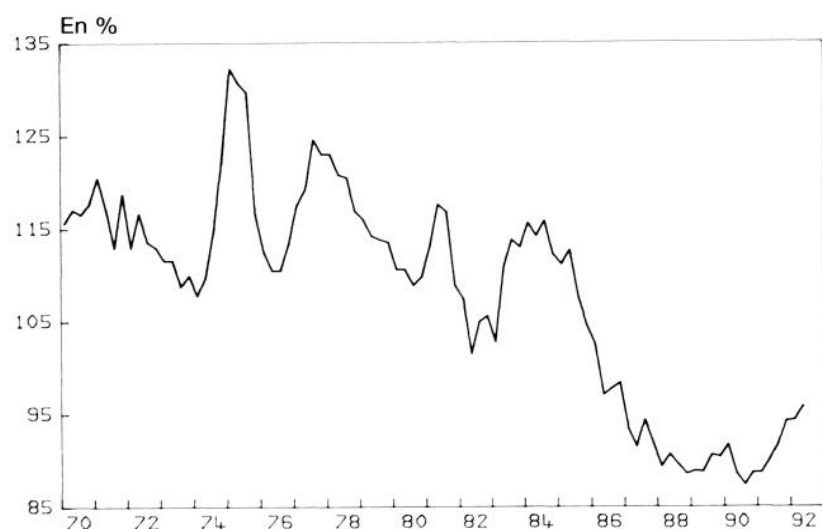
**... devrait se résorber**

D'ici à la fin de 1992, les importations industrielles devraient rester très modérées : l'atonie de l'investissement des entreprises et la faible progression de la consommation des ménages continueront d'obérer les



21. Rapport des prix d'exportation aux prix de production pour les produits manufacturés

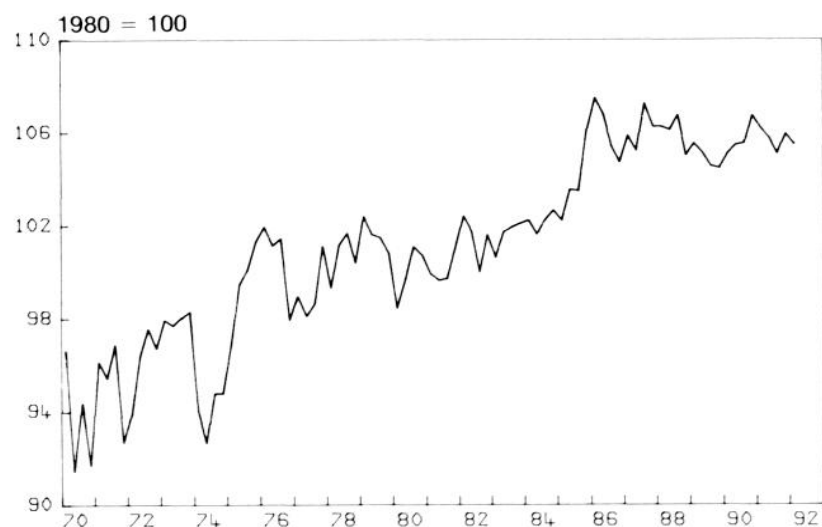
Source : INSEE.



22. Taux de couverture en volume des échanges de produits manufacturés <sup>(1)</sup>

(1) Exportations/importations.

Source : INSEE.



23. Termes de l'échange pour les produits manufacturés <sup>(1)</sup>

(1) prix d'exportation/prix d'importation

Source : INSEE.

achats à l'étranger. Pour l'année 1992 dans son ensemble, la progression des importations et des exportations sera donc très contrastée : 1,6 % en volume pour les premières, un peu plus de 5 % pour les secondes.

En 1993 on peut en revanche supposer qu'importations et exportations iront de pair. Les importations s'accéléraient au second semestre pour atteindre presque 4 % en volume sous l'effet d'un redémarrage de la demande intérieure, et les exportations continueraient de progresser mais à un taux nettement inférieur à celui de 1992. L'environnement international de la France sera peu porteur, plusieurs pays européens ayant engagé des plans d'austérité. Ils accentueront le retrait des exportations vers l'Europe que l'on commence à percevoir depuis quelques mois. De plus les réajustements monétaires de l'Europe du Sud et du Royaume-Uni donneront à ces pays un avantage relatif. Il ne devrait pas être d'une ampleur suffisante pour annuler les gains de parts de marché de la France, acquis dans le passé (2,5 points en 1992). Ceux-ci seraient stabilisés en 1993, l'Allemagne restant défavorisée par une médiocre compétitivité-prix.

Ni les livraisons aéronautiques ni les livraisons d'armes ne viendront désormais soutenir les exportations industrielles. Le solde de l'armement a déjà été réduit de moitié en 1991 ; au vu des commandes, il devrait être stabilisé en 1992 et 1993. Les commandes d'Airbus ont chuté en 1991 et 1992 du fait de la crise du transport aérien ; le niveau élevé de celles de 1989 et 1990 assure néanmoins à l'horizon de cette prévision un rythme encore soutenu de livraisons ; mais les cadences de production sont d'ores et déjà revues en baisse, en sorte d'étaler dans le temps l'effet de la baisse récente des commandes, d'autant que certaines compagnies reportent la date de réception de certaines commandes passées antérieurement. Les exportations de 1992 seront probablement un peu supérieures à celle de 1991 mais plafonneront au mieux en 1993. Et la baisse du dollar comprime les facturations en francs.

Au total, l'excédent industriel, qui pourrait atteindre 10 milliards en 1992, serait seulement annulé en 1993, si les parités monétaires ne viennent pas bouleverser les compétitivités relatives au-delà de la stabilisation des parts de marché de la France que nous avons anticipée.

Les échanges agro-alimentaires se sont nettement améliorés. Au cours des 8 premiers mois, l'excédent a atteint 36,5 milliards de francs, soit une moyenne mensuelle de 4,6 milliards après 3,7 en 1991. Le retrait par rapport à l'année record de 1990 est devenu très faible. Mais si l'excédent de 1990 était essentiellement dû aux ventes de céréales, le bon résultat de 1992 s'explique aussi par le dynamisme des industries alimentaires. Les importations se sont contractées en valeur au premier semestre sous l'effet conjugué d'une faible progression des volumes et d'une forte baisse des prix, le recul des prix des matières

premières agricoles étant encore plus fort en francs qu'en dollars. Les perspectives d'exportations sont particulièrement contradictoires dans le contexte actuel de guerre commerciale Europe-Etats-Unis, de réforme à venir de la Politique agricole commune et de fluctuations des besoins d'importations de l'Europe de l'Est.

La production française de céréales connaîtrait une baisse de 2 % selon les prévisions des organismes professionnels, faites en août ; cela tempère la situation de la fin de la précédente récolte où des stocks records avaient été constitués. La récolte européenne serait en retrait encore plus prononcé qu'en France du fait de la sécheresse en Europe du Sud. La concurrence intra-communautaire sera donc atténuée. En revanche, la production américaine est en forte hausse et les cours mondiaux s'orientent déjà à la baisse.

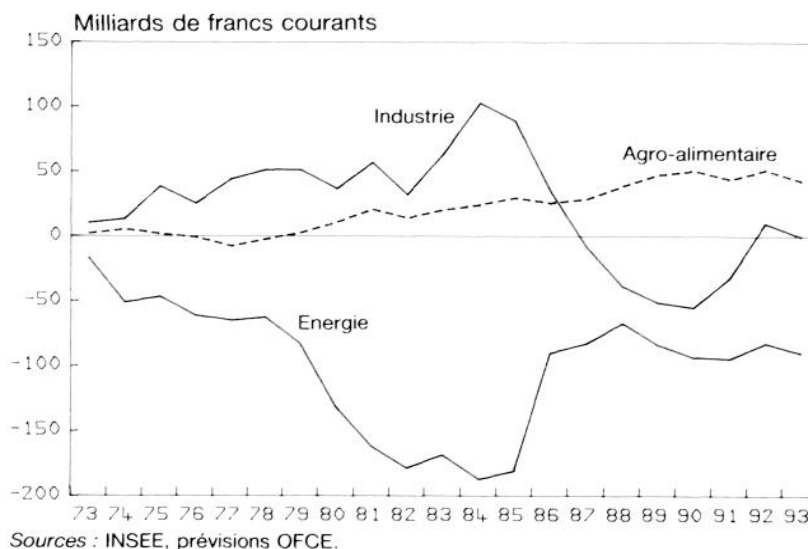
La CEI prévoit de réduire ses importations de céréales, grâce à une amélioration de sa production. Ces estimations sont encore incertaines et parfois contestées. De toute façon, la CEI a affiché la volonté de modifier son programme d'achats, de sorte à importer davantage d'Europe. Les prêts communautaires y contribueront. Les pratiques de compensation (produits alimentaires contre métaux) également. Mais la récente annonce américaine de subventionner massivement les exportations de blé peut modifier les conditions du commerce mondial.

En l'absence d'accord au sein du GATT sur le commerce agro-alimentaire, le différend américano-européen s'est d'ailleurs amplifié au cours de l'été : le conflit sur les oléagineux, en particulier la demande américaine que la CEE réduise ses subventions, pourrait déboucher sur d'importantes mesures de rétorsion s'il n'était pas rapidement résolu : les Etats-Unis menacent en effet d'instaurer des taxes à l'importation sur 100 produits, représentant 1 à 2 milliards de dollars d'importations européennes, dont 30 % de produits français. Environ 60 % des exportations françaises vers les Etats-Unis seraient concernés (soit près de 4 milliards de francs) en particulier les ventes d'alcools, dont la production française augmentera fortement cette année. Le possible relèvement des droits de douane a d'ailleurs conduit récemment à avancer dans ce secteur les exportations françaises vers les Etats-Unis, qui ont presque doublé en sept mois.

Enfin, la réforme de la PAC va conduire à une baisse des prix d'exportation à partir de juillet 1993. Le remplacement de procédures de soutien des prix par des aides directes aux agriculteurs va affecter la valeur de nos exportations. Par exemple pour les céréales les prix devraient baisser de 30 % entre 1993 et 1996. Les ventes françaises vers les pays non membres de la CEE étaient déjà facturées aux cours mondiaux et la France bénéficiait de restitutions compensant la différence entre les cours mondiaux et les prix européens garantis ; les prix de facturation ne seront donc pas modifiés par la réforme. En revanche, les échanges intra-communautaires se feront aux cours mondiaux, soit

une baisse de prix de 10 % par an pour les céréales <sup>(12)</sup>. Or les marchés de la CEE représentent la moitié environ des débouchés de la France dans ce secteur. Le solde agro-alimentaire sera donc réduit en 1993. Nous avons estimé la baisse à presque 10 milliards de francs.

**24. Soldes commerciaux par produits (CAF/FAB)**



**3. Soldes extérieurs**

Milliards de francs courants

	1988	1989	1990	1991	1992	1993
					Prévision	Prévision
Agro-alimentaire	39,2	48,1	51,1	44,4	52	43
Energie	- 66,6	- 83,3	- 93,0	- 94,8	- 82	- 90
Produits manufacturés :						
- y compris matériel militaire	- 38,4	- 51,0	- 54,7	- 31,8	10	0
- hors matériel militaire	- 62,8	- 78,4	- 83,0	- 46,5	- 3	- 13
Solde FAB/CAF	- 65,8	- 86,4	- 96,4	- 82,1	- 20	- 47
Solde FAB/FAB <sup>(1)</sup>	- 32,8	- 43,9	- 49,6	- 30,2	30	7

(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.

(12) En balance des paiements courants, les mouvements s'équilibreront : les restitutions sur les échanges extra-communautaires seront remplacées par des aides directes sur la totalité des échanges.

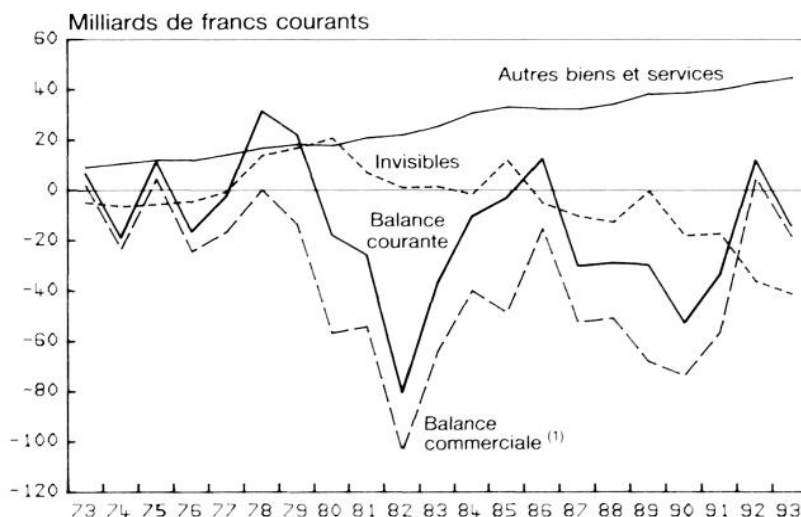


Réduction de cet excédent et creusement du déficit énergétique contribueront à dégrader le solde global des échanges de marchandises. Mais un excédent serait préservé (graphique 24 et tableau 3).

### Les performances commerciales seront compensées par le creusement du déficit des invisibles

La balance des paiements courants sera excédentaire en 1992. L'amélioration des performances commerciales sera cependant compensée par une dégradation continue du solde des invisibles. En 1991, une stabilisation avait été obtenue grâce à la forte hausse de l'excédent touristique et aux contributions étrangères versées à la France pour sa participation à la guerre du Golfe. En 1992 l'excédent touristique progressera de nouveau, la compétitivité de la France vis-à-vis de l'Europe du sud s'étant améliorée, jusqu'en septembre ; mais la hausse serait plus modérée de 4 milliards de francs environ. En revanche, le creusement du déficit des intérêts sera très important : pour le seul premier semestre, ce déficit a atteint 28 milliards de francs, après 28,6 pour l'année 1991 et 17 en 1990. Le développement des placements des étrangers en valeurs du Trésor gonfle les intérêts à verser. La dégradation du solde des invisibles est donc inévitable, bien que la contribution française au budget de la CEE s'élève moins que prévu initialement.

En 1993, le déficit des invisibles continuera à se creuser. D'où la réapparition d'un déficit des paiements courants (graphique 25).



25. Balance courante

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

Sources : Banque de France, prévisions OFCE.

Les mouvements de capitaux à long terme sont de nouveau fortement excédentaires en 1992 : les investissements directs de la France à

l'étranger, qui s'étaient considérablement accrus depuis 1986, s'étaient déjà ralentis en 1991, et le tassement s'est poursuivi au premier semestre 1992 ; la phase de rattrapage s'achève et la détérioration des profits pèse sur l'ensemble des investissements, qu'ils soient faits en France ou à l'étranger. Les investissements de portefeuille s'atténuent également, quoique moins nettement.

En revanche, les entrées de capitaux à long terme ont continué de s'amplifier au premier semestre 1992. C'est le cas des investissements directs et surtout des achats de titres : au premier semestre 147 milliards de francs étaient « investis » en France, après 164 milliards pour l'ensemble de l'année 1991. Les seules valeurs du Trésor achetées par les étrangers étaient deux fois plus importantes qu'en 1991. L'afflux fut surtout notable en début d'année.

L'excédent des mouvements de capitaux à long terme et le quasi-équilibre des transactions courantes ont donc reconstitué l'excédent de la balance de base alors qu'un déficit était réapparu l'an dernier à cause d'un premier semestre défavorable.

Les réserves publiques de change ne se sont cependant que faiblement accrues car le secteur privé non bancaire a été, comme en 1991, à l'origine de fortes sorties de capitaux à court terme. Et surtout les banques ont réduit leur endettement net, aux environs de 60 milliards de francs au premier semestre 1992. Ce mouvement s'était déjà manifesté à la fin de 1991, mais sur l'ensemble de l'année la dégradation de la position monétaire extérieure du secteur bancaire traduisait un endettement accru prolongeant celui de 1990.

Les réserves publiques de change avaient nettement diminué en 1991, malgré une reconstitution partielle au troisième trimestre. Elles ont été stabilisées au premier semestre 1992, parallèlement au désendettement bancaire. Le repli de juillet-août a alors limité l'aisance face à la spéculation des marchés financiers en septembre.

### **Politique économique : force monétaire et faiblesse(s) budgétaire(s)**

La politique économique se trouve contrainte de s'infléchir depuis 1991. Si la défense de la parité du franc par rapport au mark dans le cadre du SME reste plus que jamais d'actualité, conduisant à renchérir le coût du crédit, le gouvernement a été incité à une plus grande souplesse budgétaire. Le besoin de financement des administrations publiques avait baissé régulièrement de 1985 à 1990, passant de 2,9 % du PIB à 1,4 %. Les difficultés pour maintenir cette tendance sont apparues dès la fin 1990. En 1991, le déficit final de l'Etat a été supérieur de 55 milliards à celui initialement prévu. Confronté à une

dérive encore plus sévère en 1992, le gouvernement a préféré utiliser le budget de l'Etat comme élément anticyclique contre le ralentissement de l'activité économique : il a maintenu l'attitude adoptée en 1991 de ne pas compenser les écarts entre les recettes effectivement perçues et celles initialement prévues dans la Loi de finances adoptée à l'automne 1991 ; il est même allé jusqu'à décider des baisses d'impôts en cours d'année (baisse du taux de TVA sur l'automobile). Le budget 1992 fera ainsi apparaître un déficit voisin de 190 milliards, dû à une perte probable de recettes fiscales de 100 milliards. L'ampleur de cet écart entre prévision et réalisation ne peut s'expliquer uniquement par le ralentissement de la croissance ; si les exercices futurs devaient confirmer cette tendance, les pouvoirs publics seraient amenés à se poser la question de la légitimité de la structure des prélèvements obligatoires en France.

En 1992, le besoin de financement de l'ensemble des administrations publiques sera de 3 %, soit le déficit maximal autorisé en théorie par le traité de Maastricht, soit également un taux équivalent à celui constaté lors des relances de 1975 et 1981. Malgré cette dégradation des comptes de l'Etat, la France reste pour l'instant l'un des pays les plus rigoureux de l'OCDE en matière de finances publiques (tableau 4).

#### 4. Evolution de la capacité de financement des administrations publiques

Pourcentage du PIB

	1970-1974	1975-1979	1980-1984	1985-1989	1990	1991	1992 (P)	1993 (P)
France	0,6	- 1,4	- 2,1	- 2,1	- 1,4	- 2,1	- 3,0	- 2,5
R.F.A. <sup>(1)</sup>	- 0,1	- 3,3	- 2,8	- 1,3	- 2,6	- 3,9	- 3,7	- 3,8
R.U.	- 0,6	- 4,0	- 3,0	- 0,7	- 0,6	- 2,0	- 4,5	- 5,2
Italie	- 6,7	-10,4	-10,7	-11,2	-10,7	-10,1	-10,1	- 9,2
Belgique	- 3,3	- 6,3	-10,7	- 7,4	- 5,4	- 5,7	- 5,6	- 5,0
Pays-Bas	- 0,1	- 2,7	- 5,8	- 5,5	- 5,2	- 3,5	- 4,0	- 4,0
Espagne	0	- 1,4	- 4,3	- 4,4	- 4,0	- 3,8	- 4,0	- 3,6
CEE à 12	—	—	- 4,5	- 3,8	- 3,8	- 4,3	- 5,0	- 4,9
Etats-Unis	- 0,5	- 1,3	- 2,4	- 2,5	- 2,5	- 3,0	- 3,8	- 2,9
Japon	0,7	- 4,0	- 3,5	0,5	2,7	2,2	1,2	0,8
Canada	0,7	- 2,3	- 4,7	- 4,3	- 3,7	- 5,2	- 5,5	- 5,0

(P) : prévision

(1) Allemagne unifiée à partir de 1990

Sources : INSEE, OCDE.

Tenant compte des mauvaises rentrées fiscales de 1992, le projet de Loi de finances pour 1993 prévoit un déficit de 165 milliards, soit 2,2 % du PIB, sans que le contenu des dépenses évolue sensiblement : les

dépenses en progression notable sont, comme les années précédentes, celles liées à la charge de la dette et le budget de l'enseignement, et ce aux dépens de la défense.

La Sécurité sociale connaît en 1992 de nouveaux problèmes de financement, malgré les mesures de redressement prises en 1991 (hausse de la cotisation maladie, négociation avec les syndicats de médecins pour définir les modalités d'évolution des dépenses médicales). En fait, le décalage entre l'évolution des cotisations sociales assises sur une masse salariale en faible progression et celle des prestations, dont la dérive se poursuit tant pour la retraite que pour la santé à un rythme supérieur à celui du PIB, a fait renaître un déficit, qui devrait atteindre 15 milliards en 1992. Conscients des problèmes que pose à la Sécurité sociale une accumulation de déficits qui a conduit à un endettement de près de 40 milliards et donc à des frais financiers croissants, les pouvoirs publics ont décidé de chercher des remèdes structurels pour éviter une poursuite sans fin de l'augmentation des taux de cotisations et donc du niveau des prélèvements obligatoires. La loi sur la limitation des dépenses de santé reprend pour l'essentiel les conclusions des négociations conduites avec les syndicats de médecins ; au sein des dépenses de retraite on distinguera désormais celles qui dépendent de la solidarité nationale et celles qui relèvent de l'assurance : seules celles-ci seront gérées par les partenaires sociaux dans le cadre du paritarisme. Ces mesures ont pour objectif de responsabiliser les assurés sociaux et les fournisseurs de soins et de services et devraient limiter la dérive des comptes. Par ailleurs, le maintien de la consommation de tabac après les hausses de prix du printemps 1992 incite le gouvernement à poursuivre une politique de relèvement des tarifs dans un double souci d'obtenir de nouveaux moyens financiers et de réduire effectivement la consommation. Quoi qu'il en soit, il paraît difficile qu'en 1993 le gouvernement issu des élections de mars puisse éviter de recourir à nouveau à une hausse du taux des cotisations ; nous avons supposé qu'elle atteindrait un point. Malgré cette hausse, les tendances actuelles d'évolution des dépenses conduisent à anticiper un nouveau déficit de 10 milliards en 1993.

L'UNEDIC est également dans une situation difficile en cette fin 1992. Malgré l'accord de décembre 1991, la croissance soutenue du chômage ainsi que l'impossibilité de mettre en vigueur certaines des dispositions sur les licenciements des personnels de plus de 55 ans, ont conduit à une nouvelle crise de trésorerie dès mai 1992. Les partenaires sociaux ont conclu un nouvel accord en juillet qui prévoit de nouvelles hausses de cotisation et une réduction des prestations. En dépit de l'opposition d'un des gestionnaires traditionnels du régime (FO), son entrée en vigueur devrait limiter le déficit à 8 milliards en 1992 et 4 milliards en 1993, déficit qui tendrait vers zéro si le problème des artistes-interprètes trouvait une solution hors du cadre de l'UNEDIC.

Les collectivités locales poursuivent le redressement financier entamé l'an dernier. Les difficultés de certaines villes (Marseille, Brian-

çon...) montrent que la hausse des taux d'intérêt et la crise générale de collecte de l'impôt ont fragilisé ce secteur qui, après avoir tiré l'investissement et l'emploi, sera désormais moins porteur de croissance. Même si la rigueur qu'il va devoir s'imposer est moins sévère que celle imposée à l'Etat par l'ampleur de sa dette, on peut considérer que les dépenses des collectivités locales en 1992-1993 accompagneront tout au plus la croissance.

Au total, le déficit de l'ensemble du secteur public sera passé de 2,1 % du PIB en 1991 à 3 % en 1992, d'où un effet non négligeable de soutien à la demande intérieure. En 1993, l'Etat et les régimes d'assurances sociales continueront à jouer un rôle expansionniste, même si leur besoin de financement devrait se réduire à 2,5 % du PIB.

Cette politique budgétaire assouplie va de pair avec la restriction monétaire. Fidèles à la stratégie du franc fort, les autorités monétaires ont dû en 1992 élever les taux d'intérêt à court terme et, sauf revirement brutal comparable à celui que le Royaume-Uni a connu en septembre 1992, les taux resteront élevés en 1993. La portée des baisses envisagées dans cette prévision, parallèles à celles des taux allemands, est en effet limitée par les hausses antérieures et les primes de risque accrues. Les taux à long terme, malgré la tendance au repli des dernières années, continuent à être prohibitifs pour beaucoup d'investissements, tandis que les besoins croissants des Trésors publics contrecarrent toute baisse significative.

Le débat qui est en train de naître sur la politique économique au sein des partis politiques tant dans l'opposition actuelle que dans la majorité sortante, montre que le scénario de gestion que nous décrivons pour 1993 (défense de la parité du Franc, assouplissement de la rigueur budgétaire), s'il est le plus probable, peut connaître certaines modulations notamment après mars 1993.

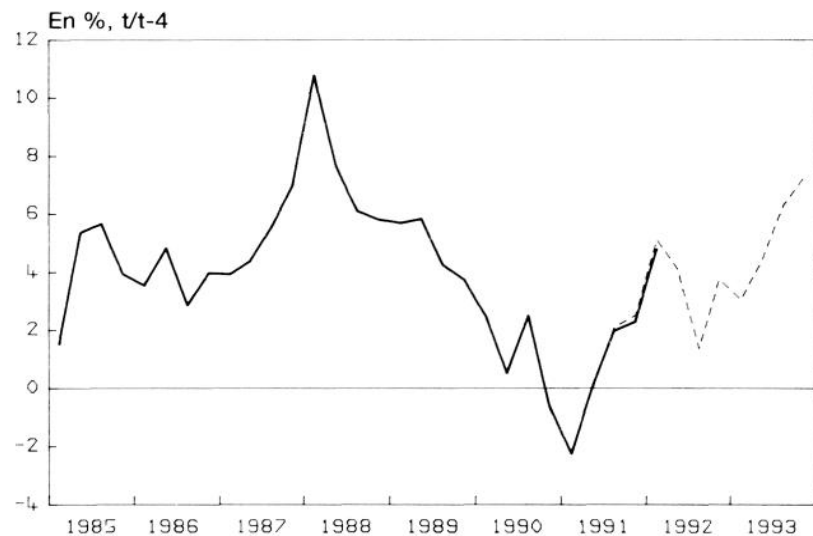
### **La montée du chômage sera contenue grâce à l'intensification du traitement social**

Les effectifs salariés ont baissé depuis l'automne 1991. Selon nos dernières estimations, le recul atteindrait 0,3 % entre septembre 1991 et juin 1992. La réalité, une fois recensé l'ensemble des entreprises, y compris celles de moins de dix salariés, sera sans doute plus défavorable encore, comme en 1991.

Le repli s'est intensifié dans l'industrie manufacturière, permettant un regain de productivité, ainsi que dans le bâtiment. Les services sont restés créateurs d'emplois, mais le rythme de ces créations s'est nettement ralenti.

Le repli des effectifs devrait se poursuivre jusqu'à la fin de 1993 dans le bâtiment, au rythme régulier de 4 % l'an : l'espoir d'une reprise d'activité y est tenu et les entreprises attendront un regain significatif de la demande pour embaucher. Dans l'industrie, on ne peut pas non plus escompter de réembauches. Tout au plus peut on espérer que le rythme des suppressions d'emplois s'atténue au second semestre 1993. Le redressement de la productivité pourrait alors atteindre 7 % l'an en rythme annuel à la fin de 1993 ; ceci peut paraître élevé, mais demeure la condition d'un rétablissement des profits au demeurant partiel car les profits à l'exportation resteront laminés et le niveau des charges financières élevé. Le point haut des cycles précédents de la productivité ne serait pas encore atteint (graphiques 26 et 27).

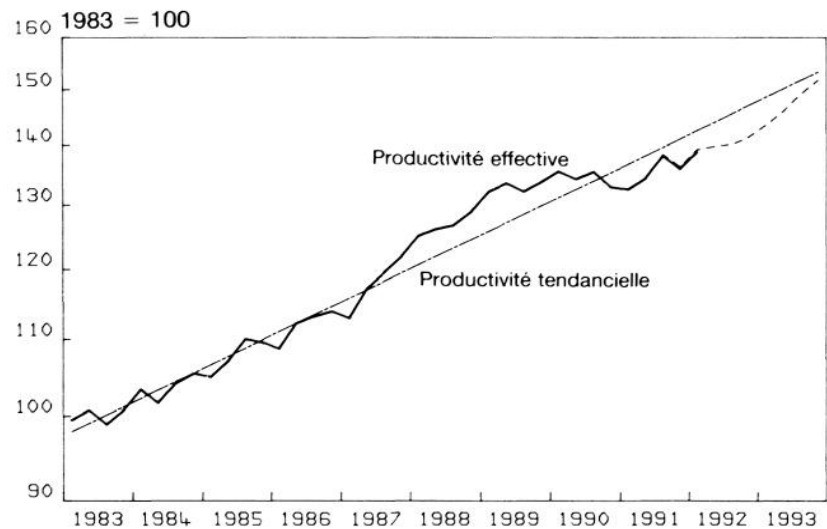
**26. Productivité dans l'industrie manufacturière <sup>(1)</sup>**



(1) Production par tête

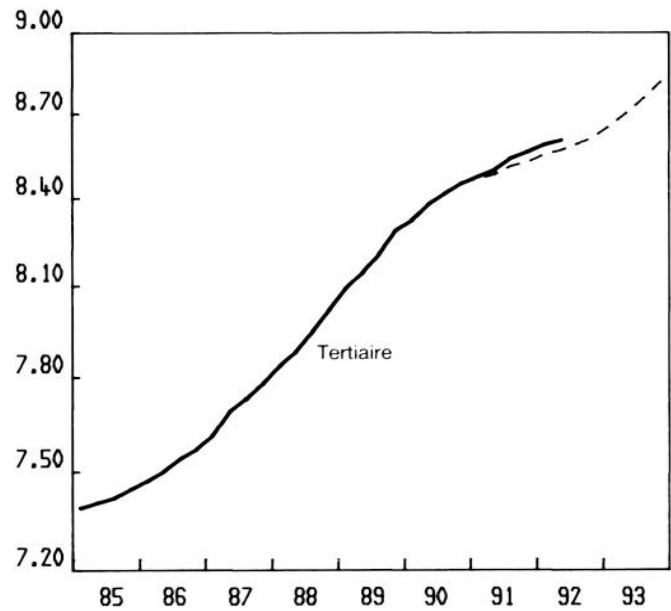
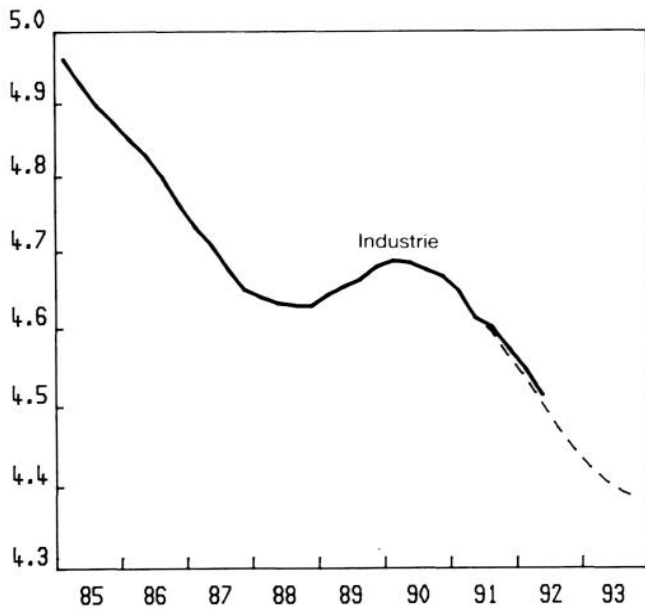
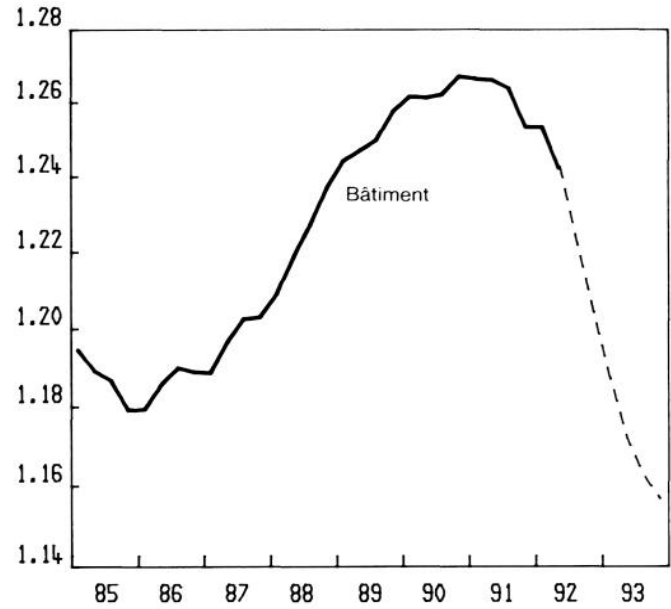
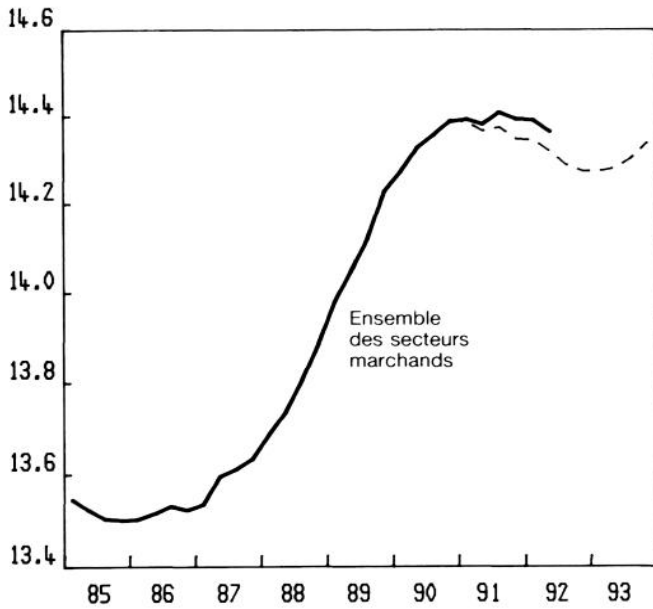
Sources : INSEE, corrections et prévisions OFCE.

**27. Cycle de productivité dans l'industrie manufacturière**



Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

28. Emploi salarié <sup>(1)</sup> (millions, cvs)



(1) En fin de trimestre

Sources : Ministère du Travail, corrections et prévisions OFCE.

5. Emploi et chômage en fin d'année

	Niveau fin 1990	Variation 1991		Variation 1992		Variation 1993	
		%	Milliers	%	Milliers	%	Milliers
<b>Effectifs</b>							
Secteurs marchands non agricoles, dont :	14 390	- 0,3	- 45 <sup>(1)</sup>	- 0,5	- 75	0,6	85
• Industrie	4 670	- 2,2	-105 <sup>(1)</sup>	- 2,6	- 120	- 1,4	- 60
• Bâtiment	1 270	- 1,1	- 15	- 4,0	- 50	- 4,0	- 50
• Tertiaire	8 455	0,9	70 <sup>(1)</sup>	1,1	95	2,3	195
Autres secteurs <sup>(2)</sup>	7500	- 0,3	- 20	- 0,6	- 45	- 0,3	- 20
<b>Emploi total</b>	21 900	- 0,3	- 65	- 0,5	- 120	0,3	65
<b>Population active</b>							
• potentielle	24 500 <sup>(3)</sup>	—	180	—	170	—	170
• prévue	—	—	260 <sup>(4)</sup>	—	160	—	160
<b>Politique de l'emploi</b>	—	—	30	—	180	—	0
<b>Chômage</b>		Niveau	Variation	Niveau	Variation	Niveau	Variation
• milliers	2 536	2833	297	2 930	100	3 030	100
• Taux de chômage (sens B.I.T., %)	9,0	10,0	—	10,3	—	10,5	—

(1) Correction O.F.C.E.

(2) Hors CES (Contrats Emploi-Solidarité)

(3) Sens B.I.T.

(4) Population active constatée

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

Sources : INSEE, corrections et prévisions OFCE.



Seul le tertiaire pourrait, à la fin de l'an prochain, permettre une reprise de l'emploi salarié du secteur privé. Elle sera de toute façon modeste (graphique 28). Les effectifs totaux, salariés et non salariés, progresseraient de 0,3 % seulement en 1993 après un recul de 0,5 % cette année ; 65 000 emplois seraient créés après que 120 000 auraient été détruits en 1992.

L'accroissement de la population active est d'une ampleur telle que la seule confrontation des offres et des demandes d'emplois aurait conduit cette année à un chômage supplémentaire de 280 000 personnes, le portant à 3,1 millions à la fin de l'année.

L'intensification du traitement social a permis de contrecarrer cette tendance. L'hypothèse faite lors de la précédente prévision qu'il concernerait 150 000 personnes supplémentaires avait paru irréaliste. En réalité, ce chiffre pourrait même être dépassé. La multiplication des stages et le programme en faveur des chômeurs de longue durée produisent déjà leurs effets ; et les radiations auxquelles ont conduit les entretiens individuels se sont multipliées.

Le nombre de chômeurs atteindrait ainsi 2,930 millions en fin d'année 1992. Si l'effort public se maintient en 1993 à son niveau élevé de 1992, la barre des 3 millions serait un peu dépassée (3,030 millions), les créations d'emplois restant insuffisantes pour absorber le surcroît des nouveaux arrivants sur le marché du travail (tableau 5).

## **Conflits d'intérêts**

Il y a six mois les orientations de politique économique suivies par les principaux pays développés nous paraissaient telles qu'elles devaient se révéler rapidement insoutenables. De fait les politiques monétaires américaine et japonaise ont été notablement assouplies, cependant que ce dernier pays proposait un ensemble de mesures destinées à enrayer le risque de déflation. Restait le verrou monétaire allemand dont le maintien pouvait à tout moment déstabiliser les marchés financiers. Nous accordions une grande probabilité à ce risque et, en conséquence, à une rupture dans le comportement des autorités allemandes.

Aujourd'hui le risque financier a commencé de se concrétiser. Les monnaies des pays les plus éloignés de la convergence souhaitée par Maastricht se sont révélées les maillons les plus faibles. L'hypothèse d'un SME à plusieurs vitesses a pris corps, à tel point qu'il apparaît à certains comme une option réaliste. Cette hypothèse va toutefois à l'encontre de la volonté politique, qui associe Europe et solidarité et craint l'éclatement du concept d'Union.

Avec le recul, le fonctionnement harmonieux d'un SME aux parités devenues irrévocables dans la préparation de la monnaie unique s'est avéré être plus apparent que réel. La sagesse des monnaies européennes de 1987 à 1990, soulignée par les partisans du système, n'a été due en réalité qu'à l'attitude alors plus qu'accommodante de la Bundesbank, qui avait maintenu, du début de 1986 à l'automne 1989, ses taux d'intérêt à un niveau inhabituellement faible. Au cours de cette période la seule tentative de resserrement intervint à l'été 1987 ; le krach boursier y mit un terme rapide.

Tant que l'activité allemande est restée inférieure au plein emploi, puis par crainte d'une éventuelle retenue à la source, un flux considérable de capitaux allemands libérés par l'assainissement des comptes publics, s'est dirigé vers les pays en quête de financement. Incontestablement ces largesses de l'ex-RFA ont beaucoup contribué à la croissance européenne des années 1987 à 1989. Elles ont dans le même temps permis la recrudescence de l'inflation tout en stabilisant les monnaies. Le Royaume Uni et l'Espagne en furent deux illustrations marquantes. La preuve fut fournie une fois encore que l'ancrage des parités sur une monnaie émise en excès par rapport aux besoins du pays d'origine conduit à importer de l'inflation. Le mark aura pris pour un temps la relève du dollar. La désillusion n'en a été que plus brutale, à partir du moment où l'Allemagne a retrouvé chez elle l'emploi de son épargne. Cela a alors permis à ses partenaires d'importer de la désinflation, mais au prix d'un ralentissement sévère de l'activité. Tout naturellement, le choc a été d'autant plus ressenti que l'apport initial de capitaux étrangers avait été sensible. Tout aussi naturellement les monnaies antérieurement les plus attractives sont devenues les plus délaissées.

A l'heure actuelle on ne peut parler de retour de capitaux vers l'Allemagne. Les entrées spéculatives se limitent avant tout aux instruments de court terme. A plus longue échéance les entreprises allemandes, qui ont accumulé dans les années passées d'importants actifs à l'étranger, pourraient être tentées de rapatrier une partie de ces fonds pour financer leur activité. Car la reconstruction à l'Est pour laquelle elles ont souscrit d'importants engagements d'investissement, va se faire avec un autofinancement bien inférieur à ce qui était initialement anticipé.

De plus, les politiques économiques engagées ailleurs en Europe dans un souci de crédibilité accrue ne vont pas manquer dans un premier temps de réduire encore l'intérêt des placements dans les pays concernés. Les plans espagnol et surtout italien supposent, s'ils sont appliqués, une chute de la demande qui découragera durablement l'épargne longue de s'y investir. Même si l'activité perd du terrain en Allemagne, il est probable que ce pays accroisse son intérêt relatif pour les placements à long terme. En ce sens des politiques très restrictives menées ailleurs risquent de s'avérer néfastes à la stabilité des changes, sans parler des marchés de valeurs.

La position française est menacée par ces conflits d'intérêts. Les succès de la désinflation compétitive ont été en partie compensés à l'exportation par les dépréciations récentes de ses concurrents. Les investisseurs étrangers en valeur du Trésor pâtissent du coût élevé du crédit à court terme. L'économie toute entière s'apprête à supporter au moins un semestre de plus des taux d'intérêt encore plus élevés que ceux qui prévalaient il y a un mois, et paraissent déjà insupportables. La grève de la consommation s'est ajoutée à celle de l'investissement privé. L'exportation venant à s'infléchir, seule la demande publique a conservé une tendance positive. En dépit de nombreuses idées reçues, celle-ci demeure le dernier rempart de la tenue du Franc en maintenant un certain niveau d'activité et évitant la chute des profits. Elle le sera d'autant plus que son contenu en investissement productif et de recherche apparaîtra préservé des vicissitudes conjoncturelles.

*Achévé de rédiger le 30 septembre 1992.*

*I. 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	20,5	17,9	20,0	20,1	21,0	21,0	20,0	20,0	22,0	19,9	19,8	20,8
Taux de change (a) 1 \$ = ... DM 1 \$ = ... Yen 1 £ = ... DM	1,53 134 2,92	1,74 139 2,96	1,74 136 2,94	1,62 129 2,88	1,62 129 2,87	1,62 130 2,92	1,46 125 2,79	1,47 120 2,55	1,55 125 2,50	1,60 135 2,50	1,65 140 2,50	1,55 135 2,50	1,65 135 2,92	1,55 126 2,78	1,59 134 2,50
Taux d'intérêt à court terme, nominaux, % (a) Etats-Unis Japon Allemagne	6,0 7,6 9,2	5,6 7,5 9,1	5,4 6,9 9,2	4,5 6,0 9,5	3,9 4,9 9,6	3,7 4,5 9,8	3,0 4,2 9,7	2,9 3,7 9,5	3,2 3,5 9,5	3,5 3,5 9,2	4,0 3,5 8,7	5,0 3,5 8,0	5,4 7,0 9,3	3,4 4,3 9,7	3,9 3,5 8,9
Taux d'intérêt à long terme, nominaux, % (a) Etats-Unis Japon Allemagne	8,2 6,8 8,7	8,3 7,0 8,5	8,1 6,5 8,8	7,9 5,8 8,6	7,8 5,4 8,1	7,9 5,3 8,3	7,4 5,5 8,4	6,9 5,0 8,2	7,2 5,2 7,8	7,2 5,5 7,5	7,5 5,7 7,5	7,5 6,0 7,5	8,1 6,5 8,7	7,5 5,3 8,3	7,4 5,6 7,6
Prix à la consommation (b) Etats-Unis (cvs) Japon (cvs) Allemagne (cvs)	3,3 4,5 1,5	1,7 1,0 3,4	2,9 1,1 7,5	3,5 4,8 3,6	3,2 0,7 2,9	3,1 2,5 3,9	2,0 0,5 3,3	3,0 2,0 3,0	3,5 2,0 4,0	3,5 2,0 3,0	3,5 2,0 2,7	3,5 2,0 2,7	4,1 3,3 3,5	2,8 2,0 3,8	3,3 2,0 3,5

	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	4,0	-7,7	11,3	20,0	0	0	2,0	5,0	5,0	-10,9	4,7	9,8
Importations de produits manufacturés en volume cvs (b)															
Europe de l'Est	40,0		22,0		-20,0		5,5		6,0		6,0		19,3	-4,5	6,0
Pays industriels	- 0,6		6,2		2,6		-0,2		5,0		5,5		1,9	2,5	4,0
PVD	7,3		21,7		4,0		2,3		5,0		7,2		9,0	7,5	5,0
Total monde	1,7		9,2		2,1		0,5		5,0		6,0		3,6	3,2	4,0
Total monde dans l'optique France	7,2		6,1		3,6		-1,0		4,2		5,0		5,8	2,5	3,2
Solde des balances courantes, cvs, en \$, en rythme annuel															
Etats-Unis	25		- 37		- 30		- 35		- 55		- 60		- 5,7	-32,5	- 57,5
Japon	58		87		120		127		135		155		72,4	125	145
Allemagne	- 26		- 15		- 27		- 15		- 15		- 10		- 20,4	- 21	- 12

(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.

## II. Etats-Unis

Equilibre des biens et services en volume  (aux prix de 1987)	Niveau en 1991	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	3 240,8	0,6	0,0	-0,9	0,6	1,2	0,4	1,6	1,9	1,1	-0,6	1,7	2,8
Consommation publique	941,0	1,7	0,4	1,5	-0,9	0,1	0,4	1,6	1,6	2,8	1,2	-0,2	2,6
FBCF totale	670,4	-0,3	-3,6	-6,8	0	3,1	-0,1	2,2	3,9	-2,8	-8,5	3,0	4,1
dont : Logement	170,2	-1,6	-11,1	-9,7	5,7	7,2	-3,5	3,2	5,1	-9,1	-12,6	8,3	3,9
Productive	500,2	0,2	-0,8	-5,8	-1,9	1,7	1,1	1,8	3,5	-0,4	-7,1	1,3	4,2
Exportations de biens et services	539,4	5,0	2,2	2,0	5,1	1,8	0,9	3,0	3,5	8,1	5,8	4,8	5,2
Importations de biens et services	561,2	1,7	-0,1	-3,2	6,5	2,2	0,4	4,0	4,1	3,0	-0,1	5,6	6,4
Variations des stocks en milliards de dollars de 1987	-18,2	4,6	-4,4	-15,8	-2,4	-2,9	-0,5	5,0	5,0	0,2	-18,2	-3,4	10,0
PIB	4 821,0	1,0	-0,8	-1,1	0,6	1,0	0,5	1,8	2,0	0,8	-1,2	1,5	3,0
Prix à la consommation		2,6	3,1	1,8	1,4	1,4	1,4	1,7	1,8	5,3	4,1	2,8	3,3
Solde courant en % du PIB		-1,6	-1,8	0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-1,1	-1,2	-1,7	-0,1	-0,6	-1,2

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

Sources : Département du commerce américain et prévisions OFCE.

### III. Allemagne de l'Ouest

Equilibre des biens et services en volume  (aux prix de 1985)	Niveau en 1991	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	1 241	2,9	1,8	2,4	-1,6	1,8	1,8	0,1	1,0	4,6	2,5	1,9	1,5
Consommation publique	393,5	2,9	-1,2	0,9	0,9	1,8	0,2	0,7	0,9	2,1	0,8	2,3	1,3
FBCF totale	491,1	8,1	0,7	8,0	-3,1	3,7	-3,0	0,7	2,4	9,3	6,7	0,5	0,4
dont : Equipement	242,8	6,8	5,5	8,8	-4,4	0,8	-2,9	0,9	2,5	13,4	9,3	-2,9	0,7
Bâtiment	248,3	9,2	-3,5	7,2	-1,8	6,5	-3,1	0,6	2,3	5,7	4,3	3,9	0,1
Exportations de biens et services	960,5	4,0	11,8	4,5	3,3	-0,7	2,5	2,1	2,5	11,5	12,1	2,2	4,7
Importations de biens et services	884,4	4,9	8,3	6,3	3,2	1,3	1,6	1,6	2,4	12,3	12,3	3,7	3,7
Variations des stocks et erreurs en milliards de DM 1985		5,9	8,0	2,6	9,5	13,8	3,0	4,0	8,0	13,9	12,1	16,8	12,0
PNB	2 209,8	2,6	2,7	2,2	-0,7	1,7	-0,1	0,7	1,7	4,7	3,2	1,3	1,5
Prix à la consommation		1,2	1,6	1,3	2,7	1,6	1,5	1,9	1,6	2,7	3,5	3,8	3,5
Solde courant en % du PNB (1)		4,0	2,3	-1,6	-1,0	-1,6	-0,8	-0,4	-0,7	3,1	-1,3	-1,2	-0,5

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

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

Sources : Bundesbank, DIW, prévisions OFCE.

#### IV. Japon

88

Equilibre des biens et services en volume  (aux prix de 1985)	Niveau en 1991	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	1,6	0,9	0,8	1,2	0,9	4,3	2,6	2,1	2,1
Consommation publique	34 116	1,5	0,6	0,3	2,6	2,1	-0,1	3,7	-0,6	1,9	1,9	3,4	3,3
FBCF totale	135 332	5,3	3,8	1,9	-0,7	0,2	0,2	1,1	-2,1	9,6	3,4	-0,1	0,2
dont : Logement	22 751	2,8	4,1	-5,8	-7,9	-0,4	4,5	2,8	1,7	4,5	-7,7	-2,3	6,0
Privée productive	86 660	5,7	5,5	3,4	-0,1	-0,6	-4,6	-2,5	-0,5	12,4	6,1	-2,9	-5,0
Publique	25 921	6,1	-2,0	3,7	2,9	3,1	12,6	10,0	-8,3	5,3	4,1	11,1	11,7
Exportations de biens et services	72 810	7,1	-0,8	4,4	2,2	2,5	1,5	2,0	2,0	10,6	5,1	4,3	3,8
Importations de biens et services	74 256	9,2	-2,2	-2,3	1,1	-0,7	0,3	0,8	0,5	12,0	-2,8	0,0	1,2
Variation des stocks en milliards de yens de 1985	2 788	1368	1 420	2 031	1449	1358	550	625	450	2 788	3 480	1908	1075
PNB	403 372	2,6	2,2	2,9	0,8	1,3	0,4	1,6	0,0	5,3	4,4	1,9	1,8
Prix à la consommation		1,4	1,7	1,8	1,1	1,0	0,7	1,0	1,0	3,1	3,3	1,8	1,9
Solde courant en % du PNB		1,4	1,0	1,7	2,5	3,1	3,3	3,5	4,0	1,2	2,1	3,2	3,7

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

Sources : Nomura Research Institute, prévisions OFCE.



V. Royaume-Uni

Equilibre des biens et services en volume  (aux prix de 1985)	Niveau en 1991	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	267 988	0,6	-0,6	-1,2	-0,5	-0,5	0,1	0,5	1,1	0,8	-1,8	-0,7	1,1
Consommation publique	81 755	1,2	1,3	1,2	1,8	-0,3	0,9	0,6	0,5	3,1	2,8	1,1	1,3
FBCF totale	71 853	1,0	-5,9	-6,3	-2,0	-0,5	-0,8	1,4	2,9	-2,4	-10,1	-1,9	2,4
dont : Logement	11 481	-5,5	-13,3	-3,3	3,1	-3,8	0	1,1	2,2	-13,6	-8,8	-2,3	2,2
Productive	60 372	2,4	-4,5	-6,8	-3,0	0,2	-1,0	1,5	3,0	0,1	-10,3	-1,9	2,5
Exportations de biens et services	124 390	4,0	-1,9	0,3	2,3	0,6	0,9	1,8	3,0	5,0	0,5	2,2	3,8
Importations de biens et services	134 719	2,6	-2,8	-2,3	1,6	4,6	1,0	1,6	2,8	1,0	-2,9	6,0	3,6
Variations des stocks en millions de livres de 1985	-3157	297	-696	-1573	-1584	77	150	200	400	-399	-3157	227	600
PIB optique dépense	408 110	1,2	-1,4	-1,3	-0,2	-1,0	0	0,7	1,4	1,0	-2,1	-1,0	1,4
Prix à la consommation		5,2	4,8	2,4	2,0	2,1	2,0	3,0	3,0	9,5	5,8	4,2	5,6
Solde courant en % du PIB		-3,9	-1,9	-1,0	-0,9	-1,7	-1,8	-1,6	-1,5	-2,9	-0,9	-1,8	-1,6

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

Sources : CSO, prévisions OFCE.

## VI. Résumé des prévisions pour l'économie française

	1991	1992	1993
<i>En % de variation au prix de 1980 :</i>			
PIB marchand	0,8	1,7	2,0
Importations	3,0	1,7	3,6
Consommation des ménages	1,5	1,6	2,3
Investissement total	- 1,3	- 1,6	1,2
dont :			
• entreprises	- 2,7	- 3,0	1,3
• ménages	- 2,5	- 1,6	0
• autres	4,5	2,1	2,0
Exportations	3,9	5,5	3,7
Contributions des stocks à la croissance en %	- 0,2	- 0,2	- 0,1
Demande intérieure totale	0,6	0,6	2,0
<i>Comptes des ménages en termes réels %</i>			
Salaires bruts	1,9	1,3	1,5
Salaires nets <sup>(1)</sup>	2,4	0,9	0,9
Prestations sociales	3,7	2,9	2,7
Excédent d'exploitation	0,3	2,1	2,5
Prélèvements sociaux et fiscaux	4,3	2,4	3,2
Revenu disponible	2,0	1,7	1,9
Taux d'épargne	12,7	12,8	12,5
<i>Prix à la consommation en glissement %</i>			
en moyenne %	3,1	2,7	2,5
	3,1	2,9	2,5
<i>Compte des sociétés, en %</i>			
Taux de marge	31,8	31,9	32,1
Taux d'épargne	16,1	16,6	16,9
Taux d'investissement	17,9	16,8	16,8
Taux d'autofinancement	90,2	98,6	100,3
<i>En milliards de francs</i>			
Solde commercial (FAB/FAB)	- 30,2	30	7
dont :			
• industrie (FAB/CAF)	- 31,8	10	0
• énergie (FAB/CAF)	- 94,8	- 82	- 90
• agro-alimentaire (FAB/CAF)	44,4	52	43
Balance des paiements courants	- 33,4	12	- 14
• en % du PIB	- 0,5	- 0,2	- 0,2
<i>Emploi salarié <sup>(2)</sup>, en glissement annuel %</i>			
Emploi total, en glissement annuel %	- 0,3	- 0,5	0,6
Chômage en fin d'année (en millions)	2,833	2,930	3,030
<i>Taux de change DM/F</i>			
Taux de change \$/F	3,40	3,39	3,40
Taux de change DM/F	5,64	5,22	5,39
Taux d'intérêt à court terme % <sup>(3)</sup>	9,6	10,1	9,6
Taux d'intérêt à long terme % <sup>(4)</sup>	9,1	8,7	8,5

(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.

VII. 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	3015,0	- 0,2	0,6	1,1	0,1	0,9	0,1	- 0,1	- 0,1	0,4	0,7	1,6	1,3	0,8	1,7	2,0
Importations	997,3	1,2	- 1,1	3,3	- 1,6	2,4	- 2,2	1,2	1,0	0,8	1,0	1,5	1,5	3,0	1,7	3,6
Consommation des ménages	2 109,8	0,3	0,6	0,2	0,9	0,4	- 0,1	0,5	0,5	0,5	0,4	1,2	1,0	1,5	1,6	2,3
Consommation des administrations	158,9	0,8	0,4	0,8	0,4	0,4	0,4	0	0	1,4	0	0,9	0	2,9	1,9	2,1
FBCF totale	790,9	- 0,7	- 0,3	0,4	- 0,9	0,1	- 0,5	- 1,1	- 1,0	0,1	1,5	1,8	1,8	- 1,3	- 1,6	1,2
dont : sociétés	423,6	- 0,9	- 1,0	- 0,9	- 1,7	- 0,9	0	- 0,5	0	0	1,0	1,0	1,5	- 2,7	- 3,0	1,3
ménages	204,0	- 1,4	- 1,0	3,0	- 0,6	1,3	- 1,2	- 3,5	- 4,0	- 0,5	3,0	5,0	4,0	- 2,5	- 1,6	0
autres (1)	163,3	2,0	2,4	0,6	0,5	1,0	- 0,6	0,4	0	1,2	1,0	0,1	0,1	4,5	2,1	2,0
Exportations	923,9	- 0,6	2,2	2,5	0,7	2,8	0	0	1,0	1,0	1,0	1,5	1,5	3,9	5,5	3,7
Variation des stocks en milliards de francs	28,8	9,5	3,8	11,6	3,9	7,4	4,2	6,0	5,0	4,0	4,0	6,0	7,0	28,8	22,6	21,0
Demande intérieure totale (y compris stocks)	3 088,4	0,4	- 0,4	1,3	- 0,6	0,8	- 0,6	0,3	- 0,3	0,3	0,7	1,6	1,3	0,6	0,6	2,0

< prévision >

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

Cette prévision est calée sur les comptes trimestriels de l'INSEE (première estimation des comptes du deuxième trimestre 1992) La Formation Brute de Capital Fixe des entreprises et celle des ménages ont été modifiées au deuxième trimestre 1992.

### VIII. 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	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	3,1	2,7	2,5
Moyenne des prix	0,5	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	3,1	2,9	2,5
Glissement du taux de salaire horaire	1,0	1,6	0,7	0,8	1,3	1,0	0,7	0,7	0,8	1,1	0,9	0,9	0,9	4,1	3,8	3,7

&lt; prévision &gt;

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

### IX. 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 <sup>(1)</sup>	-0,3	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8	-0,7	-0,5	-0,4	-0,3	-1,4	-2,8	-2,5
Production	-0,7	0,7	2,3	-2,1	1,4	-0,3	-0,5	0	0,8	1,2	1,8	1,5	-0,9	1,0	3,3
Productivité	-0,4	1,4	3,0	-1,4	2,2	0,4	0,3	0,8	1,5	1,7	2,2	1,8	0,5	3,7	5,3

&lt; prévision &gt;

(1) Corrections OFCE pour 1991

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

X. Effectifs salariés <sup>(1)</sup> en fin de trimestre et fin d'année

En %

	Taux de croissance trimestriels												Glissements annuels		
	1991				1992				1993				1991	1992	1993
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Industrie <sup>(2)</sup>	-0,4	-0,7	-0,3	-0,7	-0,6	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-2,2	-2,6	-1,4
Bâtiment	-0,1	0	-0,2	-0,8	0	-0,9	-1,6	-1,5	-1,4	-1,3	-0,8	-0,5	-1,1	-4,0	-4,0
Tertiaire <sup>(2)</sup>	0,2	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7	0,9	1,1	2,3
Ensemble des secteurs marchands non agricoles	0	-0,1	0,1	-0,2	0	-0,2	-0,2	-0,1	0	0,1	0,2	0,3	-0,3	-0,5	0,6

< prévision >

(1) Secteurs marchands non agricoles

(2) Corrections O.F.C.E. pour 1991

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

### XI. 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 <sup>(1)</sup>	0,8	0,2	0,3	0,5	0,1	0,5	0,4	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	1,9	1,3	1,5
Salaires nets <sup>(1)</sup>	1,6	0,6	-0,7	0,5	-0,1	0,7	0,3	0,7	0,2	-0,4	0,2	0,2	2,4	0,9	0,9
Prestations sociales <sup>(1)</sup>	1,2	1,0	1,1	0,6	0,7	0,9	0,5	0,2	0,8	0,8	0,9	0,8	3,7	2,9	2,7
Revenu disponible réel <sup>(1)</sup>	1,1	0,9	-0,4	1,2	0,1	0,4	0,4	0,5	0,5	0,3	0,8	0,6	2,0	1,7	1,9
Taux d'épargne	12,8	12,9	12,3	12,8	12,5	12,9	12,8	12,8	12,8	12,7	12,3	12,0	12,7	12,8	12,5

&lt;

prévision

&gt;

(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.

## XII. 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 <sup>(1)</sup>	9,8	9,4	9,5	9,7	10,1	10,0	10,3	10,0	9,8	9,4	9,5	9,5	9,6	10,1	9,6	
A long terme <sup>(2)</sup>	9,3	9,0	9,1	8,8	8,5	8,7	8,9	8,7	8,5	8,5	8,5	8,5	9,1	8,7	8,5	
	< 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.

## XIII. 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	5,51	5,44	4,94	5,01	5,29	5,42	5,59	5,27	5,64	5,22	5,39	
Mark-franc	3,40	3,39	3,40	3,41	3,40	3,37	3,39	3,41	3,41	3,39	3,39	3,40	3,40	3,39	3,40	
	< prévision >															

Sources : Banque de France, prévisions OFCE.