

L'Europe se crée des besoins (*)

L'Europe, quoique traversant effectivement une phase de ralentissement conjoncturel, pourrait être au cours des deux prochaines années le pôle de dynamisme de l'économie mondiale. Elle se trouve en effet face à des Etats-Unis arrivés en fin de cycle et embourbés dans leurs déficits et face à un Japon pénalisé par des dérèglements financiers. Elle est par ailleurs potentiellement dynamisée par l'ouverture à l'Est.

La RFA jouera un rôle de locomotive en Europe. Sa demande intérieure sera soutenue par la réforme fiscale et par la réunification. Elle exportera moins et importera plus. Toutefois sa politique monétaire restrictive influencera celle des autres pays européens. Pour ceux-ci, dans un contexte de capacités productives encore saturées, les exportations y évinceront les demandes intérieures. Il y aura donc en 1990 un ralentissement de l'activité en même temps qu'une amélioration des soldes courants.

Le moindre dynamisme des pays asiatiques, lié notamment au ralentissement nord-américain, sera en partie compensé par le redressement de la demande de l'OPEP. Le commerce mondial décélérera, mais selon une structure géographique moins désavantageuse à l'Europe en général et à la France en particulier.

La France continuera à se fixer des objectifs de quasi-équilibre de sa balance courante et de réduction de son déficit budgétaire. Avec une politique modérément restrictive, cela implique une décé-

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

lération de la demande des ménages. Face à un ralentissement des débouchés globaux et à l'apparition de difficultés de financement, l'investissement productif enregistrera lui aussi un ralentissement de son taux de progression.

La croissance de la production fléchira en 1990 et se redressera légèrement en 1991. Le délai d'ajustement des effectifs à la production étant court en raison de la précarisation du marché du travail, cela permettra à la productivité de se redresser mais le taux de chômage s'élèvera.

Le mouvement de balancier qui anime l'actualité économique — et les discours sur l'actualité économique — se poursuit. Alors que les années quatre-vingt avaient été marquées par le retour des Etats-Unis sur le devant de la scène internationale, l'année 1990 est souvent présentée comme annonçant la décennie de l'Europe. C'est à double titre que le vieux continent intéresse tant aujourd'hui. Il fait figure de pôle de dynamisme face à des Etats-Unis arrivés en fin de cycle et contraints par leurs déficits. Il est d'autre part le lieu de chocs sans réel précédent historique, aux effets par conséquent très incertains.

Il se pourrait, dans ces conditions, que les impulsions mondiales (de croissance, inflation, taux d'intérêt...) soient pour quelque temps données par l'Europe au reste du monde. La logique habituelle de la plupart des scénarios prospectifs, consistant à formuler d'abord des hypothèses sur les Etats-Unis, ne semble pas la plus pertinente à l'heure actuelle. La présente chronique diffère donc des précédentes par son plan. On a délaissé les deux césures habituelles : environnement international/France, rétrospectif/prospectif au profit d'une vision plus unifiée à la fois dans l'espace et dans le temps. L'introduction expose la situation mondiale présente, France incluse. Une première partie analyse les risques et incertitudes inhérents à ce début d'année et aux prochains semestres. Dans une deuxième partie est présentée la prévision d'ensemble. La France est traitée plus en détail dans une troisième et dernière partie.

Le ralentissement conjoncturel gagne l'Europe

La croissance économique dans les pays de l'OCDE s'est déroulée sans grandes surprises depuis l'été 1989. Soutenue dans son ensemble, elle est toutefois de plus en plus différenciée. Les deux pays — Royaume-Uni et Etats-Unis — qui s'étaient engagés le plus précocement dans la phase ascendante du cycle subissent depuis plusieurs trimestres un ralentissement prononcé. Au-delà de fluctuations de très court terme, la production manufacturière oscille autour d'une tendance plate depuis la mi-1988 dans le premier de ces pays, depuis le printemps 1989 dans le second. Le Japon, encore fortement dépendant de ses débouchés américains en dépit d'un certain recentrage vers le marché intérieur, marque lui aussi un certain essoufflement : la production ne s'y accroît que faiblement depuis le printemps 1989. En Europe continentale en revanche le ralentissement de l'activité est à la fois plus tardif et plus modéré. Relativement net en France, en Italie et en Espagne, il ne se manifeste guère en RFA ou aux Pays-Bas. Toutefois la production de biens intermédiaires stagne ou recule selon les pays, ce qui est l'amorce d'une phase de décélération générale. En outre, la croissance du commerce mondial de produits manufacturés a nettement fléchi au second semestre 1989 en raison d'un ralentissement des importations des pays industrialisés, non seulement Etats-Unis et Japon, mais aussi Europe. Les enquêtes d'opinion effectuées auprès des entreprises au début de 1990, suggèrent toutefois que, dans les pays européens autres que le Royaume-Uni, la décélération de l'activité n'aura pas pris l'aspect d'un ralentissement marqué durant le premier trimestre 1990.

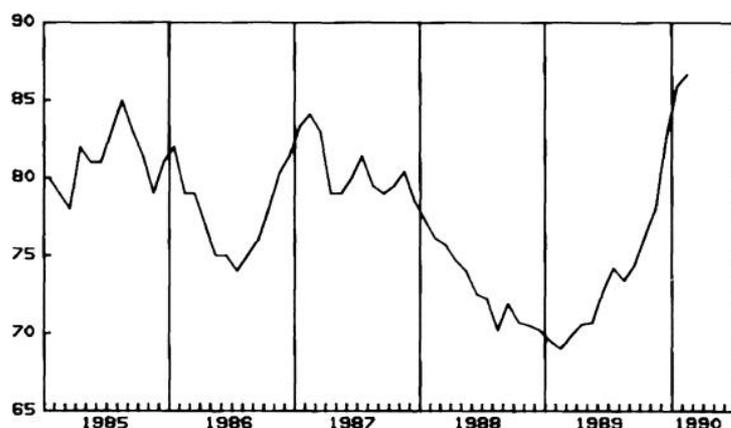
Dans ces conditions l'emploi a continué de progresser et, sauf aux Etats-Unis, le chômage de baisser. Le taux de chômage (standardisé) atteignait 5,3 % en fin d'année 1989 aux Etats-Unis soit un chiffre à peine inférieur à celui de la RFA (5,5 %). La situation de la France (9,5 %) reste à cet égard mauvaise, n'étant outrepassée que par l'Italie et l'Espagne. Dans la plupart des pays la vigueur de la demande de main-d'œuvre s'est traduite, à côté de l'augmentation de l'emploi, par une progression des heures supplémentaires et une diminution du chômage partiel.

L'inflation est demeurée une préoccupation majeure des autorités, au premier chef monétaires, en grande partie du fait des tensions sur les marchés du travail. En dépit du niveau somme toute élevé des taux de chômage, des pénuries de main-d'œuvre sont en effet de plus en plus manifestes en raison de l'inadéquation géographique ou sectorielle de l'offre à la demande. Il en résulte une accélération des augmentations de salaires nominaux. L'évolution de la productivité du travail permet toutefois souvent d'éviter que les coûts salariaux ne progressent fortement, comme par exemple au Japon ou en RFA. En revanche les pays anglo-saxons arrivant en fin de cycle, les gains de productivité y sont faibles. Aux Etats-Unis, cela n'est que modérément inflationniste, le ralentissement des créations d'emploi contribuant à modérer les augmentations nominales. Au Royaume-Uni par contre les augmentations salariales nominales sont les plus élevées parmi les pays européens fortement industrialisés (à l'exception de la Suède) de sorte que les coûts salariaux s'envolent. La France figure parmi les pays à faibles augmentations de salaires, le processus constaté dans les autres pays s'y étant amorcé avec retard. Le marché du travail ne constitue pas la seule source de risques inflationnistes. Le degré élevé d'utilisation des capacités productives dans tous les pays de l'OCDE constitue une autre préoccupation. Il a toutefois cessé de s'accroître dans la plupart des pays depuis les derniers mois de 1989.

La vigilance des autorités monétaires a presque partout réussi à éviter que la hausse des prix ne s'accélère. Pour le moment, celle-ci est particulièrement bien maîtrisée en RFA et aux Pays-Bas. Le rythme instantané de hausse des prix à la consommation est en outre resté au second semestre 1989 compris entre 3 et 3,5 % en taux annuel au Japon, en France et en Belgique et inférieur à 5 % aux Etats-Unis. Plus délicats sont les cas de l'Italie, et surtout de l'Espagne et du Royaume-Uni où le taux est proche de 8 %. L'efficacité de la seule politique monétaire pour enrayer ces développements est du reste discutable. Le haut niveau des taux d'intérêt britanniques ne parvient plus à empêcher une dépréciation prononcée de la livre sterling et donc une forte inflation importée, et s'avère impuissant à combattre les tensions internes. Les taux d'intérêt à court terme ont de nouveau évolué de manière géographiquement opposée au cours du second semestre 1989. Les taux nominaux américains ont poursuivi leur baisse tandis que ceux du Japon et des pays européens continuaient ou recommençaient à augmenter. Dans ce second groupe de pays, les taux longs qui avaient cessé de progresser au printemps ont recommencé à le faire au début de l'automne ; ils restent dans les pays européens autres que la RFA inférieurs aux taux courts.

En ce qui concerne les *taux de change*, les rapprochements des taux d'intérêt, américains d'une part, japonais et allemands de l'autre, ont largement contribué à mettre fin à l'appréciation du dollar qui avait marqué le premier semestre de l'année 1989. Au second semestre le dollar s'est stabilisé vis-à-vis du yen et nettement déprécié vis-à-vis du DM. Les événements d'Europe de l'Est ont fortement influencé les variations à court terme des taux de change. Dans un premier temps, à la fin 1989, une certaine euphorie concernant les nouvelles potentialités offertes à la RFA a accentué la dépréciation du dollar. Dans un second temps, à partir de la mi-janvier 1990, les craintes liées à l'unification monétaire

allemande ont poussé le dollar à la hausse. Les banques centrales sont intervenues en mars pour contrer, efficacement, cette évolution jugée indésirable. Le taux de change yen-dollar a continué à se déprécier (graphique 1). La livre subissait un nouvel accès de faiblesse au mois de mars.



1. Taux de change du yen vis-à-vis du DM

Source : cotation sur le marché de changes.

A côté des taux d'intérêt et des événements politiques ⁽¹⁾, les soldes extérieurs influencent le mouvement des changes. L'un des déterminants de ces soldes, le commerce de produits manufacturés, fait apparaître des divergences très nettes entre le Japon d'un côté et la RFA de l'autre. Certes, dans ces deux pays le taux de pénétration du marché intérieur a continué à s'élever au second semestre 1989. A l'exportation en revanche la stabilisation des parts de marché de la RFA contraste avec la poursuite des pertes japonaises, sur fond de gains toujours rapides des Etats-Unis. En moyenne annuelle, en 1989, les exportations japonaises se sont accrues de 4,5 %, soit deux fois moins que celles de la RFA. Ceci explique en partie la différence d'évolution des excédents des balances courantes. L'autre explication majeure est la dégradation prononcée des termes de l'échange que le Japon a subie en raison de la faiblesse du yen. L'excédent courant du Japon s'est nettement contracté tandis que celui de la RFA s'est fortement accru, de sorte qu'en 1989 ils ont atteint un montant identique en dollars, équivalent chacun à la moitié du déficit américain. La progression de l'excédent allemand s'est faite en grande partie au détriment des soldes des autres pays européens. Tandis que le déficit français restait modéré, ceux de l'Italie, de l'Espagne et du Royaume-Uni se sont en revanche considérablement creusés.

Les prix des matières premières et du pétrole ont suivi des évolutions opposées depuis le début de 1989.

Le raffermissement du marché pétrolier, amorcé au printemps, s'est confirmé au second semestre de 1989. Le prix du brut de mer du Nord

(1) Les événements politiques avaient joué dans le sens de l'appréciation du dollar entre mai et septembre : massacres de la place Tian Anmen, doutes sur la cohésion de l'OTAN face aux initiatives sur le désarmement de Gorbatchev, scandales financiers et victoire socialiste aux élections à la Chambre haute japonaise.

(Brent) atteignait 18,3 dollars au cours de cette période et approchait 20 dollars au premier trimestre de 1990. La progression encore significative de la consommation mondiale de pétrole, due pour une part croissante à l'augmentation rapide de la demande des zones en développement, et à l'accentuation de la baisse de la production pétrolière de la zone OCDE ont permis à l'OPEP d'accroître sa production de brut de 10 % sur l'ensemble de l'année. Dans ces conditions les pays membres de l'organisation ont pu à trois reprises (juin, septembre puis novembre 1989) décider d'augmenter le plafond de leur production, le portant à 22 millions de barils par jours (mbj) pour le premier semestre de 1990, au lieu de 18,5 mbj pour la même période de l'année précédente, sans que le niveau des prix en soit affecté.

Le retournement des marchés de matières premières non énergétiques, intervenu au deuxième trimestre de 1989, s'est confirmé depuis lors. La baisse des cours s'est poursuivie au second semestre, quoiqu'à un rythme plus modéré qu'au premier semestre. Cette modération est due à la relative stabilisation des prix des produits alimentaires, après la forte chute provoquée pendant l'été par la rupture de l'accord international sur le café, et à la bonne tenue des matières agricoles destinées à l'industrie, dont les prix sont restés remarquablement stables tout au long de l'année. A l'inverse les prix des métaux non ferreux ont chuté d'un tiers de janvier à décembre, la baisse étant particulièrement accusée pour le nickel, l'aluminium et le cuivre.

La demande d'importations des pays en développement est restée dynamique au second semestre, contribuant pour les deux tiers à l'accroissement des importations mondiales de produits manufacturés, dans un contexte de nette décélération de l'activité dans les pays industrialisés. Cette évolution peut sembler paradoxale au regard des contraintes financières qui continuent de peser lourdement sur la plupart de ces pays. Elle résulte pour une part des effets positifs différés de l'amélioration des termes de l'échange survenue pour les zones exportatrices de produits de base entre la mi-1988 et la mi-1989, amélioration qui s'est poursuivie pour les pays de l'OPEP au second semestre. Elle s'explique d'autre part par la poursuite des programmes de libéralisation des importations, tant dans les pays à croissance rapide d'Extrême-Orient que dans les pays soumis aux politiques d'ajustement structurel de la Banque mondiale et du FMI.

En définitive l'année 1990 semble s'ouvrir sur un mouvement de ralentissement conjoncturel généralisé mais différencié. Le Royaume-Uni et surtout les Etats-Unis y sont engagés plus précocement et plus profondément ; l'Extrême-Orient en subit le contrecoup en termes d'activité. L'Europe continentale en revanche pourrait être le lieu d'un infléchissement plus modéré. Cela s'entend toutes choses égales par ailleurs, car des chocs exogènes pourraient remettre en cause ces tendances profondes. Issus principalement des bouleversements intervenus en Europe de l'Est, ils pourraient modifier sensiblement les perspectives de croissance et d'inflation en Europe de l'Ouest et plus généralement les flux de capitaux à l'échelle mondiale. Ces incertitudes nouvelles venant se greffer sur d'autres plus classiques seront analysées avant que puisse être formulé un scénario pour la période 1990-1991.

Des chocs exogènes pourraient affecter le déroulement du cycle

Les incertitudes traditionnelles...

Le cycle américain...

Les Etats-Unis viennent d'enregistrer l'une des phases de croissance les plus longues de l'après-guerre, et les signes de ralentissement se sont clairement multipliés depuis quelques trimestres. La question qui se pose à présent est celle de l'éventualité d'une récession. Outre le fait que l'interprétation des cycles passés reste controversée, l'incertitude présente vient de ce que de nombreuses caractéristiques traditionnelles de l'économie américaine ont été modifiées voire bouleversées au cours de la décennie quatre-vingt.

D'une part les Etats-Unis sont devenus une économie plus ouverte sur l'extérieur, qu'on le mesure en termes de commerce de biens et services rapportés au PNB ou surtout de produits manufacturés (le taux de pénétration du marché intérieur est actuellement proche de 18 %, et la part de la production nationale qui est exportée proche de 10 %, contre 3 % dans l'un et l'autre cas au début des années soixante et 5 % au début des années soixante-dix). Cela est certes source de vulnérabilité à certains égards. Mais cela permet aussi de faire jouer au secteur extérieur un rôle contra-cyclique. Or aujourd'hui les exportations peuvent s'accroître d'autant plus rapidement, et les importations être freinées d'autant plus fortement, que le taux de change est favorable et que les capacités de production cessent d'être saturées.

D'autre part la phase de surchauffe qui préluait habituellement à la récession semble à présent bien maîtrisée pour deux raisons. La pause de l'année 1986 avait permis de résorber un certain nombre de tensions ; ainsi, le ratio endettement/revenu des ménages a cessé de s'accroître depuis cette date. La vigilance de la politique monétaire, jointe à une politique budgétaire prudente, a favorisé de moindres tensions sur les capacités de production et un comportement modéré des salaires de sorte que l'inflation s'accélère peu. En conséquence, les taux d'intérêt ont pu être abaissés dès le printemps 1989. S'agissant de la demande intérieure, il est clair que les biens durables de consommation ont connu un boom tel que leur accumulation va à présent baisser. Mais il n'est pas du tout certain que cela entraînera la baisse de l'ensemble de la

consommation des ménages, car leur part s'y est réduite au profit des services dont le comportement est beaucoup plus inerte.

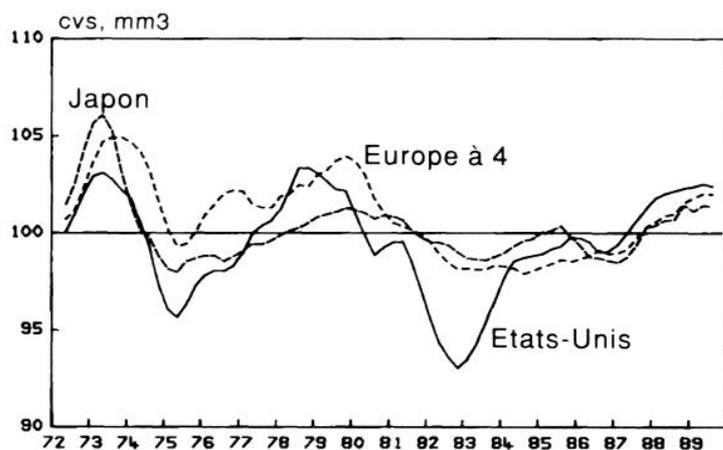
Dans ces conditions, spontanément, l'économie américaine pourrait s'acheminer vers le « *soft landing* » qui paraissait peu crédible il y a quelques semestres encore mais qui fait aujourd'hui figure d'hypothèse centrale. On n'a pas retenu ici l'opinion jusqu'ici majoritaire parmi les prévisionnistes américains, selon laquelle le creux de l'activité a déjà été atteint, l'année 1990 connaissant un redémarrage. Certes, l'activité s'est accrue très faiblement au quatrième trimestre 1989 et beaucoup plus vigoureusement au premier trimestre 1990. Mais il nous semble que cela reflète des aléas, non une tendance de fond. Le tremblement de terre en Californie et l'ouragan Hugo d'une part, l'hiver exceptionnellement rigoureux d'autre part expliquent largement ce creux puis ce rebond. Dans le scénario privilégié ici, l'activité se ralentirait en 1990, la production se tournant plus encore vers les marchés extérieurs, l'inflation se ralentirait un peu et une reprise pourrait intervenir dès le début de l'année 1991. Elle serait modérée tout d'abord parce que la production, n'étant pas tombée très bas, n'aurait pas à rebondir beaucoup. D'autre part, les déséquilibres qu'une récession pure traditionnellement perdureraient en partie, au premier rang d'entre eux un déficit extérieur toujours mal maîtrisé. L'éventualité d'un alourdissement de la fiscalité a été écartée par le président Bush pour cette année comme pour l'an prochain, et les dépenses ne seront pas comprimées, ce qui prolongera l'excès de demande intérieure.

A ce scénario central, retenu dans la présente chronique et développé dans la deuxième partie, est assorti un risque : celui que les Etats-Unis, tributaires de l'extérieur pour le financement de leur économie, ne se trouvent victimes d'un effet d'éviction. Les décisions de la Fed ne sont plus indépendantes de celles de la Bundesbank, contrairement à ce qui se passait dans les années soixante-dix. Les autorités monétaires américaines seraient assurément confrontées à un dilemme difficile si un appel de capitaux vers l'Europe ou un fort relèvement des taux d'intérêt japonais les poussaient à durcir leur attitude. Une hausse trop vive des taux américains fait courir le risque de faillites industrielles et financières en chaîne dans une économie fragile à cet égard. Les événements récents, dont le problème Drexel, en fournissent une illustration exemplaire ⁽²⁾.

...et ses conséquences pour l'Europe

Au cours des décennies récentes les fluctuations de l'activité américaine se sont reproduites avec une ampleur moindre et un décalage de quelques trimestres en Europe (graphique 2), un décalage temporaire

(2) Déjà les banques américaines sont poussées à plus de prudence qu'à l'accoutumée du fait de l'accumulation des créances douteuses. Ceci les amène parfois à interpréter dans un sens exagérément restrictif les consignes de modération des autorités de tutelle.



2. Rapport du PNB au PNB potentiel

Sources : calculs OFCE effectués à partir des données OCDE et FMI.

faible et souvent une ampleur atténuée au Japon. En matière de hausse des prix également l'Europe et le Japon ont longtemps fait preuve d'un certain suivisme.

La nature des liens de causalité impliqués dans ces phénomènes fait l'objet de controverses qui ne seront pas exposées ici en détail. Rappelons simplement qu'un certain consensus semble se dégager sur le fait que ces liens ont changé de nature au fil du temps. Durant les années cinquante et surtout les deux décennies suivantes, le commerce extérieur jouait un rôle essentiel mais bien évidemment non unique (le rôle des firmes multinationales notamment était loin d'être négligeable). Un tel schéma, qui concernait également les transmissions conjoncturelles entre pays de second rang, fondait la théorie des « locomotives ». C'est à ce titre par exemple que la RFA et le Japon avaient été incités à la fin des années soixante-dix à relancer leurs demandes intérieures pour tirer les autres pays. Au cours des années quatre-vingt les aspects commerciaux sont peu à peu passés au second plan derrière les aspects financiers, comme en témoigne le faible entraînement de la reprise américaine sur les économies européennes en 1983-1984 dans un contexte de taux d'intérêt réels élevés.

Encore faut-il s'entendre ⁽³⁾ sur les raisons pour lesquelles le niveau élevé des taux d'intérêt réels avait fait obstacle à la reprise en Europe et non aux Etats-Unis. Aux Etats-Unis la hausse des taux d'intérêt réels au début de la décennie intervenait dans un contexte de déréglementation et d'innovations financières qui libérait la demande de crédits des agents privés. L'amélioration des profits, favorisée par la politique budgétaire, allait de pair avec un redressement des anticipations de rentabilité qui rendait les taux pratiqués supportables. Un vaste mouvement de restructuration s'engageait dans le secteur productif qui alimentait l'endettement comme les perspectives de profit. Dans ces conditions la stimulation

(3) Cf. notamment Département des diagnostics de l'OFCE : «Le krach : avertissement sans frais», *Revue de l'OFCE* n° 23, avril 1988, Département des diagnostics de l'OFCE : «L'inflation sous calmant», *Revue de l'OFCE* n° 25, octobre 1988. J.-P. Fitoussi et J. Le Cacheux : «Une théorie des années quatre-vingt», *Revue de l'OFCE* n° 29, octobre 1989.

budgétaire de la demande et les gains de termes de l'échange rendaient possible une reprise de l'activité qui s'accommodait parfaitement de la persistance de taux réels élevés. La situation était alors tout autre en Europe. En 1983-1984, la déréglementation y était nettement moins avancée. Il était alors moins facile pour les agents privés d'accéder à des crédits gagés sur toutes sortes d'actifs. Les entreprises étaient nettement plus endettées qu'aux Etats-Unis et les perspectives de restructuration et de profits étaient loin de se situer au même niveau. Dans ces conditions la hausse des taux avait un impact beaucoup plus sensible sur le bilan des entreprises et sur la demande de crédit des agents privés. La nécessité pour les entreprises de redresser leur autofinancement les conduisait à peser sur le partage de la valeur ajoutée en freinant la hausse des coûts salariaux unitaires. La dépréciation des monnaies européennes les autorisait à relever substantiellement leurs marges. L'importance de l'effet déflationniste de la hausse des taux s'expliquait ainsi par le contexte particulier dans lequel elle intervenait. Cet effet était en outre renforcé par le comportement pro-cyclique des politiques budgétaires qui privilégiaient, elles aussi, l'assainissement des bilans financiers. On comprend mieux ainsi pourquoi l'onde de croissance américaine ne s'était que modérément propagée à l'Europe.

Dans le contexte actuel, la baisse des taux américains, qui trouve son origine dans le ralentissement spontané de l'économie et dans les efforts réels de réduction du déficit budgétaire, n'aura pas pour l'Europe des effets simplement symétriques à ceux décrits précédemment. Dans la mesure où le dollar sera passagèrement affaibli par la baisse des taux américains, une détente des taux européens (non japonais) devient théoriquement possible. Sa mise en œuvre sera toutefois conditionnée par les marges de manœuvre des politiques monétaires, qui sont actuellement limitées par les tensions persistantes sur les capacités de production et, en RFA, par les craintes liées aux effets de l'union monétaire. En d'autres termes une détente des taux courts en Europe, loin de présager un retour au rythme de croissance de l'activité au niveau élevé atteint au premier semestre 1989 (+ 4,4 % dans la CEE), serait le signe d'une poursuite de la décélération de l'activité, dont le ralentissement du commerce international est l'une des causes majeures.

Quoiqu'il en soit, il est vraisemblable que les mécanismes de transmission internationale des fluctuations conjoncturelles sont à nouveau en train de se transformer, mettant cette fois-ci en cause le sens des relations de causalité. Le temps n'est plus où des excédents japonais en quête de placement se tournaient massivement vers les Etats-Unis faute de possibilités de diversification. Aujourd'hui non seulement des placements alternatifs existent, au Japon même et en Europe, mais encore le pays qui dispose désormais de l'excédent le plus important — la RFA — a les yeux tournés vers l'Est. En prévision, la politique monétaire américaine ne peut plus être considérée comme indépendante ; elle est au contraire fonction des décisions effectives et anticipées à la fois des marchés de capitaux et des autorités monétaires nippones et surtout allemandes. Ceci ne concerne peut-être pas l'ensemble de la décennie quatre-vingt-dix, mais assurément les années 1990 et 1991 ici sous revue.

Les effets anticipés de 1993

Les mesures prises en vue de constituer le marché unique européen n'ont guère entraîné de bouleversements jusqu'à présent. D'un point de vue institutionnel, les décisions prises au cours des mois récents ont principalement concerné les changes. La plupart des pays ont anticipé de quelques mois les obligations communautaires en levant ce qui restait des contrôles dès le début de l'année 1990. Les décisions concernant la lire relèvent de la même logique. Sa bande de fluctuation autour du cours pivot au sein du SME a été ramenée de 6 % aux 2,25 % qui concernaient les autres monnaies. Dans le même temps, la parité centrale était dévaluée de 3,5 %, ce qui était relativement peu compte tenu de la perte de compétitivité accumulée au cours des années récentes. La lire s'est trouvée raffermie par ces décisions qui réduisent le risque d'oscillations importantes du taux de change. Par comparaison, la situation britannique apparaît de plus en plus instable. La sterling, qui ne peut compter que sur les taux d'intérêt britanniques pour assurer sa défense, entraîne ceux-ci vers des niveaux toujours plus élevés.

Cette libéralisation n'a pas entraîné de modifications importantes dans les flux de capitaux. Il est vrai que les prestations de services, l'installation d'institutions financières dans des pays étrangers, ne sont pas encore libres. Des fluctuations de plus grande ampleur pourraient apparaître lorsque le marché financier sera complètement intégré. Toutefois non seulement les niveaux d'inflation sont relativement proches, mais encore la fiscalité des placements tend à se rapprocher. Les tentatives d'obtenir de tous les pays, notamment du Luxembourg, que soient instaurées des retenues à la source ou que soit levé le secret bancaire ont globalement échoué. On s'achemine donc vers une imposition nulle des revenus des placements des ménages dans tous les pays de la Communauté. Dans ces conditions, les capitaux ne seront guère incités à franchir massivement les frontières sauf si des rémunérations réellement plus attractives étaient ici ou là proposées pour des raisons spécifiques. En matière fiscale par ailleurs les négociations n'ont guère progressé sur le rapprochement des taux de TVA et rien n'indique qu'elles le feront rapidement. Les gouvernements se sont d'une certaine manière mis d'accord pour ne rien faire. Il est peu probable qu'un relèvement des taux de TVA allemands intervienne au cours des prochains semestres pour financer en partie les dépenses liées à l'intégration de la RDA, contrairement à ce qui avait pu un temps être envisagé. Une telle mesure en effet se traduirait par une élévation du niveau des prix que souhaitent éviter aussi bien les autorités fédérales que la Bundesbank.

Les trimestres prochains ne seront vraisemblablement pas plus marqués que les trimestres récents par des investissements massifs en capital fixe destinés à anticiper la réalisation du grand marché. Il n'y a guère de délocalisations/relocalisations des productions industrielles entre pays de la CEE. Deux autres types de réactions apparaissent en revanche avec netteté. D'une part, afin de se prémunir contre d'éventuelles actions protectionnistes de la «forteresse Europe», des capitaux

japonais et surtout américains affluent sous forme d'investissements directs vers certains pays, au premier rang l'Espagne. Ils s'accompagnent effectivement d'un accroissement du stock de capital physique. D'autre part de vastes mouvements de restructuration industrielle et financière sont en cours, soit entre partenaires européens soit par alliance entre des capitaux européens d'un côté, américains ou japonais de l'autre. Le secteur automobile est l'exemple le plus spectaculaire en ce début d'année avec la conclusion des accords Renault-Volvo et Daimler-Mitsubishi.

Plus discrètement enfin la politique agricole commune est parvenue au cours des semestres récents à amenuiser considérablement les stocks de blé, de lait et de bovins, en procédant pour les deux derniers secteurs à des abattages massifs de bétail ⁽⁴⁾. La Communauté a supporté l'essentiel des coûts liés à cette remise en ordre des marchés mondiaux, et continuera à négocier au sein de l'*Uruguay Round* pour que les Etats-Unis n'en retirent pas tous les profits. Au cours des semestres à venir comme durant les années récentes, le secteur agro-alimentaire constituera un enjeu majeur dans la rivalité Europe/Etats-Unis, tant en matière d'échanges bilatéraux que de la confrontation sur les marchés tiers. Le rééquilibrage des soldes courants en dépend dans une mesure non négligeable.

...et des mutations structurelles...

La déréglementation financière au Japon

Une série de dérèglements survenus dans la sphère financière japonaise a mis en lumière le fait que tout ne fonctionnait pas idéalement dans ce que certains ont appelé «l'empire du malaise levant». Le plus spectaculaire a pour le moment concerné la Bourse de Tokyo, où les chutes se succèdent depuis le début de l'année (cf. la planche VI.5 du cahier de graphique à la fin de la Revue). Jusqu'à la fin de 1989 l'excellente tenue de la Bourse s'était appuyée sur la nette amélioration des profits, qui avaient bien surmonté les problèmes de compétitivité posés par le niveau élevé du yen, et sur une forte progression des liquidités sur fonds de déréglementation financière. Or la situation récente se caractérise simultanément par une baisse sensible du taux d'épargne des ménages, une réduction rapide de l'excédent commercial et une accélération des flux d'investissements directs des entreprises à l'étranger. De 1987 à 1989 les sorties de capitaux à ce titre sont passées de 20 à 42 milliards de dollars tandis que les achats d'actions étrangères doublaient de 4 à 8 milliards. De même que les entreprises américaines dans les années cinquante et soixante, les entreprises japonaises cherchent

(4) Cf. A.Gubian et J. Le Cacheux : «Le lait ou l'argent du lait : le délicat réglage de l'offre», *Lettre de l'OFCE* n° 73, 30 mars 1990.

à élever la part de leur production réalisée à l'étranger. L'objectif pour la fin de la décennie est de la porter à 20 %, au lieu de 5 % actuellement.

Cette situation nouvelle pèse d'autant plus sur le yen que les taux d'intérêt ont été maintenus jusqu'ici à des niveaux artificiellement bas. Dans ces conditions l'intention manifestée par le nouveau gouverneur de la Banque centrale d'éponger l'excès de liquidités en circulation dans l'économie a stimulé les anticipations d'un ajustement à la baisse des marchés financiers, et ce d'autant plus que les cours de nombreux titres étaient manifestement surévalués. L'attitude de la Banque centrale s'explique par la crainte de nouveaux dérapages des prix, après l'accélération du second semestre de 1989 (+ 2,6 % en rythme annuel, après + 1,4 % au premier semestre). Certes une partie en est imputable à l'introduction de la taxe sur la consommation. L'évolution des prix intérieurs reste en outre modérée au regard des tensions existantes sur les marchés des facteurs de production : les capacités productives sont proches de la saturation et la pénurie de main-d'œuvre entraîne un recours accru à l'immigration (souvent clandestine). Mais les négociations salariales de printemps se déroulent sur la base de revendications élevées, certains syndicats réclamant des hausses de 8 à 9 %, nettement supérieures aux gains de productivité. A cela s'ajoute la flambée ininterrompue du prix des terrains. Celle-ci, en désolvabilisant la demande potentielle d'accession à la propriété des logements, tend à accroître la propension à consommer des ménages.

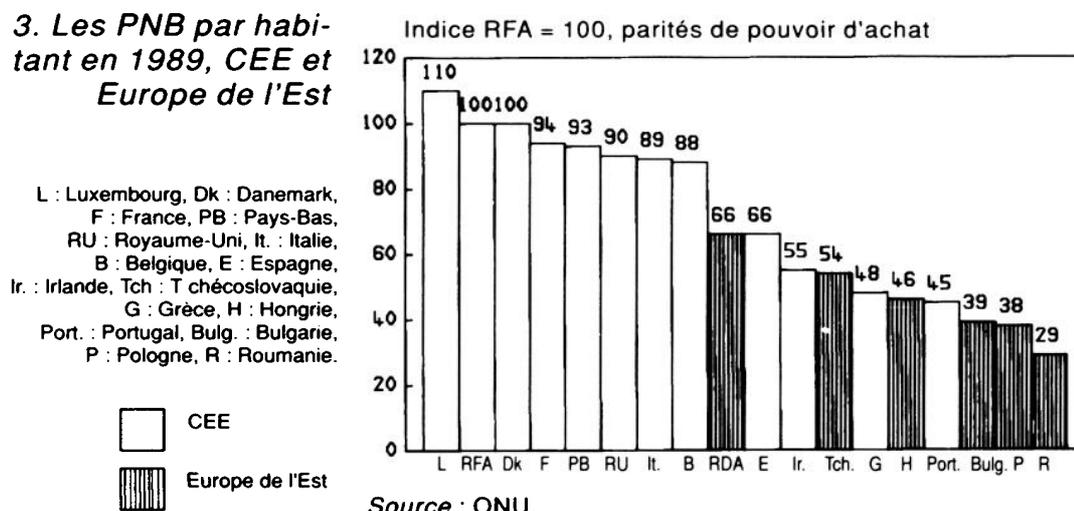
La déréglementation financière qui intervient au Japon plusieurs années après celle qui a marqué les Etats-Unis, puis l'Europe, semble produire les mêmes effets en termes d'émergence d'une demande de crédit qui jusque-là ne pouvait pas s'exprimer. Cela conduit d'une part les taux d'intérêt à augmenter spontanément, d'autre part la Banque centrale à durcir sa politique. En 1989, alors qu'il n'avait pas été augmenté depuis huit ans, le taux d'escompte a été relevé à trois reprises. La crainte d'un nouveau relèvement soulevée par les déclarations de la Banque centrale à la vue de l'augmentation de la masse monétaire en janvier a provoqué une chute du prix des obligations puis des actions. Le résultat des élections à la Chambre des députés n'a pas amélioré la situation : la victoire du Parti libéral, anticipée par les milieux d'affaires, ne les a pas rassurés. A la fin mars, le taux d'escompte a de nouveau été relevé d'un point, à 5,25 %.

Au cours des mois à venir, le souci de ne point perturber plus avant la Bourse incitera les autorités monétaires à ne pas relever davantage les taux d'intérêt. Mais si l'inflation venait à s'accélérer et le yen à s'affaiblir encore, elles s'y résigneraient néanmoins. Les banques japonaises sont déjà pénalisées par les hausses récentes, car elles doivent désormais lever aux taux libres du marché les deux tiers de leurs fonds, contre moins du tiers au début des années quatre-vingt. Les entreprises ont à subir des coûts plus élevés pour financer leur expansion, car face aux incertitudes en matière d'obligations et d'actions elles recourent de manière croissante aux crédits bancaires. L'instabilité financière apparue au Japon ces derniers mois risque de se prolonger au cours des prochains trimestres.

L'ouverture à l'Est

Les bouleversements en cours en Europe de l'Est concernent une zone moins homogène encore que la CEE. Une indication simple (et nécessairement fruste) en est fournie par le niveau de PNB par habitant (graphique 3). Certains pays d'Europe de l'Est semblent à cet égard dans une situation aussi bonne, voire meilleure, que les pays du Sud de la CEE⁽⁵⁾. Leur population est moins nombreuse que celle des pays réellement pauvres (tableau 1) ; ils bénéficieront sans doute le plus à court terme de l'ouverture à l'Ouest. A l'intérieur même de ce petit groupe la RDA occupe une place à part.

3. Les PNB par habitant en 1989, CEE et Europe de l'Est



1. La population en Europe de l'Est et dans la CEE

En millions

	Groupe riche		Groupe intermédiaire		Groupe pauvre	
CEE	Luxembourg	1	Espagne	39		
	RFA	61	Irlande	4		
	Danemark	5	Grèce	10		
	France	56	Portugal	10		
	Pays-Bas	15				
	Royaume-Uni	57				
	Italie	57				
	Belgique	10				
	Total	262	Total	63		
Est			RDA	16	Bulgarie	9
			Tchécoslovaquie	15	Pologne	38
			Hongrie	11	Roumanie	23
			Total	42	Total	70

Sources : OCDE, ONU.

(5) La comparaison trouve toutefois rapidement ses limites, dans la mesure où les pays de l'Est perdront les degrés de liberté liés à leur politique d'isolement.

En proposant sa monnaie à la RDA, la RFA a affiché sa volonté de rebâtir l'économie est-allemande. Le résultat des élections est-allemandes montre que cette volonté est partagée, même si les enjeux ne sont pas tous clairement perçus et si les inconvénients immédiats du passage à une économie de marché sont sous-estimés. Les échéances envisageables sont d'autant plus malaisées à apprécier qu'elles sont fortement dépendantes de décisions politiques. D'une part, les élections ouest-allemandes de décembre prochain semblent impliquer une accélération du processus, ou du moins la mise en œuvre rapide de ses premières étapes, c'est-à-dire de celles qui sont le plus indolores à l'Est comme à l'Ouest. D'autre part, la rapidité des réformes ne dépend pas seulement de leur rationalité économique mais aussi des espoirs des populations concernées ; des modifications concrètes (et positives) du niveau de vie sont urgentes faute de quoi l'immigration s'accélèrera encore, posant de toutes façons des problèmes économiques. Il est vrai que l'homogénéisation des deux zones et le rapprochement des niveaux de productivité passent par un transfert de capitaux dans un sens et un transfert de main-d'œuvre dans l'autre. Mais l'ampleur du second doit être limitée, faute de quoi le système productif est-allemand risque de se désintégrer.

Lorsque deux zones ont une monnaie unique, les déséquilibres ne sont plus corrigés par le taux de change mais par des variables réelles. L'imposition d'une monnaie commune, surtout si le taux de change doit finalement être celui de 1 ost-mark pour 1 deutschemark, implique une remontée rapide du niveau de la productivité est-allemande. Celui-ci avait été estimé il y a quelques années par l'institut de recherche DIW de Berlin-Ouest à la moitié du niveau ouest-allemand. Des informations récentes plus complètes tendraient à le ramener à seulement 30 %. Les investissements en capital exigés par une telle situation sont assurément élevés. Une large partie du capital productif des entreprises s'avère obsolète : les installations existantes semblent sensiblement plus anciennes et moins performantes que celles des économies de marché ; pour les biens de consommation et d'équipement elles répondent rarement aux impératifs de choix et de qualité communs aux sociétés développées ; pour certains biens intermédiaires, notamment les produits chimiques et les combustibles, elles sont trop polluantes pour pouvoir être utilisées dans l'avenir. Dans tous ces cas la production et la productivité future sont directement conditionnées par l'ampleur des investissements futurs. Pour la seule industrie le capital à constituer se chiffre en centaines de milliards de DM, probablement autour de 300, si l'on vise à atteindre en RDA le niveau moyen de productivité ouest-allemande, à supposer que l'environnement des entreprises (infrastructures, qualités de la main-d'œuvre et de la gestion, accès aux marchés financiers...) soit identique.

Sur la partie restante de l'appareil de production, des gisements de productivité importants peuvent être exploités en réorganisant le facteur travail, en transformant le chômage déguisé en chômage véritable. Volkswagen par exemple entend réduire des deux tiers le nombre de salariés nécessaires à la production automobile envisagée sur le sol de la RDA, même en y incluant ses projets d'investissement. Le taux de chômage pourrait rapidement atteindre 20 %. Afin d'éviter une explosion politique et sociale, les chômeurs seront indemnisés. C'est l'un des premiers coûts tangibles de l'unification. Les dispositifs réglemen-

taires sont déjà programmés, ainsi que ceux concernant les pensions. Le coût annuel en est estimé à 20-25 milliards de DM. Les partisans de l'unification font remarquer que le «coût de la non-unification» serait du même ordre de grandeur à présent que la frontière est ouverte, car chômeurs et retraités afflueraient en RFA s'ils ne bénéficiaient pas de ces prestations chez eux. La législation ouest-allemande semble toutefois sur le point d'être modifiée afin d'enrayer l'immigration : les nouveaux arrivants ne pourraient plus bénéficier de ces prestations. Par ailleurs, le coût des infrastructures nécessaires au bon fonctionnement de l'économie de marché est estimé à 50-100 milliards annuellement, dans l'hypothèse où l'effort de mise à niveau s'étalerait sur une décennie. Entre 70 et 125 milliards de DM seraient donc nécessaires en 1990, puis en 1991 pour financer l'unification allemande. Ces montants considérables soulignent la difficulté de la tâche à accomplir, et montrent à l'évidence que la RFA est incapable d'y pourvoir seule, ce qui explique son insistance à associer le maximum de partenaires étrangers à cette tâche de reconstruction. En effet la rentabilité des investissements réalisés en RDA sera étroitement dépendante de la masse critique que la RFA sera à même de susciter. L'ampleur des sommes en jeu laisse par ailleurs penser que la mise à niveau de la RDA ne pourra être opérée dans un laps de temps aussi court que celui déclaré par les autorités politiques en cette période pré-électorale.

Au-delà du problème de l'unification monétaire et économique allemande, les années 1990 et 1991 seront marquées par les bouleversements économiques dans l'ensemble de l'Europe de l'Est. A horizon si court, les difficultés rendent illusoire un développement auto-entretenu de ces pays. L'introduction des mécanismes de marché y est dans un premier temps plus déstabilisante que dynamisante, l'effort de désengagement de l'Etat révélant l'ampleur des déséquilibres internes. Les difficultés rencontrées par les deux pionniers en la matière, Pologne et Hongrie, montrent que le processus engagé est d'autant plus récessif qu'il hérite de déséquilibres antérieurs. Le système des prix relatifs, détaché des réalités de la concurrence internationale, est verrouillé par un important réseau de subventions. Or le rétablissement de la liberté des prix s'avère fortement inflationniste en l'absence d'une concurrence régulatrice. En Pologne, l'aggravation de la spirale inflationniste a conduit à une crise économique généralisée ; le plan de stabilisation adopté en conséquence aura un coût très lourd en termes de chute de la production industrielle, de chômage et de baisse du niveau de vie. Par ailleurs la recherche d'une réelle décentralisation n'a fait pour le moment qu'accroître la désorganisation du processus de production.

Dans ces conditions, pour les pays occidentaux, l'accroissement des débouchés sera proportionnel à l'aide consentie. L'absence de dynamisme spontané n'interdit pas aux pays de l'OCDE de profiter de l'ouverture des pays de l'Est, d'autant que la part des échanges internes au COMECON devrait régresser sous l'effet des politiques visant à libéraliser le commerce extérieur. Un courant dynamique d'importations en provenance de l'Ouest pourrait en résulter mais il est conditionné par plusieurs éléments. En premier lieu, en l'absence de solvabilité, un certain transfert de capitaux est nécessaire pour financer le développement des échanges. En second lieu, la rareté des devises est présentée comme un obstacle important au développement du commerce extra-zone du

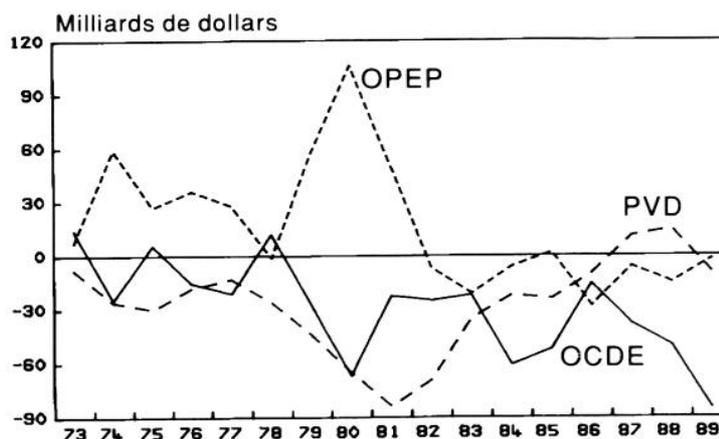
COMECON. La convertibilité des monnaies permettrait peut-être de mieux insérer les pays de l'Est dans l'économie mondiale, et il semble que l'URSS s'achemine rapidement vers cette voie. Toutefois les tentatives faites en ce sens par la Pologne ont abouti à la fixation par le marché d'un taux de change extrêmement bas. La perte de pouvoir d'achat de la monnaie nationale est défavorable aux importations et ne stimule que modérément les exportations handicapées par une spécialisation inadéquate. La libre convertibilité ne semble dès lors pas devoir être à court terme la clé du développement des échanges Est-Ouest. En troisième lieu, il n'est pas possible de préconiser l'accès aux marchés de l'Est en protégeant ceux de l'Ouest pour les produits à faible contenu technologique où les faibles coûts salariaux assurent un avantage compétitif. Un certain nombre de quotas ont bien été levés sur les importations en provenance de Hongrie et de Pologne mais non point ceux qui concernent les produits les plus sensibles (textile, acier). Ces pays sont désormais soumis au même traitement que les bénéficiaires du système général de préférence communautaire. D'autres accords sont en cours de négociation. La réciprocité des échanges constitue une condition indispensable au développement auto-entretenu du commerce Est-Ouest, mais il n'est pas certain qu'elle soit rapidement étendue : les secteurs qu'elle menace en Europe occidentale ne sont pas les mêmes que ceux qui peuvent espérer exporter. En termes géographiques, ici encore l'ouverture de l'Europe de l'Est pourrait porter préjudice à l'Europe du Sud.

...risquent de perturber les marchés de capitaux

Les incertitudes qui viennent d'être évoquées soulèvent la question des mouvements de capitaux à l'échelle mondiale. La configuration des créanciers et des débiteurs est en train de se transformer. Le contenu et l'ampleur des flux de capitaux, et les prix auxquels ils s'effectueront, constituent des éléments déterminants des évolutions qui s'opèreront dans la sphère réelle de l'économie.

La physionomie des balances courantes à l'échelle mondiale n'a cessé de se transformer depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. Pour simplifier à l'extrême on pourrait dire que les décennies cinquante et soixante ont été caractérisées par le recyclage des excédents de l'OCDE vers les PVD. Les années soixante-dix ont été la période du recyclage des pétro-dollars, en bonne partie vers les autres pays en voie de développement. Les années quatre-vingt ont été principalement marquées par le recyclage des nippo-dollars, en grande partie vers les Etats-Unis et au détriment des PVD contraints de retrouver l'équilibre des paiements courants (graphique 4) dans un contexte de taux d'intérêt réels élevés. Le déficit de la balance courante de la zone OCDE s'est

4. Soldes des balances courantes



Source : OCDE.

considérablement creusé en 1989, quoiqu'une partie de la détérioration soit imputable aux carences statistiques et non à la réalité économique (le « trou noir » constitué par le solde des balances courantes agrégées au niveau mondial est pour le moment estimé à 85 milliards de dollars en 1989 contre 45 l'année précédente). Les années quatre-vingt-dix s'ouvrent sur des incertitudes concernant la nature géographique des créanciers aussi bien que des débiteurs potentiels.

Le déficit courant américain, qui s'était amenuisé de près de 20 milliards de dollars en 1988, n'a que peu diminué en 1989 ; il reste supérieur à 110 milliards. Il baissera sans doute un peu en 1990 et 1991, mais de manière limitée et beaucoup moins marquée que ce que nous anticipions lors de nos dernières prévisions. La hausse inattendue du dollar en ce début d'année, passagère vis-à-vis du DM, plus durable vis-à-vis du yen, a pour effet de dévaloriser les stocks d'actifs exprimés en dollars détenus à l'étranger par des agents américains et donc de réduire les revenus en dollars de ces actifs. Dans un contexte d'alourdissement de la charge de la dette extérieure, ceci empêchera une nette amélioration à l'horizon de 1991.

Le problème du financement américain, quand bien même il se réduit en proportion du PNB des Etats-Unis, n'est pas résolu pour autant. Les autres gros déficits (tableau 2) pourraient se réduire un peu. L'Australie enregistrera sans doute une amélioration sous l'effet d'une politique monétaire vigoureusement restrictive. Le solde de la CEE, excédentaire depuis 1983, mais quasiment nul en 1989, recouvre au cours des années récentes un déficit grandissant de la CEE hors RFA (La France est l'un des rares pays à être dans une situation proche de l'équilibre). Les trois pays de la CEE qui manifestent les plus gros déficits extérieurs (Italie, Espagne et surtout Royaume-Uni) peuvent en attendre une contraction en 1990 et 1991, grâce notamment à des exportations accrues vers la RFA, mais aussi, dans le cas des deux derniers pays, sous l'effet de moindres entrées nettes de capitaux. Les débiteurs occidentaux sont donc nombreux. Il faut leur ajouter, potentiellement, les PVD et l'Europe de l'Est.

2. Soldes des balances courantes des pays membres de l'OCDE
en 1989

En milliards de dollars (% du PNB)

	CEE		Non CEE	
Excédents	RFA	+ 61 (4,9)	Japon	+ 61 (2,1)
	Pays bas	+ 5 (2,1)	Suisse	+ 7 (3,5)
	Belgique	+ 4 (2,2)	Norvège	+ 2 (1,8)
	Irlande	+ 1 (1,7)	Turquie	+ 1 (0,6)
			Nouvelle Zélande	0 (0,0)
	Sous-total	+ 71	Sous-total	+ 71
Déficits	Portugal	- 1 (1,5)	Islande	0 (1,8)
	Danemark	- 2 (1,4)	Autriche	- 1 (0,1)
	Grèce	- 3 (4,7)	Finlande	- 4 (4,0)
	France	- 4 (0,4)	Suède	- 4 (2,0)
	Espagne	- 12 (3,2)	Canada	- 14 (2,7)
	Italie	- 12 (1,4)	Australie	- 17 (6,7)
	Royaume-Uni	- 32 (3,7)	Etats-Unis	-113 (2,3)
		Sous-total	- 66	Sous-total

Source : OCDE.

Il n'existe au niveau mondial qu'un seul pays n'appartenant pas à l'OCDE dégagant un excédent d'ampleur significative : c'est Taiwan, avec 10 milliards de dollars en 1989 (la Corée du Sud n'affiche qu'un solde de + 5 milliards). Il n'existe par ailleurs que deux excédents conséquents au sein de l'OCDE. Celui du Japon s'est nettement réduit (87 milliards en 1987, 80 en 1988, 60 en 1989). Celui de la RFA a suivi l'évolution inverse (45 puis 49 et enfin 60 milliards de dollars). L'un comme l'autre vont sans doute s'effriter au cours des deux prochaines années, mais pour rester supérieurs à 50 milliards de dollars (chacun). Dans l'immédiat, la situation n'est plus celle d'une simple confrontation entre un déficit américain et un excédent japonais. La RFA retrouve un rôle d'arbitrage d'autant plus important que les demandes nouvelles de capitaux vont provenir d'Europe du Sud et d'Europe de l'Est.

D'un strict point de vue économique, les exportations de capitaux vers l'Europe de l'Est devraient servir à rebâtir les infrastructures et procéder à des investissements productifs. Mais ce que demandent les populations concernées, c'est une élévation immédiate de leur niveau de vie, et donc une consommation financée à crédit. Le danger impliqué par la première voie est une désillusion rapide quant aux bienfaits procurés par l'économie de marché, venant s'ajouter à la désillusion concernant l'économie socialiste, ce qui est porteur de troubles politiques. Le danger impliqué par la seconde voie est de créer dans cette région du monde un problème d'endettement rapidement comparable en nature et en ampleur à celui de l'Amérique latine (tableau 3). Le problème ne se pose toutefois pas en termes aussi insolubles, car beaucoup dépend de la nature des flux de capitaux. Or tous ne consisteront pas en prêts du secteur bancaire, bien au contraire. L'apport de fonds publics apparaît indispensable pour amorcer le processus de restructuration. D'une part

les banques privées sont réticentes. D'autre part il faut créer les conditions minimales d'attraction des capitaux privés : aide au développement des infrastructures, alimentation de fonds de stabilisation destinés à soutenir la convertibilité des monnaies, garanties aux investissements privés, financement de besoins immédiats (alimentaires, sociaux...).

3. Endettement comparé de l'Europe de l'Est et de l'Amérique latine. Dette nette/exportations de biens et services

En années d'exportation

Europe de l'Est		Amérique latine	
Pologne	4,3	Argentine	4,7
Hongrie	2,7	Pérou	4,7
Bulgarie	1,8	Mexique	3,0
RDA	1,1	Brésil	2,9
URSS	0,8	Vénézuéla	2,2
Tchécoslovaquie	0,8	Chili	1,9
Roumanie	0,4	Colombie	1,8
Total zone en milliards de dollars :	97		386

Sources : Banque mondiale, Deutsche Bank.

Pour l'Europe de l'Est hors URSS, les conclusions d'accords avec le FMI, la mise en place de la BERD, et l'engagement croissant de la Banque mondiale assurent plus de 30 milliards de dollars de transferts de capitaux publics d'ici trois ans (en comparaison, le commerce de l'OCDE avec cette zone atteint annuellement 45 milliards). L'apport de fonds privés pourrait doubler ce montant, mais il s'agit là d'une hypothèse forte. L'investissement direct bénéficiera sans doute de la libéralisation du droit de propriété, notamment de la possibilité d'aller au-delà de *joint ventures* possédées à 49 % maximum et de la modification des systèmes fiscaux qui pourraient autoriser le rapatriement de tout ou partie des bénéfices. Pour le moment les pays d'Europe de l'Est souhaitent privilégier les *joint ventures* afin de bénéficier de transferts de technologie et de desserrer la contrainte extérieure ; mais si beaucoup de projets ont été avancés, peu semblent devoir se concrétiser. Géographiquement, comment les choses peuvent-elles se passer ? Pour le moment, la CEE occupe une place prédominante dans l'aide accordée aux pays de l'Est, et parmi les pays de la CEE l'apport allemand est aujourd'hui de loin le plus important. Les Etats-Unis apparaissent, sous forme de *joint ventures* au troisième rang derrière la RFA et l'Autriche. Le Congrès serait par ailleurs prêt à voter des aides, mais l'administration Bush y est pour le moment hostile. Quant aux forces du marché, elles semblent provoquer une dollarisation rapide de la Pologne et de la Tchécoslovaquie. Le Japon en revanche fait preuve d'attentisme ; il est en tous cas quasiment absent d'Europe de l'Est.

A l'échelle mondiale, se pose la question des effets d'éviction des difficultés pour certaines zones à se procurer des capitaux. Les PVD pourraient être contraints de maintenir un excédent de leur balance

courante, tandis qu'un pays tel que l'Espagne serait privé d'investissements directs désormais effectués en Europe de l'Est (c'est notamment ce qui est en train de se dessiner pour les projets automobiles des constructeurs allemands).

En ce qui concerne l'évolution des taux d'intérêt, la demande de financement des pays de l'Est renforcera la tendance de fond des années à venir, celle d'une permanence de taux d'intérêt réels élevés. La déréglementation financière aux Etats-Unis, puis en Europe occidentale, et maintenant au Japon, alimente dans les pays de l'OCDE une demande sans cesse croissante de crédits émanant tant des entreprises que des ménages. L'épargne intérieure de ces pays ne s'accroît guère ; elle aurait même tendance à fléchir au Japon.

Il n'est pas certain pour autant que les taux d'intérêt doivent augmenter au cours des prochains mois. On peut même attendre une légère détente d'ici la fin de 1990 avant que ne s'amorce un mouvement haussier. En effet en RFA le niveau actuel des taux d'intérêt est en partie imputable aux craintes inflationnistes. Or celles-ci sont peu fondées, ou plus exactement il n'y a guère à redouter que les prix à la consommation dépassent un rythme de 3 %. Lorsque ce fait deviendra patent, et notamment lorsque les négociations salariales auront été conclues et que les incertitudes concernant le coût de l'union monétaire avec la RDA se seront estompées, les taux courts nominaux pourront enregistrer une certaine baisse. Cela autorisera une poursuite de la baisse des taux américains en relation avec la faiblesse de l'activité des Etats-Unis et permettra d'éviter une tension supplémentaire des taux japonais. Cela autorisera également les taux longs à redevenir supérieurs aux taux courts. En 1991 par contre, la demande mondiale de capitaux deviendra d'autant plus forte que les Etats-Unis s'engageront à nouveau dans une phase de croissance économique. Les tendances de fond à la hausse des taux, courts et longs, recommenceront alors à se traduire dans les faits (cf. le tableau 8 résumant en fin de chronique les principales hypothèses chiffrées).

Les taux de change ne subiront guère de bouleversements dans un tel contexte. La confiance dans le DM reviendra sans doute vers la mi-1990, lorsque les perspectives d'unification allemande se clarifieront. Mais c'est une remontée modérée que l'on peut attendre vis-à-vis du dollar, une parité se situant entre 1,60 et 1,70 DM étant compatible avec les objectifs d'inflation importée. Au sein du SME, l'apparition de fortes tensions ne semble pas l'hypothèse la plus probable. Les rythmes de hausse des prix de la France et de la Belgique seront très proches de celui de la RFA, celui des Pays-Bas lui restera inférieur. L'Italie, qui est dans une situation différente, vient de procéder à un ajustement. Le cas de la livre est différent, et il n'est pas impossible que la question de son entrée dans le SME soit de nouveau à l'ordre du jour d'ici la fin de 1991.

Tout ceci constitue le scénario central, celui qui semble pour le moment le plus plausible. Les risques sont clairement situés du côté d'une hausse des taux d'intérêt dès l'année 1990, à partir de niveaux déjà élevés en termes réels. L'éventualité d'une baisse plus marquée des taux d'intérêt a une moindre probabilité ; elle traduirait la réaction des autorités

monétaires face à des craquements de la sphère financière. La volonté d'éviter une récession conduirait alors à reléguer au second rang les préoccupations en matière d'inflation ; il s'ensuivrait des turbulences sur les marchés des changes, sauf si le degré de coopération internationale était élevé. En tout état de cause, il est peu vraisemblable que la Bundesbank adopte au cours des prochains trimestres une attitude aussi rigide que par le passé. La volonté politique dans les deux Allemagne d'opérer l'union monétaire coûte que coûte contraint les autorités monétaires de la RFA à plus de souplesse.

Le creux conjoncturel sera amorti par les bouleversements en Europe

La RFA, locomotive de l'Europe ?

En RFA, la croissance du PNB s'est encore accélérée en 1989 pour dépasser légèrement 4 %. Le cycle amorcé en 1987 entre toutefois dans une phase de ralentissement comme en témoignent plusieurs indicateurs. La production de biens intermédiaires ne connaît plus de croissance rapide ; dans ce secteur les entrées en commandes étrangères diminuent à la fin de 1989 et au début de 1990, tandis que les commandes nationales croissent simplement moins. Une décélération marque aussi la production de biens d'équipement, avec un fléchissement identique du taux de croissance des entrées en commande nationales et étrangères. La production de biens de consommation en revanche continue de progresser vivement. Le taux d'utilisation des capacités de production industrielles a continué de s'accroître durant les derniers mois de 1989 mais plus lentement, reflétant à la fois l'ampleur de l'investissement effectué au cours des semestres précédents et la moindre progression de la production.

Mais deux chocs exogènes viennent perturber le déroulement spontané du cycle. Le plus ample dans l'immédiat est la réforme fiscale. Après la réduction d'impôt de 1988, la politique budgétaire avait été durcie en 1989 avec le relèvement des impôts indirects. Une croissance économique plus rapide que prévu avait gonflé les recettes et limité les dépenses sociales de telle manière que les administrations publiques ont dégagé un excédent inattendu. L'année 1990 est marquée par la mise en place de la troisième étape de la réforme fiscale. Celle-ci abaisse de 56 à 50 % le taux d'imposition des bénéfices non distribués, mais concerne surtout les ménages : les taux de l'imposition sur le revenu sont diminués, et le barème est linéarisé. En dépit de la suppression de certaines exonérations fiscales l'effet total est largement positif, d'autant que les revenus d'intérêt ne seront plus soumis à retenue à

la source. Par ailleurs, des prestations complémentaires vont être servies aux familles ayant des enfants à charge. C'est au total 1,5 point de croissance supplémentaire du revenu disponible des ménages qui peut être attendu de la réforme fiscale.

Le second choc exogène est constitué par l'ouverture de l'Europe de l'Est et tout particulièrement celle de la RDA. Les conséquences en RFA sont de plusieurs ordres. Depuis plusieurs trimestres déjà, l'afflux d'immigrés (720 000 en 1989, dont près de la moitié originaires de RDA) joint à l'entrée de plusieurs millions de « visiteurs-consommateurs » de RDA a stimulé la demande. Cela se lit notamment dans la poussée des ventes dans les secteurs des produits alimentaires, textile-habillement-chaussures, et ameublement. Près d'un million d'immigrés (dont une majorité d'Allemands) sont attendus en 1990, ce qui poussera à la hausse la consommation. Ces immigrés doivent trouver à se loger. Pour le moment, les loyers grimpent, mais sans véritable flambée. Il en ira sans doute de même au cours des prochains semestres ; le risque inflationniste associé demeure modéré, malgré le poids élevé des loyers dans l'indice des prix à la consommation (15 %). Cette modération n'est toutefois envisageable que dans la mesure où des logements sociaux seront rapidement construits, ce qui aura un coût budgétaire.

Les immigrés, par ailleurs, cherchent pour nombre d'entre eux à travailler. Cela a plusieurs implications. D'une part, en dépit de la progression notable de l'emploi, le chômage recommence à augmenter puisque ces personnes intègrent désormais statistiquement la population active (et qu'ils sont parfois embauchés de préférence à des Allemands de l'Ouest). D'autre part, cette détente du marché du travail tempère les revendications syndicales. Les négociations en cours, qui se conclueront à la fin avril, concernent trois secteurs majeurs : la métallurgie (4 millions de salariés), le bâtiment (940 000) et l'imprimerie (170 000). Pour les autres secteurs, les négociations s'échelonneront de septembre 1990 à septembre 1991. Malgré une surenchère initiale, le syndicat IG Metal ayant demandé une hausse de 9 % du salaire et une baisse de 2 heures de la durée du travail, le syndicat de l'imprimerie une hausse de 10,5 % des rémunérations et celui de la construction une hausse de 12,3 %, un consensus semble à présent se dégager pour renoncer à un vaste mouvement de grève et se contenter d'augmentations de l'ordre de 6 à 7 % sans réduction de la durée du travail. Les syndicats mettent en avant leur souci d'être responsables, c'est-à-dire de ne pas entraver la production à un moment où la demande est forte et surtout de ne pas s'opposer à la réunification ; la menace que fait planer l'arrivée de travailleurs prêts à accepter des salaires moindres est sans doute pour beaucoup dans cette sagesse. D'une certaine manière l'arrivée des immigrés avive l'inflation par la demande mais réduit l'inflation par les coûts.

Tous les immigrés, loin s'en faut, ne trouvent pas du travail. Chômeurs, ils bénéficient de prestations chômage. Par ailleurs, les Allemands de l'Est âgés bénéficient de pensions identiques à celles de leur compatriotes de l'Ouest s'ils viennent s'établir en RFA. Tout cela implique une augmentation des dépenses de l'Etat fédéral. S'y ajoutent celles évoquées plus haut liées à la mise à niveau économique de la RDA. Il semble peu vraisemblable que les autorités fédérales compensent ce surcroît de dépenses par une augmentation des recettes. En 1990 le déficit fédéral

va donc se creuser. Cette politique budgétaire expansive sera vraisemblablement poursuivie en 1991. Les responsables s'en accommodent pour le moment d'autant mieux qu'ils mettent en avant un argument (qui, en son temps, avait été invoqué par la première administration Reagan au nom de la théorie de l'offre). Le déficit n'est que transitoire car ces dépenses constituent un investissement ; le dynamisme insufflé en RFA par les immigrants, et la mise à niveau de la RDA, engendreront rapidement des retombées bénéfiques pour l'économie et en particulier les finances publiques.

Les objectifs de stabilité de la Bundesbank pourraient dans ces conditions être quelque peu malmenés. Les dangers ne doivent toutefois pas être surestimés. D'une part, les hausses de prix dues au surcroît de demande sont en partie compensées par l'évolution des coûts salariaux. D'autre part, l'union monétaire met en jeu, même au taux de 1 ostmark pour 1 DM qui n'est pas l'hypothèse la plus probable, une masse monétaire additionnelle équivalent au plus à 15 % de celle de la RFA et dont une large partie pourrait être stérilisée par la vente de biens publics ou gelée par l'émission de titres et le blocage des comptes privés. Les liquidités restant aux mains des particuliers pourront certes alimenter un flux supplémentaires d'achats, ceux-ci cessant d'être contraints par l'insuffisance de l'offre est-allemande, mais il faut à l'inverse s'attendre à ce que se reconstitue une épargne de précaution suscitée par la montée du chômage.

Dans ces conditions la demande allemande, continuant à être forte, sollicitera prioritairement l'appareil productif de la RFA. La croissance des exportations vers l'OCDE se ralentira donc nettement plus rapidement que celle des importations. La saturation de l'appareil productif à l'origine de cette éviction laisse attendre un fléchissement du taux de croissance du PNB, qui ne serait plus que de 3,3 % en 1990 et en 1991. Elle laisse également attendre un tassement de l'excédent de la balance courante.

Les autres pays européens

Le ralentissement de la croissance du PNB allemand n'aura pas par lui-même un effet récessif sur l'activité économique des autres pays d'Europe occidentale. Bien au contraire, il traduit en partie le fait que la RFA va accroître ses importations en provenance de cette zone. L'effet d'entraînement de l'ouverture des pays de l'Est sur la CEE hors RFA transitera essentiellement par ce biais au cours de la période sous revue. L'autre effet, c'est-à-dire le surcroît direct d'exportations vers les pays d'Europe de l'Est, sera sans doute limité. Dans le même temps les importations des Etats-Unis vont continuer à se ralentir ; mais elles n'absorbent qu'une fraction limitée des exportations des pays membres de la CEE (entre 5 et 9 %, sauf au Royaume-Uni où la proportion atteint 13 %). La RFA en revanche absorbe fréquemment 20 % des exportations de ses partenaires européens, la proportion allant de 12 % pour l'Espagne et le Royaume-Uni à 30 % pour les Pays-Bas. C'est pourquoi, bien

que le commerce mondial de produits manufacturés semble devoir décélérer nettement en raison du poids qu'y occupent les importations américaines, la demande adressée aux pays européens suivra une évolution beaucoup plus favorable. Le premier n'augmenterait que de 5 % en 1990 et 5,2 % en 1991, la seconde se situerait sur des rythmes proches de 6,5 puis 6,0 %.

Le commerce de marchandises est l'un des éléments constitutifs de l'environnement international. L'autre élément important est l'évolution des taux d'intérêt, généralement contrainte dans les pays européens par les évolutions américaine et surtout allemande. Celles-ci, on l'a dit, seraient plutôt favorables en 1990 et plutôt défavorables en 1991. Pour formuler un diagnostic sur chacun des pays, il reste à apprécier sa position relativement au cycle conjoncturel et la marge de manœuvre de sa politique économique. La question générale est celle de la substitution entre consommation des ménages et exportations dans un contexte de capacités encore saturées et de politiques monétaires restrictives. Au-delà de ce trait commun, les spécificités propres à chaque pays dessinent des configurations assez différentes.

Les «petits pays satellites de la RFA» connaissent des situations légèrement différentes dans leur nature mais qui aboutissent à des chiffres assez proches tant de la croissance du PNB que de la hausse des prix (tableau 4). Les Pays-Bas ont une inflation inférieure à celle de la RFA, ce qui n'est d'ailleurs pas sans poser problème, car les taux d'intérêt nominaux y sont toujours légèrement supérieurs à ceux de la RFA, et les taux réels atteignent donc des niveaux très élevés. Le déficit public, en nette diminution depuis plusieurs années, représente encore 4,5 % du PNB. Ce pays vertueux est par ailleurs l'un des seuls à dégager un excédent de sa balance courante. Celui-ci s'est amenuisé à la fin de l'année 1989 en raison d'un plafonnement des exportations lui même imputable à l'arrivée à saturation des capacités productives. Il faudra encore quelques trimestres pour que l'expansion des investissements, qui se poursuit, permette une accélération de la production. La modération salariale des années récentes avait permis une diminution

4. Croissance et inflation dans les principaux pays de la CEE

Variation année/année précédente, en %

	PNB (à prix constants)				Prix à la consommation			
	1988	1989	1990	1991	1988	1989	1990	1991
RFA	3,6	4,0	3,3	3,3	1,3	2,8	2,6	2,9
Pays-Bas	2,9	4,2	3,0	2,5	0,8	1,1	2,0	2,0
Belgique	4,3	4,3	3,2	2,5	1,7	3,1	3,2	3,0
France	3,8	3,7	2,8	2,4	2,7	3,5	3,1	2,7
Italie	3,9	3,3	2,9	3,0	4,9	6,3	5,7	5,5
Espagne	5,0	4,7	4,0	3,7	5,1	6,8	6,3	6,0
Royaume-Uni	4,0	2,2	1,2	1,8	5,0	7,9	7,9	6,5

Sources : OCDE, prévisions OFCE.

des coûts salariaux. Les produits néerlandais sont donc extrêmement compétitifs. Jusqu'au début de 1989, cet avantage avait été mis à profit pour conquérir des parts de marché à l'extérieur. Dès lors que la saturation des capacités productives fait obstacle à la production, les entreprises augmentent leurs marges. Les profits augmentent donc grâce aux exportations, cependant que les prix intérieurs sont quasiment stables. Dans un tel contexte, l'emploi s'est redressé depuis plusieurs années et le revenu des ménages progresse notablement. La consommation des ménages est donc bien orientée à la hausse. La politique enfin est modérément restrictive. L'objectif de réduction du déficit public est poursuivi, et d'autre part la politique monétaire veut prévenir toute résurgence de l'inflation. Au total, la croissance se ralentira légèrement en 1990 en raison d'une insuffisance de l'offre, mais continuera à se situer à des rythmes de l'ordre de 3 %.

Les contraintes pesant sur l'*économie belge* relèvent moins de la saturation de l'offre que de la poursuite de la réduction des déséquilibres macroéconomiques. Le déficit des administrations publiques atteint encore 6,5 % du PNB. Non seulement il faut continuer de le réduire, ce qui implique une politique budgétaire toujours restrictive, mais encore les charges d'intérêt absorbent plus de la moitié des recettes publiques. Tout relèvement des taux d'intérêt en RFA entraînant celui des taux belges, dont les niveaux réels sont déjà élevés, la demande risque d'être freinée par les évolutions en cours. Cela vaut aussi bien pour les investissements des entreprises que pour la consommation des ménages, ces derniers ayant eu depuis 1986 massivement recours au crédit (leur ratio endettement-revenu disponible reste inférieur à celui de la plupart des pays européens).

L'*Italie* a connu en 1989 une croissance de l'activité plus lente que celle des pays d'Europe du Nord, et une inflation plus rapide. Le besoin de financement des administrations publiques dépasse par ailleurs 10 % du PNB. Dans la mesure où l'essentiel des titres publics sont détenus par les ménages la politique économique est confrontée à un dilemme original : si la politique monétaire, se voulant restrictive, provoque une hausse des taux d'intérêt, le revenu des ménages s'accroît. Cette situation est rendue plus complexe encore par la déréglementation des marchés financiers. La libéralisation des capitaux, attendue au plus tard le 1^{er} juillet 1990, comporte le risque d'une sortie de capitaux car les investisseurs veulent diversifier leurs portefeuilles et ont longtemps été privés de la possibilité d'avoir des placements à l'étranger. Il peut en résulter, même en l'absence en 1990 de hausses des taux d'intérêt étrangers, une hausse des taux d'intérêt sur la dette publique italienne afin de lui conserver un attrait. Cela alourdira d'autant le déficit budgétaire, car l'augmentation des impôts semble peu vraisemblable (augmenter les impôts directs est politiquement peu opportun, augmenter les impôts indirects serait porteur de tensions inflationnistes). Dans le même temps, les négociations salariales en cours semblent devoir se conclure par des hausses nominales dégageant une progression du pouvoir d'achat. La question n'est donc pas tant de savoir si la consommation des ménages prendra le relais de l'investissement, l'un et l'autre s'accroissant vivement depuis plusieurs années, que de mesurer le ralentissement de l'activité induit par la poursuite des déséquilibres. Le contexte qui vient d'être décrit, joint aux décisions de début d'année concernant la

lire (au terme desquelles l'hypothèse d'une dévaluation prochaine semble devoir être écartée), handicape en effet la compétitivité des produits italiens. Les exportations seront freinées et les importations accélérées, ce qui suscitera à la fois un net ralentissement du PNB et une nouvelle dégradation du solde de la balance courante.

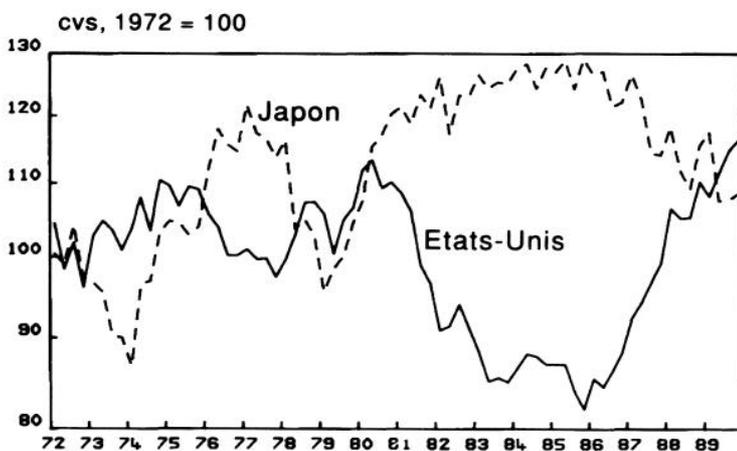
La *situation espagnole* est plus nuancée. Le besoin de financement des administrations publiques est faible (2,5 % du PNB). L'inflation est élevée mais en voie de ralentissement. L'investissement a constitué l'un des soutiens de la forte activité des années récentes. Il avait plusieurs origines : un accroissement considérable des dépenses d'équipement du secteur public aussi bien que des entreprises privées, et une poussée de l'investissement résidentiel. Les deux dernières composantes subissent à présent, et subiront plus encore en 1991, les conséquences de taux d'intérêt élevés. Par ailleurs, les investissements directs effectués en Espagne par le Japon, les Etats-Unis et surtout la RFA risquent de pâtir des développements en Europe de l'Est. Au total l'investissement, tout en continuant de progresser, perdra beaucoup de son dynamisme. La consommation des ménages sera également freinée par plusieurs éléments. En premier lieu, la progression du crédit va être ralentie : lorsque l'Espagne a rejoint le SME en juin, un tour plus restrictif a été donné à la politique économique afin de mieux gérer le taux de change. Un encadrement du crédit, notamment, a alors été remis en place. La politique monétaire restera restrictive tout au long de la période sous revue. En second lieu, les négociations salariales se concluent par des augmentations proches de 8 % qui dégagent certes une progression du pouvoir d'achat, mais ralentie. D'autre part, la politique budgétaire s'oriente graduellement vers une rigueur qui s'accroîtra sans doute en 1991. Au total, l'économie espagnole enregistrera en 1990-1991 des rythmes de croissance plus rapides que ceux de la plupart des pays de la CEE, mais un peu moins rapides qu'au cours des années récentes.

Le *Royaume-Uni* est sans doute le pays sur lequel plane l'incertitude la plus grande : le ralentissement en cours de l'activité dégènera-t-il en véritable récession ? Combien de temps durera-t-il ? Le moteur de l'investissement est épuisé depuis plusieurs semestres déjà. Non pas que les capacités productives soient largement détendues ; mais les entreprises manquent à la fois de l'incitation à investir, les perspectives de demande étant médiocres, et de la possibilité de le faire, les profits étant grevés par les coûts salariaux et les taux d'intérêt étant de plus en plus élevés. La consommation des ménages, extrêmement vigoureuse depuis 1984, semble avoir épuisé son dynamisme depuis l'été 1989. Les finances publiques dégagent un excédent. Tout cela concourt à peser sur l'activité économique. Parallèlement, la politique monétaire ne cesse de devenir plus restrictive, privilégiant la lutte contre l'inflation au détriment de l'objectif de balance des paiements : des taux d'intérêt de plus en plus élevés ont visé à soutenir le cours de la livre, ce qui a retardé le redressement de la compétitivité des produits britanniques. En fait, la livre connaît des phases d'effondrement malgré le niveau record des taux d'intérêt. La politique monétaire est du reste confrontée à un dilemme différent de celui de l'Italie mais tout aussi original : comme les taux d'intérêt hypothécaires sont intégrés dans l'indices des prix à la consommation, chaque durcissement de la politique monétaire se traduit par une hausse des prix. Cela est inflationniste dans la mesure

où la plupart des salaires sont, de fait, indexés. Ces salaires augmentent au début de 1989 à des rythmes proches de 9 %, alors même que les gains de productivité sont nuls en cette phase du cycle. L'hypothèse la plus vraisemblable est que ces déséquilibres ne seront pas assainis au cours des prochains semestres. Il n'y aura sans doute pas une véritable récession susceptible de casser l'inflation et de réduire le déficit extérieur, mais plutôt une activité en croissance durablement lente, soutenue par les exportations, et s'accompagnant d'une inflation durablement élevée sur fond de politique monétaire toujours restrictive.

Le face à face Etats-Unis/Japon

Les Etats-Unis bénéficieront certes du dynamisme de la demande européenne, quoique l'Europe-OCDE n'absorbe que le quart de leurs exportations de marchandises. Le solde commercial qu'ils dégagent avec cette zone, désormais proche de l'équilibre après avoir été massivement déficitaire à l'époque où le dollar était surévalué, pourrait s'améliorer encore légèrement. C'est en bonne partie au détriment de l'Europe, bilatéralement et sur les marchés tiers, que les Etats-Unis ont regagné des parts de marché à l'exportation ; mais c'est également au détriment du Japon, principalement sur les marchés tiers (graphique 5). Le solde bilatéral du commerce nippo-américain ne s'est guère modifié au cours des années récentes, se stabilisant aux environs de 45 milliards de dollars (soit près du tiers du déficit total des Etats-unis). En 1990 puis 1991, ce déficit se réduira sans doute un peu. D'une part les importations américaines totales, et donc celles en provenance du Japon, ne s'accroîtront que modérément en raison du ralentissement conjoncturel et de la parité avantageuse du dollar. D'autre part l'ouverture du marché japonais aux produits industriels américains se poursuivra. En contrepartie, le flux de capitaux du Japon vers les Etats-Unis continuera à s'opérer,



5. Parts de marché de produits manufacturés (*)

(*) Exportations en volume demande mondiale adressée au pays.

Sources : OCDE séries A, calculs OFCE.

mais peut-être dans de moins bonnes conditions. Les besoins de capitaux internes au Japon liés à la restructuration en cours dans ce pays, où l'offre tend à se tourner davantage vers la demande nationale, et l'appel en provenance d'Europe de l'Est peuvent susciter à la marge des difficultés qui renforceront la tendance à la hausse des taux d'intérêt. L'ampleur de ces difficultés sera largement fonction des besoins américains en capitaux.

A cet égard, deux points doivent être examinés : les besoins de financement du secteur privé, le déficit fédéral. Pour les premiers, le *soft-landing* évoqué plus haut laisse espérer une certaine détente. L'activité immobilière qui constitue traditionnellement une composante très cyclique de l'économie américaine s'est nettement contractée depuis le début de 1989, prolongeant ainsi un mouvement amorcé depuis 1987. En dépit du regain d'activité que susciteront les reconstructions destinées à réparer les dégâts du tremblement de terre en Californie et de l'ouragan Hugo dans le Sud, cette composante de la demande réelle et de la demande de crédits restera orientée à la baisse. Le mouvement de décélération de la consommation des ménages amorcé depuis le début de 1989 se poursuivra en 1990, sans laisser globalement place à une véritable contraction car ni l'emploi ni le pouvoir d'achat ne devraient diminuer. Toutefois, la consommation en biens durables pourrait enregistrer une contraction en 1990 à la suite de la longue phase d'expansion qu'elle vient de traverser, et avant de connaître un redémarrage lent. Or c'est elle qui est porteuse de demande de crédits. Enfin les dépenses d'investissement des entreprises, en capital physique et surtout en formation des stocks, se contracteront vraisemblablement en 1990. Les restructurations massives qui ont caractérisé la croissance depuis 1982 touchent à leur fin. Les besoins de financement de l'appareil productif seront moindres.

Le besoin de financement du secteur public en revanche ne diminuera pas. L'an passé, le projet de budget de l'administration prévoyait un déficit de 90 milliards ; le déficit finalement réalisé a été de 130 milliards. Le projet de budget présenté par l'administration Bush en février 1990, et faisant état d'un déficit de 64 milliards de dollars, repose sur des hypothèses macroéconomiques héroïques : forte croissance du PNB, ralentissement de l'inflation, baisse de deux points d'ici la fin de l'année des taux d'intérêt. Les chiffrages du Congrès, effectués sur des bases plus réalistes, aboutissent à un déficit de 138 milliards. Aucune mesure conséquente visant à diminuer les dépenses militaires ne sera prise en 1990 ; il n'est pas certain qu'elle le soit en 1991. Les « dividendes de la paix » envisagés il y a quelques mois, c'est-à-dire la réduction de telles dépenses autorisée par les événements en Europe de l'Est et surtout par les nouvelles orientations prises en URSS, semblent se réduire à peu de choses.

L'absence de récession aux Etats-Unis, due à la conjonction d'une politique budgétaire non restrictive et d'une politique monétaire aussi accommodante que possible, aura pour effet la persistance d'un déficit élevé du solde commercial et du solde courant. Les Etats-Unis continueront à en tenir largement pour responsable le Japon, de sorte que

les relations économiques entre ces deux pays deviendront encore plus acariâtres. Cela n'est pas sans conséquence sur l'incertitude caractérisant l'économie japonaise. Certes, celle-ci peut espérer conserver une croissance relativement rapide de son économie (le PNB pourrait progresser encore de 4,5 % en 1990 et 4 % en 1991, après près de 5 % en 1989) grâce au dynamisme de la demande intérieure. Dans ce pays, la consommation des ménages peut durant la période sous revue continuer de jouer un rôle moteur alors que l'investissement des entreprises s'essouffle un peu et que l'investissement en logement risque de chuter sous l'effet de prix trop élevés. Mais cette solidité de l'économie réelle sera à la merci des troubles qui peuvent survenir dans la sphère financière, et auxquels la défiance américaine n'est pas étrangère. La menace (sans doute vaine) d'un protectionnisme brutalement aggravé des Etats-Unis à l'encontre de ce pays contribue à miner la confiance des entreprises et des investisseurs.

PVD : le retour de l'OPEP

Les pays en développement seront diversement affectés en 1990 et 1991 par le ralentissement de l'activité dans les pays industrialisés et les variations de prix relatifs et de taux d'intérêt qui l'accompagneront.

La nette décélération des importations des pays de l'OCDE, perceptible depuis le troisième trimestre de 1989, pèsera sur le rythme de croissance des *économies asiatiques* (NPI inclus), dont les exportations sont constituées à 70 % de produits manufacturés. Cet effet négatif sera renforcé pour les quatre NPIA par la faiblesse persistante du yen sur la période de prévision. Depuis avril 1989 les autorités de la Corée du Sud et de Taïwan ont réagi en interrompant le processus d'appréciation de leurs monnaies par rapport au dollar mais cela risque d'être insuffisant pour limiter les pertes de marchés face à la concurrence japonaise d'une part, des autres pays asiatiques exportateurs de produits manufacturés d'autre part. Le ralentissement de la croissance économique intervenu en 1989 dans cette sous-zone — le PIB des quatre NPIA s'est accru de 6,5 % l'an passé, après 9,8 % en 1988 et 12,2 % en 1987 — était attendu ⁽⁶⁾. Il devrait se confirmer en 1990 et 1991 et se traduire par une croissance ralentie des importations, en dépit de la poursuite des efforts d'ouverture des économies engagés depuis quelques années. Les importations des autres pays asiatiques seront par ailleurs freinées par la fermeture du marché chinois et une gestion plus prudente de la contrainte extérieure en Inde.

(6) Cf. notre précédente chronique : «La détente à mi-parcours», *Revue de l'OFCE* n° 29, octobre 1989, p. 41-42.

Le moindre dynamisme de la zone asiatique sera compensé dans les prochains trimestres par la reprise de la demande des *pays de l'OPEP*, qui est doublement alimentée par le redressement du prix du baril de pétrole et par la croissance du volume des exportations de la zone. Avec un gain de 20 % sur les prix et de 10 % sur les quantités de pétrole brut exportées en 1989, la capacité d'importation de la zone s'est nettement redressée l'an dernier, les prix à l'importation étant restés quant à eux pratiquement stables. L'effet sur les volumes importés s'est fait ressentir à partir du troisième trimestre de 1989. Ce mouvement devrait se poursuivre dans les trimestres à venir, en dépit d'une probable et temporaire inflexion du prix du brut au printemps 1990.

La situation du *marché pétrolier* est actuellement la suivante. La production de brut des pays membres de l'organisation se situe à son plus haut niveau depuis 1981 avec des prix dépassant les objectifs affichés jusqu'ici (18 dollars en moyenne). Au premier trimestre de 1990, l'offre OPEP est supérieure de 3,3 millions de barils par jour (mbj), soit 15 %, au niveau observé un an plus tôt et de 1,1 mbj au plafond de production défini en novembre dernier pour le premier semestre de 1990. Ce dérapage s'explique pour l'essentiel par un comportement inhabituel de stockage dans et hors de la zone OCDE en ce début d'année. La reconstitution des stocks, anormale en cette saison, est elle-même provoquée par les anticipations de hausse des prix qui se sont manifestées depuis quelques mois dans un contexte d'incertude croissante quant aux exportations futures des deux premiers producteurs mondiaux — l'URSS et les Etats-Unis — et de confiance et sérénité retrouvées au sein de l'organisation des pays exportateurs.

Compte tenu de la rigidité de l'offre à la baisse à très court terme, le déclin saisonnier de la demande au second trimestre de 1990 laissera apparaître un excès d'offre *ex-ante* de l'ordre de 1,5 mbj, ce qui, sur un marché d'environ 50 mbj provoquerait une glissade des prix de l'ordre de 15 % ⁽⁷⁾. Le prix du baril de mer du Nord reviendrait ainsi de 20 dollars en janvier à 17 dollars à la fin du semestre. Par la suite l'excès d'offre se résorberait et laisserait la place à un déséquilibre de sens inverse au second semestre. Le prix du baril remonterait à 20 dollars à la fin de 1990 et se stabiliserait à ce niveau en 1991. En 1990 la capacité d'importation de la zone OPEP, mesurée par le pouvoir d'achat de ses exportations pétrolières en produits manufacturés de la zone OCDE se maintiendrait au niveau élevé atteint l'an passé, les gains sur les prix et les quantités exportées étant annulés par l'augmentation des prix à l'importation en dollars. En 1991 le niveau plus élevé des prix du brut en moyenne annuelle (20,4 dollars au lieu de 18,6 en 1989) permettrait une nouvelle augmentation de la capacité d'importation de l'ordre de 8 %. Dans ces conditions les importations continueraient de croître à un rythme assez soutenu sur l'ensemble de la période, de l'ordre de 10 % par an en volume.

(7) Pour une méthode d'évaluation des déséquilibres *ex-ante* sur le marché pétrolier et une analyse des mouvements de prix depuis 1986, voir Jacques Adda : «Pétrole : le retour aux sources», *Revue de l'OFCE* n° 28, juillet 1989.

Après plusieurs années de recul ou de stagnation, les recettes d'exportation de l'Afrique (hors OPEP et hors Afrique du Sud) ont amorcé en 1987 un redressement qui s'est poursuivi en 1988 et accéléré en 1989, sous l'effet des niveaux élevés atteints par les prix nominaux des matières premières et de l'augmentation du prix du pétrole. Un examen attentif montre toutefois que, si cette amélioration concerne aussi les pays d'Afrique subsaharienne, elle est due pour l'essentiel aux bons résultats enregistrés à l'exportation par la Tunisie, le Maroc et l'Egypte depuis trois ans. Associée à une reprise des financements officiels à destination des pays au sud du Sahara (+ 20 % en 1989) cette meilleure tenue des exportations a contribué à desserrer sensiblement la contrainte qui pesait sur les importations depuis le début de la décennie. L'extrême désorganisation d'un grand nombre d'économies, en particulier en Afrique de l'Ouest, et le retard considérable pris en matière d'investissement collectif et productif n'ont pas permis toutefois que le rythme de l'activité rejoigne la croissance démographique pour l'ensemble de la zone.

Cet environnement plus favorable est-il susceptible de se reproduire en 1990 et 1991 ? Ce ne sera pas le cas pour les cours des matières premières, dont la baisse, amorcée au printemps, devrait se poursuivre jusqu'au début de 1991. Le rebond envisagé au second semestre de 1991 pour les métaux non ferreux en liaison avec la reprise de l'activité dans les pays industrialisés ne se fera sentir en termes de recettes d'exportation annuelles qu'en 1992. Pour les boissons tropicales (café, cacao), dont les prix ont vraisemblablement atteint des niveaux planchers à la fin de 1989, les conditions d'un redressement sont encore loin d'être réunies, sauf accident climatique au Brésil. Quant aux céréales et aux oléagineux, le retour à la normale de l'offre après la sécheresse de 1988 exercera une influence baissière sur les cours tout au long de la période sous revue. Globalement, l'indice des prix en dollars des matières premières non énergétiques, qui a cessé d'augmenter en moyenne annuelle en 1989, diminuerait de 9 % en 1990 et de 1,5 % en 1991.

Les pays pétroliers de la zone (Angola, Cameroun, Congo, Egypte, Tunisie) continueront de bénéficier d'un pouvoir d'achat amélioré au cours des semestres à venir. Les autres pays africains verront en revanche leur capacité d'importation dépendre de l'évolution des transferts nets de ressources en provenance des institutions multilatérales et des Etats de l'OCDE. Dans un contexte d'ouverture forcée de nombreuses économies, tout relâchement ou retard dans l'application des mesures d'allègement des dettes et de soutien financier annoncées depuis trois ans se traduira presque inévitablement par l'accumulation d'arriérés d'intérêt et de nouvelles fuites de capitaux. Les craintes manifestées à cet égard par les pays africains devant l'ampleur des engagements financiers envisagés par les pays industrialisés en faveur de l'Europe de l'Est ne sont pas sans fondement. Autant une réduction des efforts d'aide publique à l'Afrique est peu envisageable, autant le risque qu'à la marge le rythme de croissance des apports officiels soit sensiblement ralenti par les transferts dont bénéficiera l'Europe de l'Est est réel. Dans ces conditions une décélération des importations de la zone en volume est probable, à partir d'un taux de croissance déjà peu élevé (+ 6 % en 1989 pour les produits manufacturés).

La situation de l'*Amérique latine* sera contradictoirement influencée au cours des prochains semestres par les effets positifs des mesures d'allègement du service de la dette qui interviendront dans le cadre du plan Brady et par les plans de plus en plus sévères de lutte contre l'hyperinflation appliqué au Brésil, attendu en Argentine. L'accord signé par le Mexique et ses banques créancières au mois de février constitue la première concrétisation majeure des orientations prises par les pays industrialisés lors de la réunion du G7 de Washington en avril 1989 et confirmées lors du sommet de l'Arche en juillet. Il a été suivi en mars par l'annonce par le Venezuela d'un accord sur les modalités de la réduction de sa dette vis-à-vis des banques commerciales. Rappelons que le plan Brady vise à organiser un transfert partiel des décotes observées sur le marché secondaire des créances bancaire au profit des pays débiteurs, de façon à permettre une réduction significative du service de leurs dettes. Ce transfert est réalisé par conversion des créances bancaires en de nouvelles obligations décotées ou assorties d'un taux d'intérêt fixe inférieur au taux du marché. La décote des nouveaux titres est négociée entre le débiteur et ses créanciers et ne correspond pas nécessairement à celle observée sur le marché secondaire. Le remboursement du principal et des intérêts est garanti par des ressources provenant du FMI, de la Banque mondiale, de certains pays industrialisés et des pays débiteurs eux-mêmes. La garantie du principal est obtenue par souscription par le pays débiteur d'obligations à coupon zéro des Trésors publics des pays industrialisés. Des fonds de garantie spécifiques sont constitués pour le paiement des intérêts.

Dans le cas du Mexique, les banques ont accepté de convertir 41 % d'un encours de créances de 48 milliards de dollars en obligations à trente ans assorties d'une décote de 35 et 49 % du même encours en obligations émises au pair mais portant un intérêt fixe de 6,25 %. Les banques détenant les 10 % de l'encours restant ont préféré conservé leurs créances et s'engager à en augmenter l'encours d'un quart en quatre ans. Sept milliards de dollars ont dû être mobilisés pour constituer les garanties nécessaires à ces opérations de conversion, dont 5,8 milliards par emprunts du Mexique auprès des institutions multilatérales et du gouvernement japonais et le solde par prélèvement sur ses réserves de change. Le résultat final est un gain net sur les versements d'intérêt de 0,7 milliard, soit moins de 10 % des charges d'intérêt totales supportées annuellement par ce pays, à quoi s'ajoute une annulation des charges de remboursement du principal (couvertes par la souscription des obligations à coupon zéro) et une réduction de l'ordre d'un quart de la vulnérabilité au risque de hausse des taux d'intérêt. Dans l'immédiat cet accord a le mérite d'ouvrir la voie à des négociations du même type avec d'autres pays lourdement endettés (Philippines, Venezuela, puis vraisemblablement Argentine et Brésil) et de ramener une certaine confiance dans l'économie mexicaine, favorisant une détente des taux d'intérêt locaux et le retour d'une partie des capitaux expatriés. On ne peut pour autant considérer qu'il règle le problème de la dette du Mexique, qui obligera encore ce pays à transférer annuellement entre 3 et 4 % de son PNB vers ses créanciers. On doit aussi observer que l'économie nette d'intérêt est particulièrement modeste et peut être annulée par une hausse de un point en moyenne annuelle du Libor.

Au Brésil les mesures draconiennes prises par l'administration Collor le 16 mars pour briser une inflation de près de 100 % par mois ont toutes les chances de provoquer dans les mois qui viennent une sérieuse récession. La décision d'interdire pendant dix-huit mois les retraits sur les comptes à vue et les livrets de caisse d'épargne au-delà de 50 000 cru-zados (environ 1 000 dollars) et de limiter à 20 % les tirages autorisés sur les placements (ultra-liquides) en titres de la dette publique équivaut à geler un volume d'épargne correspondant à 30 % du PIB. Simultanément le contrôle des prix est rétabli et un ensemble de mesures ont été annoncées visant à réduire le déficit budgétaire qui atteint actuellement 7 % du PIB : redressement des tarifs publics, suppression de toutes les subventions, licenciement de 50 000 fonctionnaires, privatisation de nombreuses entreprises publiques avec rachat obligatoire d'une partie du capital par d'importantes institutions financières privées, etc. La ponction ainsi opérée sur la liquidité s'est immédiatement traduite par une chute des ventes au détail et par une forte baisse des cours des valeurs refuges (dollar parallèle, or...). En avril l'inflation serait revenue à 13 % et un taux proche de zéro est attendu en mai, une fois absorbé l'effet des relèvements des tarifs publics. Dans un tel contexte l'accélération du programme de libéralisation des importations ne devrait avoir qu'un impact limité à court terme sur la demande de produits étrangers et n'affecter que modérément l'excédent commercial.

Globalement les importations de l'Amérique latine augmenteraient à un rythme modéré de l'ordre de 6 % en volume en 1990 et 1991.

La demande d'importation des pays en développement, tirée par la zone OPEP, pourrait progresser en 1990 à un rythme à peine inférieur à celui de 1989 et ne se ralentir sensiblement qu'en 1991. Elle serait alors, aux côtés des pays d'Europe de l'Est, un élément moteur du commerce mondial. La demande des pays industrialisés en revanche accuserait un net fléchissement, en raison d'une décélération très importante dans les pays anglo-saxons, modérée en Europe continentale. Etats-Unis et Royaume-Uni n'occupant qu'une part secondaire dans les marchés extérieurs de la France, la demande adressée à celle-ci progresserait nettement plus vite que la demande mondiale. Son rythme serait néanmoins plus lent qu'en 1989.

Les taux d'intérêt élevés sensibiliseront la France au ralentissement externe

L'économie française est confrontée à deux types de contraintes, la «traditionnelle» contrainte extérieure, qui l'oblige à évoluer au rythme de ses partenaires, et les tensions sur l'appareil productif. Ces tensions s'étaient nettement accentuées du début de 1988 jusqu'à l'automne 1989, engendrant la crainte que la croissance de l'activité ne bute sur les capacités disponibles, au risque d'un dérapage des prix et des importations. Les prévisions formulées à l'automne débouchaient toutes, implicitement ou explicitement sur la question : quelle croissance est possible sans aggravation des tensions, internes et externes ? C'est de ce point de vue que sera examinée la prévision pour les prochains dix-huit mois. L'évolution de l'investissement des entreprises est centrale dans les mécanismes à l'œuvre. Contribuant à détendre progressivement les tensions sur l'offre, une forte croissance des dépenses d'équipement a eu pour effet immédiat d'aggraver le déficit industriel. Du fait de taux d'intérêt réels très élevés menaçant les équilibres financiers sa progression à venir dépendra plus étroitement des perspectives de croissance, en particulier à l'exportation, dans la mesure où la demande intérieure des ménages est davantage inerte à court terme, leur taux d'épargne amortissant les fluctuations du revenu. Autrement dit la gestion des capacités de production risque d'être plus serrée qu'à l'accoutumée.

Une progressive détente des capacités de production...

Le ralentissement passé de la demande étrangère a déjà conduit à modérer la croissance de l'investissement des entreprises en 1989. Selon les comptes nationaux, elle n'aurait atteint que 4,6 % après 10,4 en 1988. Ce freinage est probablement exagéré dans son ampleur ⁽⁸⁾. Depuis plusieurs mois, l'optimisme des entreprises n'est certes plus de mise en ce qui concerne les commandes qui leur sont adressées et leur activité, mais il n'a pas été entamé pour les budgets d'équipement futurs.

(8) Nous avons donc porté à 6 % la croissance de l'investissement des entreprises pour 1989.

Interrogés en novembre dernier, les industriels ont même révisé en hausse leurs dépenses d'équipement pour 1990 (de 11 à 15 % en francs courants). Plus récemment encore, les PME de tous les secteurs d'activité anticipaient pour cette année une croissance aussi importante que celle de l'an passé. Alors qu'à l'été les prévisions des entreprises nous semblaient sous-estimées, nous conduisant à prévoir des dépenses d'investissement plus soutenues, les révisions en hausse de la fin de l'année 1989 nous semblent au contraire exagérées au regard de l'évolution de la demande et des conditions de financement.

Dans l'industrie, la demande globale a cessé de s'accélérer dès le début de 1989 ; son rythme de progression s'est d'abord stabilisé puis a nettement décliné au second semestre. Au début de 1990 les commandes ne se sont nullement améliorées. Tous les secteurs industriels, sans exception, perçoivent un ralentissement de la demande étrangère, d'où de moins bonnes perspectives de production et des stocks jugés de plus en plus lourds. De ce fait, les tensions sur l'appareil de production s'atténuent progressivement.

Les marges de capacité disponible ont cessé de s'amenuiser et les entreprises sont de moins en moins nombreuses à déclarer des goulots de production ou à juger leur outil de production insuffisant pour satisfaire la demande. La détente est la plus marquée dans les secteurs des biens intermédiaires et de l'automobile où les tensions étaient les plus fortes. Les délais de livraison, qui s'étaient allongés, ont déjà commencé de se raccourcir. L'approvisionnement est désormais moins difficile et n'apparaît plus comme un obstacle au développement de l'activité. Enfin, l'allongement de la durée du travail, qui permettait de pallier au plus vite la saturation de l'offre alors que s'intensifiaient les difficultés d'embauche de main-d'œuvre qualifiée, est moins pratiqué parce que moins nécessaire. La détente est donc perceptible de toutes parts, même s'il est prématuré de juger les tensions résorbées ; les taux d'utilisation restent encore élevés au regard de la longue période.

La prévision d'investissement en découle. Une accélération de la demande étrangère, après le ralentissement du second semestre 1989 et du début 1990, inciterait les entreprises à accentuer leur effort d'équipement pour éviter que la saturation de l'offre ne s'intensifie à nouveau. A l'inverse, la poursuite d'une décélération, ou même le maintien d'une progression de la demande externe à son rythme actuel, les amènerait à ralentir leurs dépenses d'équipement. La demande des ménages ne peut en effet prendre le relais, faute d'une croissance plus forte des revenus. Une moindre formation des stocks, conséquence de la moindre croissance de la demande finale, contribuerait alors à ralentir davantage la demande globale. C'est l'hypothèse que nous retiendrons. Le freinage de l'investissement est alors probable, les conditions de son financement devenant de plus en plus défavorables.

...et de moins bonnes conditions de financement...

Le financement de l'investissement s'opère déjà dans de moins bonnes conditions. La stabilisation du taux de marge et la forte progression du taux d'investissement de l'ensemble des entreprises ont sensiblement réduit le taux d'autofinancement. De l'ordre de 77 % en 1989, il est en retrait de 7,5 points par rapport à 1988 et de 13 points par rapport à 1986-1987. Les entreprises ont, de plus en plus, fait appel au financement externe. Les crédits bancaires aux sociétés se sont accrus de 21 % en glissement annuel l'an passé, la progression des crédits d'investissement s'étant accélérée. La hausse des taux d'intérêt a donc alourdi le poids des charges financières dans la valeur ajoutée. Dans un contexte de forte demande, la croissance de l'endettement n'apparaît pas comme un obstacle au développement des dépenses car les profits futurs viendront faciliter les remboursements. Il est alors primordial de développer l'activité pour préserver les parts de marché, même au prix d'un endettement croissant. En revanche, des taux d'intérêt élevés deviennent un frein aux dépenses si, en même temps, l'autofinancement est restreint et la demande anticipée moins favorable. Or c'est ce qui apparaît déjà, et qui s'amplifiera au cours des trimestres à venir.

La situation spécifique de l'industrie apporte des indications précieuses sur le comportement actuel des entreprises. Elles peuvent, pour près de 70 % d'entre elles, réaliser tous les investissements nécessaires sans être gênées par un obstacle financier ; c'est un record depuis 1973. Mais les résultats d'exploitation plafonnent à haut niveau et pour la première fois depuis la mi-1985, l'insuffisance de la demande a un effet défavorable sur les trésoreries, alors même que les dépenses d'équipement pèsent davantage depuis leur reprise amorcée en 1985. Peu d'entreprises (10 %) reportent pour autant leurs investissements, mais leur nombre a cessé de diminuer, comme ne se réduit plus la proportion de celles qui envisagent de freiner leur production. Le recours au crédit à court ou à moyen-long terme, dont les taux se sont rapprochés, s'accroît et le financement sous forme de crédit-bail se développe, ce qui témoigne de l'ambiguïté d'une situation propice au retournement.

...freineront la croissance des dépenses d'équipement

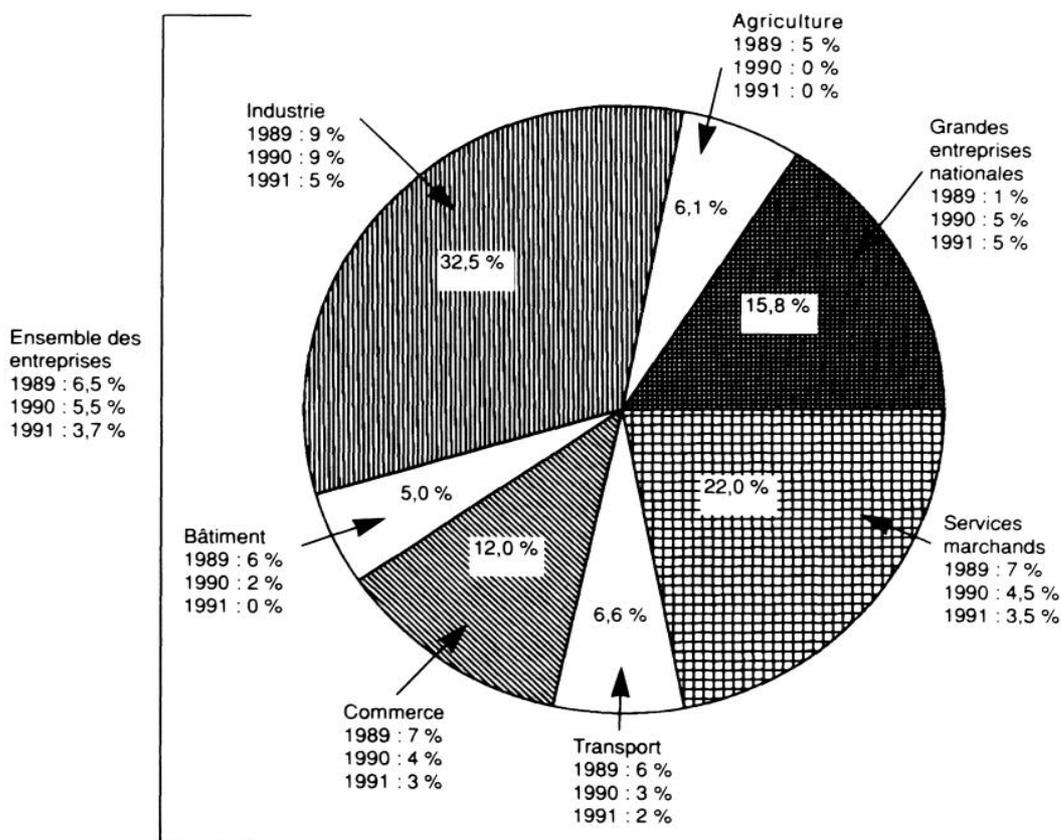
A court terme, il est probable que les investissements industriels continueront à progresser de près de 10 % l'an. Mais si, comme nous l'anticipons, la demande ne retrouve pas le rythme de la croissance de la mi-1987 à la mi-1989, et que les taux d'intérêt continuent de s'élever, c'est un brusque ralentissement de l'effort d'équipement qu'il faut anticiper en 1991. Car les fluctuations de l'investissement sont toujours très amples, se distinguant en cela des dépenses de consommation.

La croissance des capacités de production en sera peu affectée du fait de l'inertie inhérente à l'extension des stocks de capital. Les capacités s'étaient étendues de 1,8 % en 1988 quand l'investissement progressait de 12 %. Elles ont augmenté de 2,5 % environ en 1989 avec la hausse de 9 % de l'investissement. Ainsi, à croissance cumulée de l'activité de presque 8,5 % a correspondu une croissance d'à peine plus de 4 % de l'offre, d'où sa saturation. Cette année, une progression d'encore 9 % de l'investissement élargira le capital de l'ordre de 3 %, au rythme de l'activité prévue. Il suffirait alors l'an prochain d'une stagnation de l'investissement pour que l'offre s'étende de 3 %, soit davantage que la production, et pour que les tensions s'atténuent nettement au point de retrouver leur niveau de la mi-1988. L'ouverture européenne de 1993 et les efforts de restructurations qu'elle nécessite nous ont conduit à retenir une croissance de 5 % de l'investissement industriel en 1991 au lieu d'une simple stagnation. Le taux d'investissement progresserait encore dans l'industrie (18,8 %, comme en 1971 où il avait atteint son niveau le plus élevé des vingt dernières années). Les capacités de production s'étendraient de près de 3,5 % ce qui ramènerait les taux d'utilisation à leur niveau de la fin 1987.

En contrepartie, le besoin de financement des entreprises progresserait, ce qui exigerait une politique monétaire permissive. L'assainissement des bilans serait stoppé. Le développement probable du crédit-bail, imputé au compte d'exploitation au lieu du compte de capital, ne change évidemment pas la réalité économique, même s'il pèse différemment sur les ratios traditionnels des comptes d'entreprises.

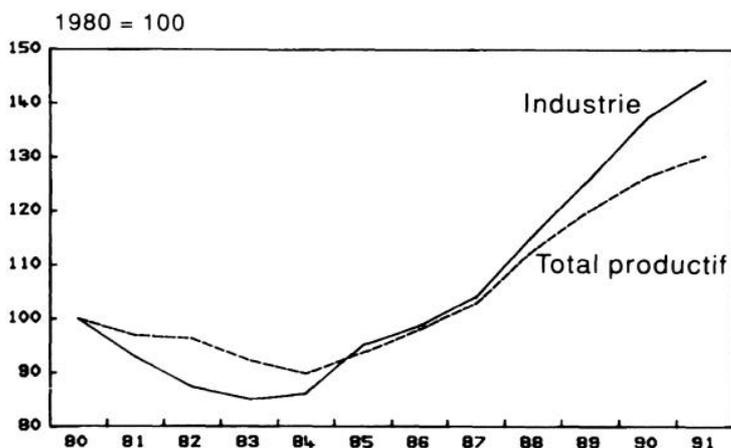
Les secteurs non industriels devraient conforter le ralentissement de l'industrie. L'investissement agricole devrait stagner, une fois atténués les effets de la réduction passée du cheptel. Les dépenses du bâtiment se modèreraient du fait du ralentissement d'activité, une progression durable dans les Travaux publics compensant ce repli. L'investissement des secteurs tertiaires continuerait de progresser, mais modérément, car les entreprises seront confrontées aux mêmes problèmes de financement que celles de l'industrie. En revanche, les grandes entreprises nationales accroîtront fortement leurs dépenses, la hausse des achats des entreprises de transports terrestres et aériens et des Télécommunications compensant le recul des dépenses du secteur de l'énergie. L'investissement des GEN jouera ainsi un rôle contra-cyclique, en atténuant le ralentissement de l'investissement des secteurs concurrentiels à l'inverse des années précédentes (graphiques 6 et 7) .

6. Investissement productif des entreprises en volume



Les pourcentages situés à l'intérieur du diagramme indiquent la pondération en 1988. Les pourcentages situés à l'extérieur du diagramme indiquent les évolutions en francs constants.

Sources : INSEE, prévisions OFCE.



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

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

La progression des salaires bruts, encore forte en 1990, se ralentirait l'an prochain...

La consommation des ménages est l'objet d'une attention particulière des pouvoirs publics. Chaque mauvais résultat du commerce extérieur suscite un commentaire sur le dérapage de la consommation et la nécessaire maîtrise des évolutions salariales. La décélération de l'inflation et la stabilité du franc demeurent les objectifs majeurs de la politique économique et le partage des fruits de la croissance leur est conditionné.

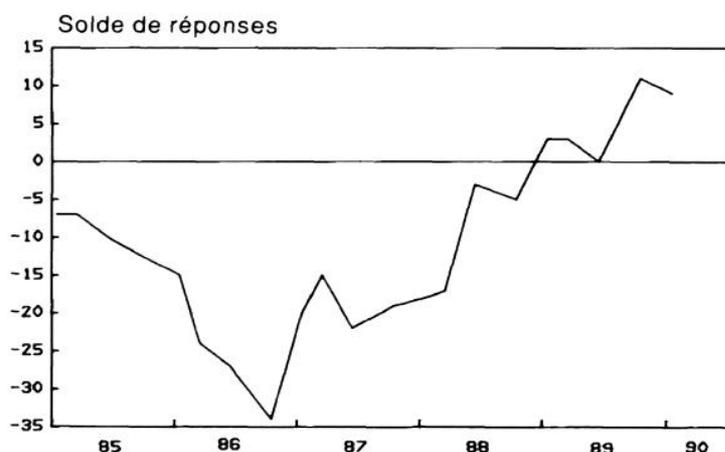
Les directives données aux entreprises publiques en février dernier concrétisent cette politique. L'abandon de toute pratique d'indexation, et donc d'un lien entre la hausse des salaires et l'évolution constatée des prix, est confirmée. Les éventuels compléments de rémunération versés au titre de 1989 ne devront pas faire l'objet d'une mesure en niveau et ne seront donc que partiellement intégrés au salaire de base. Pour 1990, la hausse des prix prévue par le budget (2,5 % en glissement) constituera la limite supérieure des augmentations générales de salaires en niveau. La masse des salaires, intégrant les mesures générales, les aménagements catégoriels et les augmentations individuelles, devra «être cohérente avec l'objectif d'une inflation de 2,5 % l'an».

Un contrôle strict des salaires est donc prôné pour le secteur public. La fonction publique s'en distingue nettement : une hausse nominale de 6,4 % en 1989 et de 6,5 % en 1990, en masse, résulte des hausses générales et surtout catégorielles (enseignants, agents des finances, etc.) ⁽⁹⁾. Un rapprochement entre les rémunérations des fonctionnaires et des salariés du secteur privé s'opère donc en 1989 et 1990 après plusieurs années de divergence. En 1991 les revenus des fonctionnaires devraient encore progresser davantage que l'inflation.

La masse des salaires versés par le secteur privé a vivement augmenté (de l'ordre de 6,5 % en 1989 après 4,8 % en 1988) grâce à la multiplication des embauches. Le pouvoir d'achat des salaires individuels s'est aussi accru. On en décelait déjà les prémices, dans la précédente prévision, lorsque nous soulignions que les chefs d'entreprise, confrontés à des difficultés de recrutement de main-d'œuvre qualifiée et soumis à la pression des salariés dans les secteurs où les capacités sont saturées, seraient conduits à distribuer plus largement les gains de productivité réalisés. Salaire horaire, primes individuelles, intéressement en sont les différents canaux. L'accélération des salaires individuels dans l'industrie est bel et bien en train de se produire avec un peu plus d'un an de décalage sur l'apparition des goulots de production (graphique 8). Les gains individuels réels s'amplifieraient tout au long de cette année, malgré le ralentissement de l'activité, puis s'atténueraient l'an prochain quand serait confortée la perception d'une décé-

(9) Voir P. Garaude et A. Gubian : «La croissance paie les fonctionnaires», *Lettre de l'OFCE* n° 68 bis, novembre 1989 .

lération durable de la demande et de la production. Nous avons supposé qu'ils atteindraient 1,5 % en 1990 et 1,2 % en 1991 (après 0,8 % en 1989). De moindres embauches atténueront cependant la hausse des salaires individuels cette année et surtout amplifieront son ralentissement l'an prochain.



8. Perspectives des salaires horaires dans l'industrie selon les chefs d'entreprises

Source : INSEE : enquête trimestrielle dans l'industrie.

Au total, la masse des salaires bruts réels, après deux années de croissance proche de 3 % en 1989-1990, ne croîtrait plus que de 1,8 % en 1991. Cette hausse est toutefois supérieure à celle des années antérieures : 0,5 % par an entre 1983 et 1985 ; 1,4 % par an entre 1986 et 1988.

...ce qui atténuera la croissance de la consommation, malgré une baisse compensatrice du taux d'épargne

Les revenus d'intérêts contribueront positivement au revenu des ménages (tableau 5). La hausse des taux amplifiera encore les revenus des placements. Mais les remboursements à effectuer sur les emprunts à court terme, qui ont soutenu la consommation de 1986 à 1988, progressent fortement malgré le ralentissement des nouveaux crédits.

Les prestations versées aux ménages se sont accrues de 2,7 % en termes réels en 1989. La poursuite d'une croissance au rythme de 2,5 à 3 % l'an est probable. La revalorisation des pensions individuelles compensera la moindre progression du nombre de retraités. Les dépenses de santé ralentiraient peu, le contrôle accru du volume des prescriptions étant compensé par la revalorisation des honoraires médicaux. Le revenu minimum d'insertion, mis en place en 1989, a coûté 6 milliards de francs ; les dépenses seraient de 8 milliards en 1990 en année pleine et évolueraient ensuite au rythme de l'inflation.

5. Contributions à la croissance du revenu réel des ménages

En pourcentage

	1989	1990	1991
Excédent brut d'exploitation	1,2	1,0	0,9
+ Salaires nets	0,9	1,2	0,7
dont :			
+ Salaires bruts	(1,5)	(1,6)	(1,0)
- Cotisations	(- 0,7)	(- 0,4)	(- 0,3)
+ Prestations sociales	0,9	1,0	0,9
+ Revenus de la propriété et de l'entreprise (nets)	0,4	0,3	0,2
- Impôts sur le revenu et le patrimoine	- 0,1	- 0,3	- 0,5
Revenu disponible réel	3,3	3,2	2,2
Prix à la consommation (296 postes)	3,5	3,1	2,7

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

L'équilibre des comptes de la protection sociale suppose alors l'instauration d'une ressource supplémentaire. Le faible déficit de l'an passé (2 milliards de francs) laisserait place à un déficit de 19 milliards cette année, selon les comptes de la Sécurité sociale établis en novembre dernier. La reconduction des prélèvements exceptionnels de 0,4 % sur les revenus imposables et de 1 % sur les revenus du capital, laisserait encore subsister un déséquilibre de l'ordre de 11 milliards. L'instauration d'une cotisation nouvelle est acquise, mais ni sa date ni ses modalités précises ne sont encore fixées. Nous avons supposé que la cotisation sociale généralisée, de 1 % des revenus, serait instaurée en début de 1991 par le biais de la fiscalité et non d'une retenue à la source. Se substituant aux prélèvements actuels, maintenus en 1990, elle rapporterait 10 milliards supplémentaires en 1991. Ce serait encore insuffisant pour rétablir l'équilibre de la Sécurité sociale dans la mesure où la croissance des recettes de cotisations se ralentirait du fait de moindres embauches. La maîtrise des dépenses sera alors de nouveau débattue.

La croissance du revenu disponible, identique cette année à celle de 1989 (3,2 après 3,3 %) s'atténuerait l'an prochain (2,2 %). La consommation progresserait de presque 3 % en 1990, ce qui suppose un infléchissement des achats de produits industriels à partir du second semestre. Les intentions d'achats formulées par les ménages semblent d'ailleurs être plus modérées après plusieurs années de fort renouvellement des biens durables ⁽¹⁰⁾. Le taux d'épargne, qui s'élève depuis le début de 1988, diminuerait à nouveau l'an prochain car les ménages tenteront de préserver leur consommation. Sa croissance serait cependant ralentie, d'autant que les nouveaux crédits de trésorerie suffisent à peine à couvrir les charges de remboursement et que les banques, davantage sollicitées par les entreprises, risquent d'être plus sélectives vis-à-vis des ménages.

(10) Voir S. Corsaletti : « Consommation : attente d'un ralentissement annoncé », *Lettre de l'OFCE* n° 71, janvier 1990.

L'épargne-logement serait la plus atteinte par le ralentissement du revenu, alors que les nouvelles formes de placements financiers, en particulier l'épargne-retraite, suscitent un réel engouement.

La politique économique demeure contrainte par l'insuffisance de l'offre

Le déroulement des opérations budgétaires de l'Etat s'avère jusqu'à présent conforme aux estimations de la loi de finances. Le déficit budgétaire de 1989 resterait ainsi très proche des 100 milliards de francs envisagés. Pour 1990 l'objectif est de le ramener à 90 milliards de francs, malgré une hausse des dépenses (5,7 %) supérieure à celle du PIB (5,5 %). Les allègements fiscaux atteindraient 21 milliards de francs soit 17 en termes nets : 12,6 milliards pour les ménages, principalement sous forme de baisse des taux de TVA et de fiscalité sur l'épargne ; 8,1 pour les entreprises par réduction du taux de l'impôt sur les bénéfices et du taux déplafonné des cotisations familiales, mesure que finance le budget.

Les dépenses nouvelles ralentissent grâce à la moindre croissance des budgets militaires, des mesures pour l'emploi et des subventions de crédits aux entreprises. Mais cela ne compense pas la forte progression spontanée du service de la dette publique, des garanties COFACE, des bonifications de taux d'intérêt et, nouvelle orientation budgétaire, de la masse salariale, malgré la fin de la subvention à l'Association pour la structure financière. Au total, les mesures nouvelles auraient un impact expansif et désinflationniste très faible. Elles ne modifieraient donc pas l'allure générale de la politique budgétaire, qui s'avère sur longue période sensiblement plus prudente qu'à l'étranger. Malgré le ralentissement de l'économie en 1990, l'objectif de réduction du déficit serait assez facilement atteint grâce à la forte progression des revenus en 1989.

Le budget de 1991 verrait l'instauration d'une cotisation sociale généralisée, qui accroîtrait le rythme de progression de l'impôt sur le revenu. Les recettes seraient encore soutenues par la hausse de la masse salariale intervenue en 1990 mais seraient freinées par le ralentissement de l'activité et des prix, en particulier l'impôt sur les sociétés et la TVA. Comme une grande partie des augmentations de crédit sont déjà programmées (éducation, revalorisation des traitements, alourdissement de la charge de la dette publique) les marges de manœuvres seront faibles si l'objectif est de réduire à nouveau le déficit de 10 milliards.

La politique monétaire s'est durcie au cours des six derniers mois, suivant en cela une tendance générale en Europe. La hausse des taux d'intérêt a été plus notable que la modération des agrégats monétaires. Si la liquidité de l'économie semble rester étroitement contrôlée, la poursuite de la déréglementation financière permet de satisfaire sans grandes difficultés des besoins de financement en progression rapide. Les taux interbancaires ont été orientés à la hausse après les relèvements des taux directeurs de la Banque de France en octobre (0,75 point) et

décembre (1 point). Ils visaient à défendre la parité franc-mark mais satisfaisaient aussi un souci de freinage de l'activité. Les taux longs n'ont commencé à se tendre qu'à la mi-décembre. Leur remontée s'est accentuée en janvier et surtout en février dans le sillage des taux allemands poussés par le regain des anticipations inflationnistes suscité par le projet d'union monétaire. Ce mouvement a aussi entraîné les taux courts, interrompant leur décrue de janvier. L'inversion de la hiérarchie par terme des taux s'est sensiblement atténuée. Début mars le rendement des emprunts d'Etat à long terme n'était plus que d'un demi-point inférieur au taux à trois mois alors que l'écart dépassait deux points à la fin de 1989.

La bonne tenue du franc vis-à-vis d'un mark fragilisé par le processus de réunification autorise une réduction de l'écart des taux, surtout longs, entre les deux côtés du Rhin. Il existe à présent une marge de manœuvre, que les autorités monétaires françaises pourraient mettre à profit en réduisant le coût de l'argent. Les taux courts français pourraient donc refluer au deuxième trimestre puis bénéficier de la détente temporaire envisagée en RFA avant de s'élever à nouveau en 1991. Après la forte tension du premier trimestre de 1990, les taux longs allemands modèleraient à la baisse dès le second semestre, et à la hausse au début de 1991, les taux longs français. Néanmoins l'écart de taux longs entre les deux pays se réduirait jusqu'à 1 point à la fin de 1990 puis s'élargirait. La hiérarchie par termes des taux français resterait sensiblement inversée en 1990 et 1991.

Les agrégats monétaires ont connu une évolution contrastée en 1989. Les agrégats larges L et M3 ont légèrement décéléré (respectivement + 8,7 et + 6,8 % après 8,8 et 7 %) tandis que M2 a augmenté plus vite (+ 4,3 contre + 4 %) et que M1 a fortement accéléré (+ 7,2 après + 4 %). L'objectif de progression de la masse monétaire au sens de M2, situé dans une fourchette de 4 à 6 %, a été réalisé grâce à la stagnation des comptes sur livrets. La croissance rapide de M1 fut passagère ; elle s'explique en grande partie par la grève des services fiscaux qui différa les prélèvements sur les moyens de paiement. Comme M2-M1 tend à diminuer en raison de la concurrence de placements offrant une meilleure rémunération et des transferts vers le plan d'épargne populaire, le rythme de progression de M2 resterait dans la partie basse du nouvel objectif pour 1990, entre 3,5 et 5,5 %. La baisse d'un demi-point de la fourchette traduit la volonté des autorités monétaires de freiner le développement du crédit dans un contexte où les prévisions officielles font apparaître un ralentissement de la croissance du PIB. La surveillance des agrégats larges, notamment M3, préoccupation réaffirmée dans les orientations de la politique monétaire pour 1990, sera encore plus nécessaire. En effet ces agrégats s'accroîtraient encore sensiblement sous l'impulsion des titres du marché monétaire, certificats de dépôt pour M3 et billets de trésorerie pour L, rendus attractifs par des taux d'intérêt de court terme élevés.

Les crédits bancaires se développent toujours sensiblement. Ils se sont accélérés en fin d'année sous l'effet d'une reprise des crédits aux sociétés tandis que se stabilisaient puis se tassaient les crédits à la consommation. La moindre expansion des crédits à l'économie et la

baisse de l'encours de la dette publique ont freiné le développement du crédit intérieur total. Le ralentissement de l'économie affecterait davantage les crédits aux sociétés, surtout à l'investissement. Les mesures contre le surendettement auraient un impact assez faible sur la croissance du crédit à la consommation. Sur le marché obligataire la montée générale des taux d'intérêt en 1989 a freiné les émissions brutes tandis que les émissions d'action progressaient de près de 56 %. La détente des taux d'intérêt envisagée rendrait temporairement un certain attrait à ce marché. Malgré la croissance des émissions d'obligations en 1990 et des titres du marché monétaire, la modération du crédit et la dégrue du stock de la dette publique suffiraient à ralentir l'expansion du crédit intérieur total en 1990 et 1991.

Une contrainte extérieure modérée...

Depuis quatre ans, l'appréciation de la contrainte extérieure varie au gré des saisons : le déficit commercial se réduit chaque début d'année, ce qui permet de relativiser le commentaire des déficits de l'année passée, sans cesse creusés. Après une amélioration passagère, les résultats mensuels se dégradent fortement à l'été, rappelant lors des discussions budgétaires que la contrainte demeure et que la rigueur s'impose encore. Les mois d'automne apportent de meilleures nouvelles et viennent démontrer que les orientations de politique économique portent leurs fruits. Cette lecture, à peine caricaturée, doit conduire à se méfier des extrapolations des résultats du trimestre passé. Le problème récurrent de la contrainte extérieure pour la France mérite d'être posé au-delà des fluctuations saisonnières.

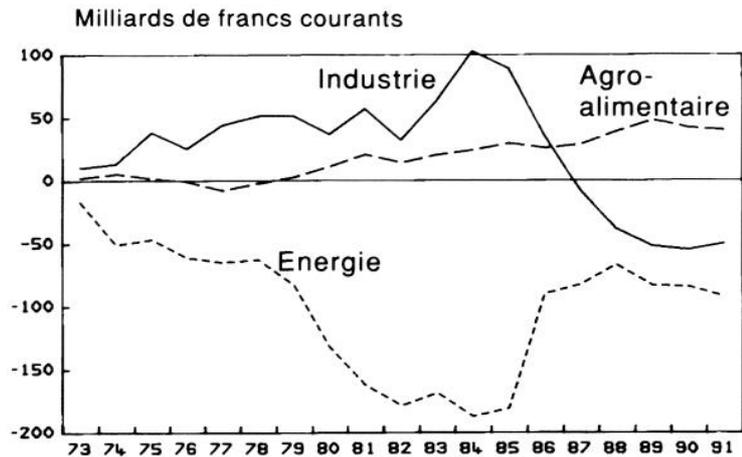
La contrainte extérieure est nettement atténuée depuis que le déficit des paiements courants reste en deçà d'un demi-point du PIB (0,4 % en 1989). La conjonction de circonstances très favorables explique ce résultat : excédent agro-alimentaire record, forte demande mondiale de produits industriels permettant de développer les exportations, performances exceptionnelles des services, en premier lieu du tourisme, ont permis de financer une facture énergétique alourdie, un haut niveau de demande intérieure et donc d'importations, et une contribution croissante au budget de la CEE. En l'absence de problème de financement des opérations courantes du commerce extérieur, les investissements à l'étranger ont pu être fortement accrus ; la balance de base s'en est trouvée détériorée sans que le financement des mouvements de capitaux suscite de tensions monétaires. L'assise internationale des entreprises françaises a ainsi pu être étendue, ce qui est évidemment bénéfique dans la perspective de l'intégration européenne.

Une stabilisation du déficit des paiements courants est prévisible à l'horizon de 1991 (graphiques 9 et 10). Au regard de l'activité, ce déficit resterait inférieur à 0,5 % ⁽¹¹⁾. La contrainte extérieure pèsera donc peu. La consommation des ménages, on l'a vu, continuera de progresser

(11) 0,4 % en 1989 et 1990 ; 0,3 % en 1991.

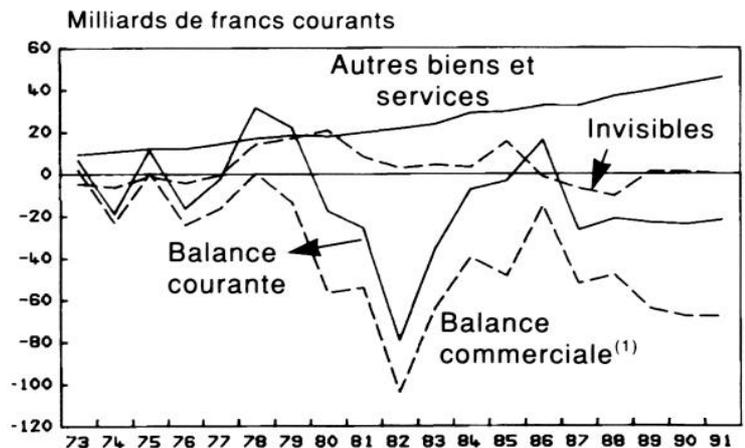
au rythme de 2,5 à 3 % l'an sans qu'une nette inflexion soit donnée par les pouvoirs public : les prélèvements sociaux du début de 1991 amputeront le revenu disponible brut de 0,2 % sur l'année, la décélération des ressources des ménages provenant avant tout du ralentissement des embauches. Certaines catégories de fonctionnaires (mais pas les salariés du secteur public) profitent enfin de la croissance.

9. Soldes commerciaux par produits (FAB/CAF)



Sources : INSEE, prévisions OFCE.

10. Balance courante



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

Sources : Banque de France, prévisions OFCE.

L'investissement des entreprises s'infléchira, sans bien sûr que cela résulte d'une volonté des pouvoirs publics, enclins au contraire à le dynamiser par de nouvelles baisses d'impôts, voire des crédits bonifiés. Le ralentissement de l'activité, issu d'un commerce mondial moins porteur, induit en retour une moindre croissance des importations de biens intermédiaires et d'équipement. La contrainte extérieure constituera donc avant tout un « garde-fou » de la politique économique, en particulier de la politique salariale, mais les salaires du secteur privé n'évoluent

plus en référence à ceux du secteur public depuis plusieurs années. A l'inverse, la conviction qu'un net ralentissement de la consommation amplifierait les anticipations défavorables des entreprises, devrait modérer les tentatives de régulation.

...malgré un déficit commercial encore ample

Le déficit commercial FAB/FAB devrait se creuser cette année d'environ 5 milliards de francs mais pourrait être stabilisé l'an prochain (tableau 6).

6. Soldes extérieurs

Milliards de francs courants

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
					prévision	prévision
Agro-alimentaire	26,1	29,2	39,3	48,3	42	40
Energie	- 89,5	- 82,1	- 66,5	- 83,1	- 84	- 92
Produits manufacturés :						
— y compris matériel militaire	35,4	- 7,9	- 38,2	- 52,1	- 55	- 50
— hors matériel militaire	1,2	- 34,3	- 62,8	- 79,5	- 80	- 70
Solde FAB/CAF	- 27,9	- 60,8	- 65,5	- 86,9	- 97	- 102
Solde FAB/FAB (1)	- 0,4	- 31,6	- 32,5	- 43,8	- 48	- 48

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

Sources : Douanes, INSEE, prévisions OFCE.

L'excédent agro-alimentaire a atteint un niveau record en 1989 : il s'est amplifié de 4 milliards de francs pour les produits agricoles grâce aux céréales et de 5 milliards de francs pour les industries agro-alimentaires grâce aux exportations de boissons et alcools. Mais une tendance au repli apparaît dès la fin de 1989 et devrait se poursuivre. Aux Etats-Unis, la récolte de céréales de l'été 1989 s'est améliorée et l'augmentation des surfaces ensemencées en 1990 devrait se répercuter sur les productions à venir. Le déficit mondial de la production de blé qui caractérisait les trois années passées est en train de se résorber. Du côté des pays importateurs notamment de l'Est, l'incertitude est plus grande ; la rémunération en devises des surplus agricoles peut-elle compenser les effets négatifs de la désorganisation actuelle de la production ? Les achats à l'étranger seront-ils effectués auprès des Etats-

Unis ou de la CEE ? Nous avons supposé que le volume des exportations françaises fléchirait cette année, puis se redresserait l'an prochain, le repli des ventes de céréales étant compensé par la hausse des ventes des autres produits. Les progrès des termes de l'échange, qui ont fondé l'amélioration du taux de couverture en valeur l'an passé, s'atténueront avec la baisse des cours mondiaux du blé, mais bénéficieront du repli du dollar en moyenne annuelle, celui-ci réduisant davantage le coût de nos importations que le prix de nos ventes.

Le déficit énergétique s'est alourdi l'an passé. La consommation, en hausse de 2 %, n'a pu être satisfaite par la production, qui a stagné. La sécheresse a réduit les ressources hydro-électriques et les incidents du parc nucléaire n'ont pas permis de la compenser. Si bien que le taux d'indépendance énergétique ⁽¹²⁾ s'est réduit pour la première fois depuis 1979 (47,4 % en 1989 ; 48,3 % en 1988). Les importations se sont donc accrues de 3,1 % en volume. Les prix en francs du pétrole brut importé ont progressé de 25 %, la hausse du dollar et celle du prix du baril se combinant. La progression des valeurs unitaires (la hausse du pétrole brut a été partiellement répercutée sur les autres énergies importées), jointe à celle des volumes, a alourdi la facture de 16,5 milliards de francs. Sous l'hypothèse d'une stabilité des cours mondiaux du pétrole et d'un dollar durablement inférieur à 6 francs, la facture française serait stable cette année, malgré la hausse des volumes importés. En revanche, les cours en dollars et en francs s'élèveraient à nouveau l'an prochain, alourdissant le déficit.

Le déficit industriel s'est encore nettement creusé l'an passé. Le ralentissement conjoncturel des exportations a accentué les insuffisances structurelles de nos échanges ⁽¹³⁾. Le déficit accru des biens intermédiaires et un moindre excédent de l'automobile caractérisent le bilan de 1989. Le déficit des biens d'équipement civils s'est réduit ; hors aéronautique il s'est creusé de 4,4 milliards seulement, au lieu de 19,5 milliards l'année précédente.

On peut espérer que la dégradation sera cette année plus modérée. Mais elle semble inévitable ; le ralentissement du commerce mondial exacerbe la concurrence et les industriels français sont traditionnellement pénalisés dans ces phases de moindre croissance. Le faible recul des parts de marché, que nous avons inscrit dans cette prévision, est déjà une performance honorable (tableau 7). Il se fonde sur la saturation des capacités d'offre en RFA. A l'inverse, le repli, déjà acquis, du dollar et la fermeté du franc vis-à-vis du mark dégradent la compétitivité-prix, primordiale pour certains produits tels les biens intermédiaires. Les exportations d'Airbus vont progresser moins que ce qui était escompté il y a quelques mois ; la baisse des cadences de production due à la grève de British Aerospace est déjà effective et se répercutera sur les ventes à très court terme. A plus longue échéance, l'installation d'une ligne de production en RFA pénalisera quelque peu la France. Enfin,

(12) Rapport de la production nationale à la consommation d'énergie primaire.

(13) Voir F. Milewski : «Le déficit industriel de la France : vivre avec ?», *Lettre de l'OFCE* n° 71, janvier 1990.

les exportations d'armes fléchiront, car les commandes ont été réduites de 12 à 15 milliards en 1989, alors même que les importations ne cessent désormais de s'accroître.

7. Parts de marché des produits manufacturés, en volume

En pourcentage

	En moyenne				En glissement ⁽¹⁾			
	1988	1989	1990	1991	1988	1989	1990	1991
Demande adressée à la France	9,3	9,4	6,7	6,4	7,4	7,9	6,9	6,5
Exportations françaises	7,4	8,7	6,4	5,8	2,8	12,0	4,1	7,2
Part de marché	- 1,7	- 0,6	- 0,3	- 0,6	- 4,3	3,8	- 2,6	0,6

(1) Glissement annuel, quatrième trimestre/quatrième trimestre de l'année précédente.

La forte croissance des exportations françaises au quatrième trimestre 1989 ne correspond pas à une tendance similaire de la demande mondiale. Elle fait donc apparaître des gains de part de marché en glissement annuel, corrigés en 1990. Les moyennes annuelles, qui lissent ces évolutions, sont donc plus significatives des mouvements réels.

Sources : estimations et prévisions OFCE.

Il faudra attendre, pour que le déficit industriel se réduise, une moindre progression des importations que des exportations. C'est ce que nous avons supposé pour 1991, quand le ralentissement des dépenses d'équipement et une moindre formation de stocks iront de pair pour ralentir la croissance des achats à l'étranger.

Peut-on amplifier cette tendance à l'amélioration du solde industriel en escomptant que la demande européenne progresse davantage, le surcroît d'activité en RFA prenant le relais des moins bonnes perspectives du Royaume-Uni ? C'est peu probable, du fait des masses en jeu. Le ralentissement de la croissance des importations britanniques serait de l'ordre de 8 points en 1990 en moyenne. Compte tenu des poids respectifs dans nos exportations ⁽¹⁴⁾, il faudrait que la croissance des achats allemands s'accélère de près de 5 points : de 12 % l'an dernier, elle devrait passer à 17 % cette année. Les effets d'entraînement de l'ouverture à l'Est sont peu sensibles directement car les échanges de la France vers cette zone sont encore très faibles. Ils le sont davantage par la voie indirecte du supplément de croissance allemande, mais celui-ci ne compense que partiellement l'infléchissement conjoncturel du Royaume-Uni.

Le déficit industriel de l'ordre de 50 milliards de francs auquel cette prévision aboutit est certes compatible avec une contrainte extérieure globale peu active. Il constitue cependant un problème à part entière, pour le retard de compétitivité dont il témoigne.

(14) En 1989, les exportations françaises vers le Royaume-Uni ont atteint 60,5 % des exportations vers la RFA pour l'ensemble de l'industrie, dont 51,3 % pour les biens intermédiaires et 66,5 % pour les produits élaborés.

Croissance ralentie ou renouveau de croissance ?

La conjoncture récente recèle nombre d'informations contradictoires, volontairement décrites dans ce texte. Selon que l'accent est mis sur les unes ou sur les autres, les prévisions pour 1990 formulées à l'automne 1989 sont révisées en hausse ou en baisse. Deux schémas s'opposent : le premier considère que la phase de ralentissement d'activité est passée, ouvrant la voie à une nouvelle reprise plus équilibrée parce que plus modérée qu'en 1989. Le second considère que le ralentissement amorcé au second semestre 1989 en France n'est pas une simple pause, du fait d'un environnement international moins porteur et d'un effet décélérateur sur l'investissement.

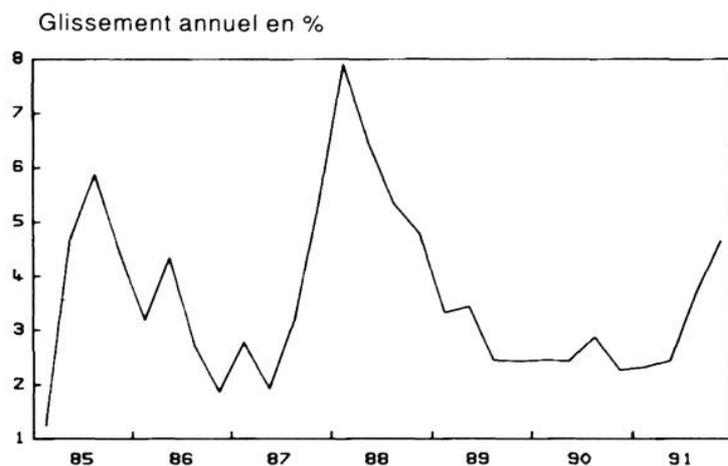
La sous-estimation systématique de la croissance au cours de la période 1987-1989 ⁽¹⁵⁾ incite à adopter la première hypothèse. Mieux vaut ne pas continuer à pêcher par pessimisme ni négliger les facteurs structurels d'assainissement ; ils ont permis à chaque économie nationale, y compris la France, d'accroître son potentiel de production et d'entraîner ses partenaires par le biais des commerces extérieurs et de politiques économiques permissives, voire expansives. L'ouverture à l'Est vient conforter cette position en ce qu'elle permet d'espérer un surcroît de croissance pour l'Europe de l'Ouest.

L'amélioration du potentiel de production est acquise, en France et ailleurs. Elle autorise une croissance de moyen terme supérieure à celle des deux décennies passées. Le rôle du conjoncturiste consiste à évaluer l'ampleur des fluctuations de court terme autour de cette tendance générale. Dans la présente prévision, le choix d'infléchir la croissance (le PIB progresserait de 2,8 % en 1990 et 2,4 % en 1991 après 3,8 et 3,7 en 1988 et 1989) se fonde sur l'enchaînement de cycles autour d'une croissance de moyen terme comprise entre 3 et 3,5 % l'an.

La demande intérieure continuerait de progresser nettement moins vite que les exportations, comme c'est le cas depuis 1983, à l'exception de l'année 1986. Si cela restait à démontrer, c'est le signe que l'économie française est davantage que ses partenaires déterminée par son environnement international. Dans un environnement moins dynamique, l'investissement des entreprises décélère nettement, si bien que se rapprocheraient croissance de la consommation des ménages et dépenses d'équipement, à l'inverse des trois années écoulées (tableau 12). La détente des capacités de production pourrait alors être rapide, car elle résulterait d'une moindre croissance de la production et d'une capacité d'offre accrue. La contrainte extérieure pèserait peu, mais à celle du commerce extérieur se substituerait désormais celle des taux d'intérêt.

(15) Voir dans cette revue : Pierre-Alain Muet, «La reprise de la croissance était-elle prévisible ?».

Le ralentissement des gains de productivité induirait celui de l'emploi avec un décalage de quelques trimestres. Les embauches se sont accélérées l'an passé ; 250 000 emplois ont été créés et pour la première fois depuis quinze ans les effectifs industriels ont cessé de se réduire. Le rythme des embauches resterait élevé au premier semestre 1990, si bien que la productivité s'infléchirait encore. Son ralentissement fut déjà très sensible en 1989, dans l'ensemble de l'économie comme dans l'industrie (graphique 11).



11. Productivité horaire dans l'industrie

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

Le délai d'ajustement des effectifs à la production étant désormais plus court en raison de la précarisation du marché du travail, une stabilisation de l'emploi peut être anticipée l'an prochain. Elle permettrait à la productivité de se redresser mais le taux de chômage s'élèverait alors.

Une décélération des prix est prévisible en 1990 et 1991. Elle se fonde sur le ralentissement des hausses de prix alimentaires, de nouvelles baisses de TVA dans le cadre de l'unification européenne et la détente progressive des tensions sur les capacités de production dans l'industrie.

Achévé de rédiger le 30 mars 1990.

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

	Trimestres												Années		
	1989				1990				1991				1989	1990	1991
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Prix du pétrole Niveau en dollars	17,4	18,5	17,6	19,0	19,5	17,5	18,0	19,5	21,0	20,5	19,5	20,5	18,1	18,6	20,4
Taux de change															
1 \$ = x.DM	1,85	1,94	1,92	1,81	1,70	1,75	1,65	1,70	1,72	1,75	1,72	1,70	1,88	1,70	1,72
1 \$ = x.Yen	128	138	142	143	148	160	160	160	160	160	160	160	138	157	160
1 £ = x.DM	3,23	3,14	3,06	2,87	2,85	2,85	2,80	2,80	2,80	2,80	2,80	2,80	3,08	2,82	2,80
Taux d'intérêt à court terme, nominaux, % (a)															
Etats-Unis	8,5	8,4	7,8	7,6	7,6	7,5	7,2	7,0	7,0	7,2	7,5	7,5	8,1	7,3	7,3
Japon	4,2	4,3	4,8	5,7	6,3	6,5	6,5	6,5	7,0	7,2	7,5	7,7	4,8	6,5	7,4
RFA	6,3	6,8	7,2	8,2	8,3	8,5	7,5	7,7	8,0	8,2	8,5	8,5	7,1	8,0	8,3
Taux d'intérêt à long terme, nominaux, % (a)															
Etats-Unis	9,2	8,8	8,3	8,1	8,5	8,0	7,7	7,5	7,7	8,0	8,2	8,5	8,6	7,9	8,1
Japon	4,6	5,0	5,0	5,7	6,8	7,0	7,0	7,0	7,2	7,5	7,7	8,0	5,1	7,0	7,6
RFA	6,8	7,0	6,9	7,5	8,5	8,5	8,0	8,3	8,5	8,5	8,2	8,2	7,1	8,3	8,4
Prix à la consommation (b)															
Etats-Unis (cvs)	5,3	7,0	2,4	3,2	5,3	4,9	4,5	4,3	4,3	4,3	4,3	4,5	4,7	4,5	4,3
Japon (non cvs)	- 2,0	9,8	0,4	2,7	2,8	2,8	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,3	2,8	2,0
RFA (cvs)	4,1	4,1	1,2	3,2	2,4	2,4	2,8	2,8	2,8	3,2	3,2	3,2	2,8	2,6	3,0

	Trimestres												Années		
	1989				1990				1991				1989	1990	1991
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Cours des matières premières industrielles en \$ (b)	9,4	-15,7	-6,5	-2,6	-5,4	-9,7	-9,5	-9,7	0	10,8	10,5	10,7	2,3	-7,3	0
Importations de produits manufacturés en volume cvs (b)															
Pays industriels	4,8		1,0		2,7		2,1		2,4		2,8		7,8	4,3	5,0
PVD	3,0		5,9		3,2		2,5		2,8		3,1		8,4	7,5	5,7
Total monde	4,6		1,8		2,9		2,4		2,7		3,0		8,0	5,1	5,5
Total monde dans l'optique France	5,7		2,2		3,9		3,0		3,1		3,3		9,4	6,7	6,4
Solde des balances courantes, cvs, en \$, en rythme annuel (a)															
Etats-Unis	-125		-101		-107		-101		-91,2		-93,4		-113	-105	-90
Japon	32		26		25		27		30		30		58	55	50
RFA	58		48		54		56		48		52		53	50	45

(a) Moyenne sur la période.

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

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

9. Etats-Unis

Equilibre des biens et services en volume (aux prix de 1982)	Niveau en 1988	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent (*)											
	Unité milliards de dollars 1982	1988		1989		1990		1991		1988	1989	1990	1991
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	2 598,4	1,8	1,5	1,1	1,7	0,9	0,6	0,7	1,3	3,4	2,7	2,0	1,6
Consommation publique	785,1	- 1,1	1,6	1,8	0,2	0,6	0,4	0,5	0,6	0,4	2,6	0,9	0,9
FBCF totale	687,9	2,6	1,6	0,7	- 0,1	1,2	0,9	1,4	3,0	5,8	1,5	1,6	3,4
dont : Logement	194,1	- 0,2	2,6	- 2,1	- 4,1	0,6	0,6	2,1	3,7	- 0,3	- 2,9	- 1,2	4,3
Productive	493,8	3,8	1,3	1,9	1,5	1,4	1,1	1,2	2,7	8,4	3,3	2,6	3,1
Exportations de biens et services	530,1	9,7	4,5	6,8	3,6	3,8	2,5	2,2	2,9	17,6	11,1	7,0	5,0
Importations de biens et services	605,0	1,2	3,7	2,5	3,2	2,8	2,2	1,5	1,8	6,8	6,1	5,5	3,4
Variations des stocks en milliards de dollars en 1982	27,9	27,9	27,9	21,8	23,6	21,0	22,0	24,8	23,5	27,9	22,7	21,5	24,1
PNB	4024,4	2,3	1,6	1,6	1,2	0,9	0,7	0,9	1,6	4,4	3,0	1,8	2,1
Prix à la consommation		1,8	2,2	2,7	1,9	2,3	2,3	2,1	2,2	4,0	4,7	4,5	4,3
Solde courant en % du PNB		2,7	2,6	2,4	1,9	2,0	1,8	1,6	1,5	2,7	2,3	1,9	1,6

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

Sources : Département du commerce américain et prévisions OFCE.

10. RFA

Equilibre des biens et services en volume (aux prix de 1980)	Niveau en 1988	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent (*)											
	Unité milliards de DM 1980	1988		1989		1990		1991		1988	1989	1990	1991
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	950,0	0,7	1,4	0,4	1,2	2,1	1,6	1,3	1,2	2,7	1,7	3,5	2,7
Consommation publique	335,4	0,9	1,4	- 1,4	0,1	1,2	1,4	1,0	1,0	2,2	- 0,6	2,0	2,2
FBCF totale	352,0	4,2	- 0,9	10,7	- 3,8	8,1	- 0,4	4,6	3,0	5,9	8,1	5,9	6,0
dont : Equipement	154,1	5,1	2,8	7,6	2,0	5,6	3,0	3,0	3,0	7,5	10,1	8,3	6,1
Bâtiment	197,9	3,5	- 3,7	13,2	- 8,2	10,3	- 3,1	6,0	3,0	4,7	6,5	3,9	5,9
Exportations de biens et services	582	2,7	2,9	9,4	- 1,2	4,2	3,9	1,9	2,9	5,8	10,3	5,6	5,4
Importations de biens et services	531,5	3,0	2,8	4,7	0,8	5,1	2,8	3,0	3,0	6,3	6,6	7,0	6,0
Variations des stocks en milliards de DM en 1980	13,6	5,4	8,2	3,4	11,6	8,0	7,0	7,0	7,0	13,6	15,0	15,0	13,0
PNB	1 701,80	1,9	1,3	3,3	0,1	2,5	1,5	1,7	1,6	3,6	4,0	3,3	3,3
Prix à la consommation		0,5	0,9	1,7	1,2	1,4	1,2	1,5	1,5	1,3	2,8	2,6	2,9
Solde courant en % du PNB		4,0	4,0	4,9	4,0	3,9	3,8	3,4	3,4	4,0	4,4	3,9	3,4

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

Sources : Bundesbank, prévisions OFCE.

11. Royaume-Uni

Equilibre des biens et services en volume (aux prix de 1985)	Niveau en 1988	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent (*)											
	Unité millions de livres 1985	1988		1989		1990		1991		1988	1989	1990	1991
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	259 656	3,2	2,8	2,2	0,5	0,6	0,6	1,0	1,0	6,8	3,9	1,2	1,8
Consommation publique	76 407	- 0,3	- 0,3	0	0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	- 0,2	0,8	1,0
FBCF totale	76 000	7,3	5,4	3,1	0	- 0,3	- 0,3	0,2	0,5	13,7	5,8	- 0,5	0,2
dont : Logement	14 767	7,3	- 1,6	- 5,8	0	- 2,0	- 2,0	0	0,5	19,0	- 6,5	- 3,0	- 0,7
Productive	61 233	7,3	7,2	5,2	0	0	0	0,2	0,5	12,0	8,8	0	0,5
Exportations de biens et services	113 210	0,8	- 1,4	3,7	3,0	3,5	4,0	3,2	3,0	0,8	4,6	7,1	6,8
Importations de biens et services	128 068	4,1	7,4	4,2	2,5	1,0	1,0	2,5	3,5	12,4	9,2	2,8	4,8
Variations des stocks en millions de livres en 1985	3 558	81	3 477	2 484	2 000	1 200	2 00	2 00	1 100	3 558	4 484	1 400	1 300
PNB optique dépenses	400 763	1,6	1,8	1,2	0,1	0,7	0,8	0,9	1,0	4,0	2,2	1,2	1,8
Prix à la consommation		2,1	3,9	4,0	3,6	4,0	3,8	3,2	3,0	5,0	7,9	7,9	6,8
Solde courant en % du PNB		- 3,5	- 4,0	- 4,1	- 4,1	- 3,0	- 2,6	- 2,5	- 2,5	- 3,7	- 4,1	- 2,8	- 2,5

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

Sources : CSO, prévisions OFCE.

12. Principales prévisions de l'économie française

	1989	1990	1991
<i>En % de variation aux prix de 1980 :</i>			
PIB marchand	3,7	2,8	2,4
Importations	8,8	5,2	4,4
Consommation des ménages	2,9	3,0	2,6
Investissement total	4,8	3,7	2,6
dont :			
— entreprises	(6,0)	(5,2)	(2,6)
— ménages	(1,6)	(1,5)	(0)
Exportations	9,8	4,7	5,1
Contributions des stocks à la croissance en %	0,2	- 0,2	- 0,4
Demande intérieure totale	3,6	3,0	2,2
Prix à la consommation en glissement (%)	3,6	3,1	2,5
Salaires nets réels (%)	2,0	2,7	1,6
Revenu disponible réel des ménages (%)	3,3	3,2	2,2
Taux d'épargne (%)	12,9	13,0	12,3
<i>En milliards de francs :</i>			
Solde commercial (FAB/FAB)	- 43,8	- 48	- 48
dont :			
— industrie (FAB/CAF)	- 52	- 55	- 50
Balance des paiements courants	- 23,3	- 24	- 22
Emploi salarié, en glissement annuel (%)	1,6	1,0	0
Chômage en fin d'année (en millions)	2,50	2,55	2,65
Taux de change \$/F	6,37	5,77	5,80
Taux d'intérêt à court terme (%)	9,4	10,7	10,8
Taux d'intérêt à long terme (%)	8,8	9,4	9,6

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

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

En pour-cent

	Milliards de francs de 1980	Taux de croissance trimestriels												Moyennes annuelles		
		1989				1990				1991				1989	1990	1991
		1989	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3			
Produit intérieur brut	2 847,9	1,4	0,8	0,4	1,1	0,9	0,7	0,2	0,3	0,7	0,6	1,0	0,9	3,7	2,8	2,4
Importations	907,9	2,7	1,7	- 0,7	5,0	0	1,0	0,8	0,8	1,0	1,0	1,7	1,7	8,8	5,2	4,4
Consommation des ménages	1 994,6	0,8	0,2	1,4	0,4	0,9	0,9	0,5	0,3	0,9	0,4	1,1	0,6	2,9	3,0	2,6
Consommation des administrations	157,6	0,4	1,0	1,0	0,9	0,7	0,7	0,5	0,5	0,7	0,7	1,0	1,0	3,0	3,0	2,8
FBCF totale	732,8	1,7	- 0,3	1,3	1,6	0,9	0,9	0,6	0,5	0,7	0,6	0,6	0,9	4,8	3,7	2,6
dont : sociétés	403,1	2,0	0,9	0,9	1,5	1,5	1,5	1,0	1,0	1,0	0,5	0,5	1,0	6,0	5,2	3,5
ménages	187,0	0,8	- 3,0	2,4	1,5	0	0	0	0	0	0	0	0	1,6	1,5	0
autres (1)	142,7	2,3	- 0,3	1,1	2,2	0,3	0	0	0	0,8	1,6	1,6	1,8	5,6	2,3	3,2
Exportations	830,7	6,4	1,1	- 1,8	5,3	1,0	0	0,2	1,0	1,5	1,5	2,0	2,0	9,8	4,7	5,1
Variation des stocks en milliards de francs	40,1	6,8	13,2	8,8	11,8	9,0	10,0	9,0	8,0	6,0	6,0	6,0	7,0	40,1	36,0	25,0
Demande intérieure totale (y compris stocks)	2 925,1	0,4	1,0	0,7	1,1	0,6	1,0	0,4	0,3	0,6	0,4	0,9	0,8	3,6	3,0	2,2

< 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 quatrième trimestre). Une révision en hausse a cependant été faite pour l'investissement des entreprises (+ 6 % au lieu de + 4,6 % en moyenne annuelle). Compensée par les échanges extérieurs, elle n'affecte pas le PIB.

14. Prix de détail et taux de salaire horaire

En pour-cent

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

< prévision >

15. Emploi, production, productivité

En pour-cent

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

< prévision >

16. Eléments du compte des ménages

Pouvoir d'achat ⁽¹⁾ en pour-cent

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

<

prévision

>

(1) Indice de prix des 296 postes.

17. Taux de change

	1989				1990				1991				Moyennes annuelles		
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1989	1990	1991
Dollar-franc	6,29	6,54	6,49	6,15	5,80	5,92	5,59	5,76	5,78	5,89	5,79	5,73	6,37	5,77	5,80
Mark-franc	3,40	3,38	3,39	3,40	3,41	3,38	3,39	3,39	3,36	3,37	3,37	3,37	3,39	3,39	3,37

< prévision >

18. Taux d'intérêt

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

< prévision >

(1) Marché monétaire à 3 mois

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